

Convegno Annuale
AIFI 2007

**IL MERCATO ITALIANO
DEL PRIVATE EQUITY E
VENTURE CAPITAL NEL 2006**

Intervento di
Anna Gervasoni

Milano, 26 marzo 2007

INDICE

PREMESSA METODOLOGICA	3
GLI OPERATORI	5
LA RACCOLTA	11
GLI INVESTIMENTI	21
I DISINVESTIMENTI	54
GLOSSARIO	63

PREMESSA METODOLOGICA

I dati di seguito presentati ed analizzati sono stati, come di consueto, raccolti ed elaborati da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers Transaction Services.

La ricerca, realizzata attraverso l'invio di questionari agli investitori, analizza l'attività di investimento, di disinvestimento e di raccolta di nuovi capitali posta in essere nel periodo di riferimento. L'unità di rilevazione è rappresentata dalle strutture di investimento (management companies, advisors di fondi internazionali, società di gestione del risparmio di fondi mobiliari chiusi, società finanziarie e banche) e non dai singoli fondi gestiti dalle stesse.

Con riferimento all'attività di investimento, i dati aggregati si riferiscono alle sole quote di equity e quasi equity complessivamente versate per l'operazione e non al valore totale della transazione.

La dimensione globale del mercato è composta da:

- l'ammontare investito, in aziende italiane e non, dagli operatori "locali";
- l'ammontare investito in aziende italiane dagli operatori pan-europei e/o worldwide.

Rispetto agli anni passati, negli aggregati 2005 e 2006 sono state comprese anche le operazioni portate a termine da investitori internazionali non aventi un advisor stabile sul territorio italiano, ma sulla cui attività è stato possibile acquisire informazioni puntuali da fonti pubbliche.

Tale scelta è scaturita dalla sempre maggiore diffusione, anche all'interno del mercato del private equity, di operazioni cross border definibili "estero su Italia", aventi per lo più ad oggetto l'acquisizione di imprese di dimensioni medio-grandi, la cui mancata considerazione porterebbe ad una sensibile sottostima delle reali dimensioni del mercato.

Sotto il profilo delle definizioni, l'intero settore del capitale di rischio viene poi ripartito tra:

- attività di "venture capital", in cui rientrano le operazioni di avvio e sviluppo (seed, start up ed expansion);
- attività di "buy out", in cui vengono fatte rientrare sia tutte le operazioni di buy out in senso stretto (acquisizioni della totalità o della maggioranza dell'azienda), che quelle di replacement capital (acquisizioni di quote di minoranza da soci in uscita).

I dati aggregati relativi all'attività di disinvestimento si riferiscono al valore complessivo delle dismissioni considerate al costo di acquisto della partecipazione ceduta e non al prezzo di vendita.

Infine, sempre sulla base della metodologia internazionale, l'attività di fund raising analizzata riguarda:

- gli operatori indipendenti aventi focus specifico di investimento sul mercato italiano (SGR e country funds);
- gli operatori captive italiani, che non effettuano attività di raccolta indipendente, ma ricevono i capitali dalla casamadre. In questo caso i capitali investiti nel periodo sono, per convenzione, assunti anche come risorse raccolte nello stesso arco temporale.

Nelle statistiche relative alla raccolta non vengono inclusi gli operatori pan-europei o worldwide, in quanto non prevedono una formale pre-allocazione delle risorse disponibili tra i diversi Paesi target di investimento, nonché gli operatori pubblici.

GLI OPERATORI

Il 2006 e i primi mesi del 2007 confermano il positivo trend di sviluppo del numero di Associati AIFI, che hanno raggiunto quota 111 unità, registrando un tasso di crescita composto annuo (CAGR) del 10% nel corso dell'ultimo quinquennio (Grafico 1).

Il sensibile aumento del numero di investitori attivi sul mercato italiano è confermato anche dalla crescita degli operatori oggetto di indagine, che hanno superato le 130 unità (corrispondente ad un CAGR dell'8% tra il 2002 e il 2006). Nel dettaglio, si sottolinea che l'universo oggetto di rilevazione, oltre agli Associati AIFI, comprende i membri Aderenti all'Associazione che svolgono attività di investimento, alcuni investitori e istituzioni finanziarie italiane che non rientrano nella compagine associativa di AIFI, nonché gli operatori internazionali che, pur non avendo un advisor stabile sul territorio italiano, hanno realizzato operazioni in imprese del nostro Paese nel corso dell'anno.

Con specifico riferimento all'insieme degli operatori monitorati (Grafico 2), le Società di Gestione del Risparmio (SGR) e gli altri investitori, differenti dalle SGR, specificatamente dedicati all'Italia (country fund) continuano a rappresentare circa la metà dell'intero mercato in termini di numero (49%), seguiti dai fondi pan-europei (21%) e dagli operatori pubblici e regionali (12%). In particolare, le SGR e gli altri country fund rappresentano la categoria di operatori che hanno registrato la crescita più consistente nel corso dell'ultimo quinquennio (2002-2006), testimoniando, così, l'importanza del ruolo assunto dalle nuove iniziative indipendenti per lo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio.

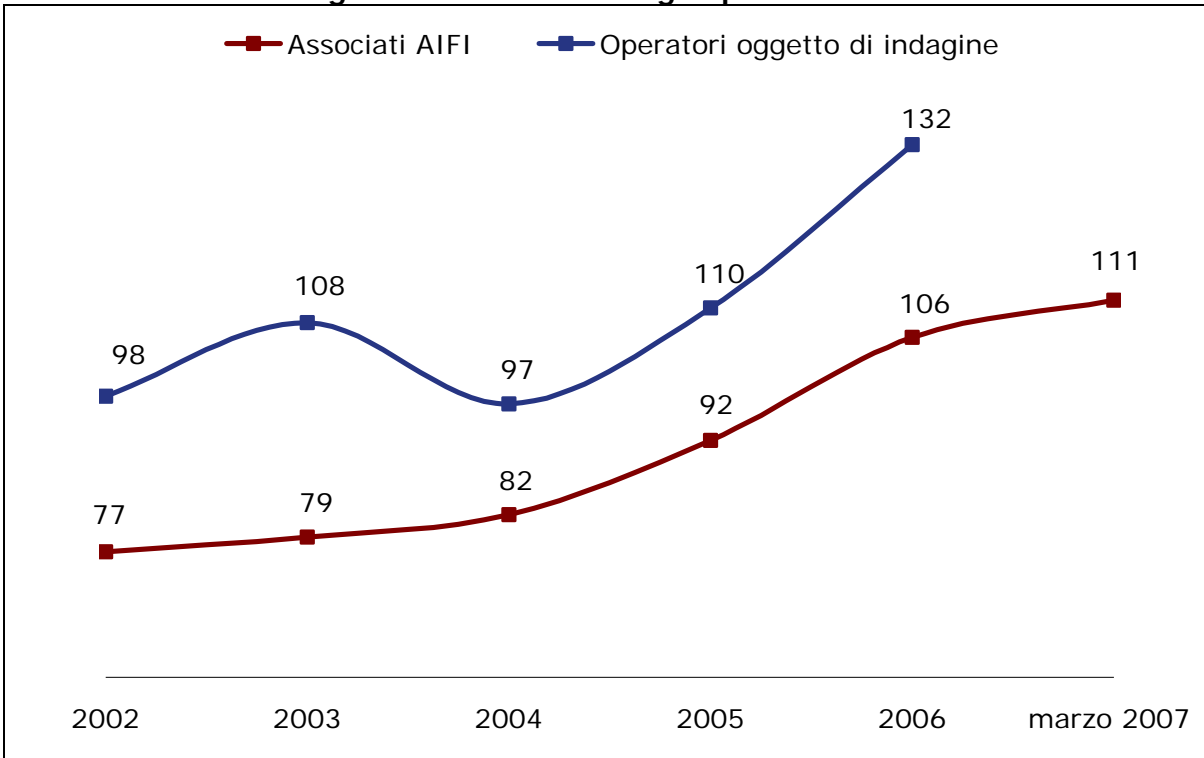
Sotto il profilo strettamente operativo, si segnala che 107 dei 132 investitori censiti (81%) ha svolto almeno una delle attività di investimento, disinvestimento o raccolta di capitali nel corso

del 2006, rispetto ai 97 del 2005. Più nel dettaglio, sono 87 gli operatori che hanno realizzato almeno un investimento, 56 gli operatori che hanno disinvestito (anche parzialmente) almeno una partecipazione e 19 i soggetti per i quali è stata registrata attività di fund raising indipendente.

Per quel che riguarda la sola attività di investimento, così come rilevato a termine del 2005, quello dei buy out risulta essere il segmento di mercato che ha registrato il maggior numero di investitori attivi (pari a 54) anche per il 2006. Sono stati, invece, 47 gli operatori che hanno realizzato almeno un investimento di expansion capital nel corso dell'anno, 21 gli operatori attivi nell'early stage e 17 nel segmento del replacement capital. Significativo segnalare come tutti i comparti del mercato siano stati interessati da una crescita del numero di investitori attivi rispetto al 2005 (Grafico 3).

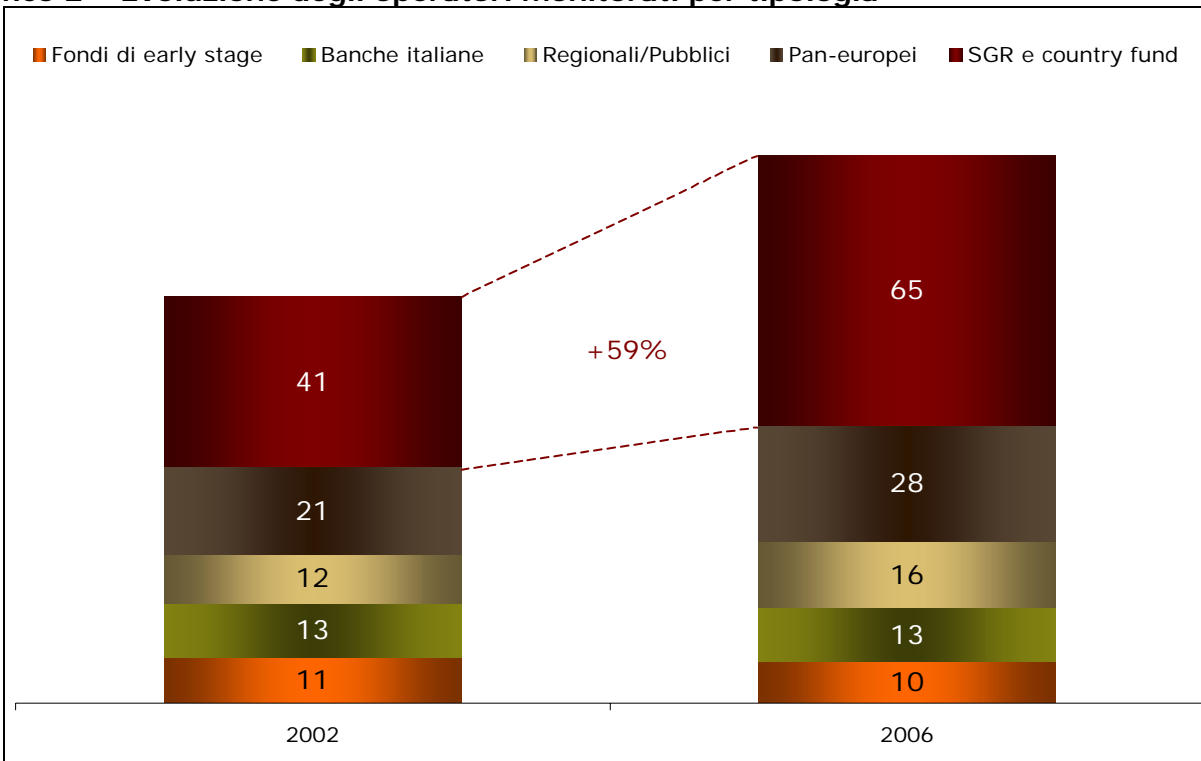
Al 31 dicembre 2006, il portafoglio complessivo degli operatori attivi in Italia risultava composto da circa 1.100 aziende, per un controvalore delle partecipazioni detenute, valutato al costo di acquisto, di poco inferiore a 11,2 miliardi di Euro (Grafico 4). Alla stessa data, le risorse disponibili per investimenti, al netto delle disponibilità degli operatori pan-europei, captive e pubblici, ammontavano ad oltre 5 miliardi di Euro.

Grafico 1 – Evoluzione degli Associati AIFI e degli operatori monitorati



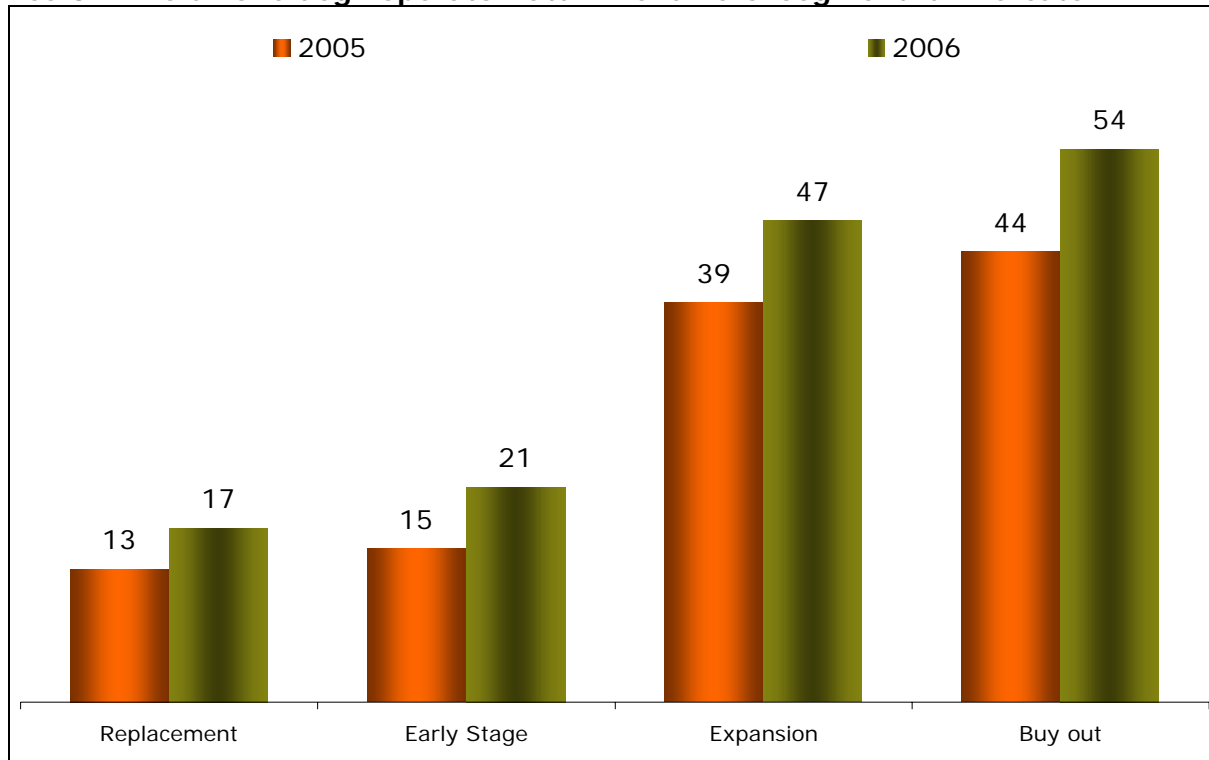
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 2 – Evoluzione degli operatori monitorati per tipologia



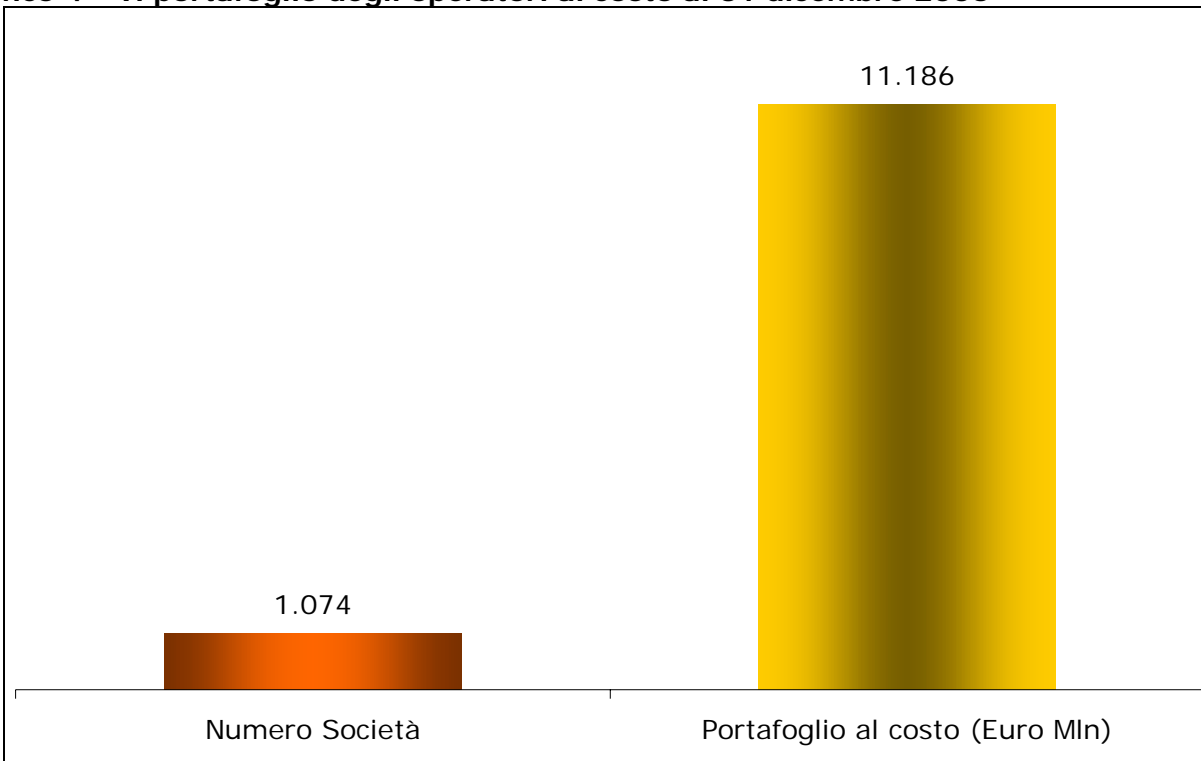
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 3 – Evoluzione degli operatori attivi nei diversi segmenti di mercato



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 4 – Il portafoglio degli operatori al costo al 31 dicembre 2006



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

LA RACCOLTA

Le risorse complessivamente affluite agli operatori presenti in Italia nel corso del 2006 sono risultate pari a 2.275 milioni di Euro.

Si tratta di una cifra record, seconda solo all'ammontare dei capitali raccolti nel 2000 (2.925 milioni di Euro) e che fa segnare un incremento pari a circa il 70% rispetto ai 1.345 milioni di Euro del 2005 (Grafico 5).

Per quel che riguarda la provenienza di tali risorse, circa il 64% (1.454 milioni di Euro) è stato reperito sul mercato finanziario italiano e internazionale da parte di operatori indipendenti, con una crescita del 63% rispetto al dato del 2005 (893 milioni di Euro). Il 32% (736 milioni di Euro) è, invece, riconducibile alle società capogruppo dei veicoli di investimento di tipo captive, mentre il 4% (85 milioni di Euro) ai capital gains derivanti da disinvestimenti realizzati nel periodo e disponibili per essere nuovamente investiti.

È importante sottolineare come, per metodologia internazionale, i dati della raccolta non tengono in considerazione le risorse riconducibili ai fondi pan-europei con base stabile nel nostro Paese, sottostimando, di fatto, il valore complessivo delle risorse disponibili sul mercato. Qualora i capitali investiti da questi ultimi nel corso del 2006 venissero assunti come risorse raccolte, l'ammontare dei capitali affluiti nel nostro Paese sarebbe pari a 3.817 milioni di Euro (Grafico 6).

Analizzando più nel dettaglio le risorse raccolte sul mercato, si evidenzia in primo luogo un incremento del numero di operatori che hanno effettuato attività di fund raising nel corso del 2006, saliti a quota 19, contro i 17 del 2005. Di questi, 14 sono riconducibili a SGR che gestiscono fondi chiusi di diritto italiano e a cui è attribuibile circa il 60% dei capitali raccolti sul mercato nel 2006 (861 milioni di Euro). Si tratta di un'incidenza significativa, se si considera che

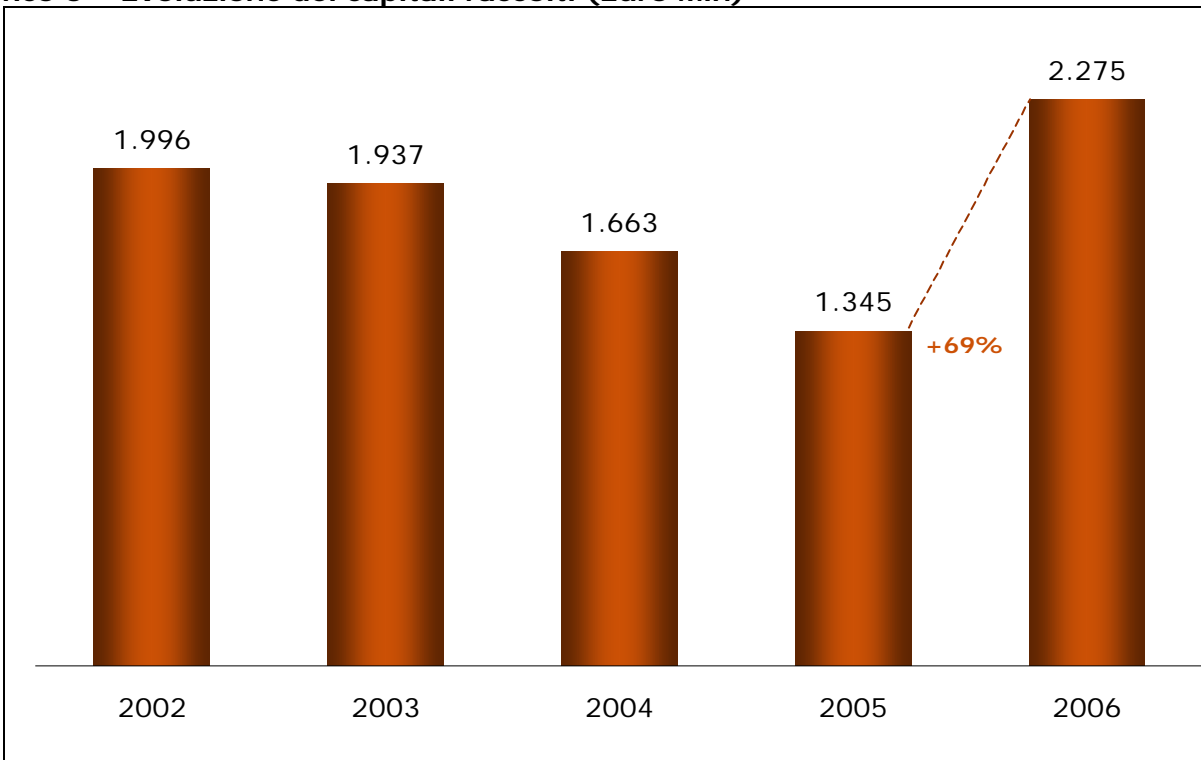
le sole risorse raccolte da questa tipologia di operatori nel corso del 2006 risultano di poco inferiori al totale della raccolta indipendente del 2005 (Grafico 7).

In secondo luogo, con riferimento alla provenienza geografica degli stessi fondi, si segnala un'importante inversione di tendenza rispetto al 2005, quando, i capitali di origine internazionale avevano registrato una sensibile contrazione. Nel corso del 2006, invece, la quota di capitali di derivazione non domestica è tornata a rappresentare circa il 50% del totale delle risorse raccolte sul mercato, facendo registrare un incremento superiore al 100% in valore assoluto se confrontato con il dato dell'anno precedente (Grafico 8).

Incrociando la provenienza geografica dei capitali raccolti dagli operatori indipendenti con la tipologia di fonte, le banche si confermano quale principale fornitore di risorse di origine domestica, seguite dagli investitori individuali italiani che stanno mostrando sempre maggiore interesse per l'*asset class* private equity. Ancora marginale, invece, l'attenzione degli investitori istituzionali del nostro Paese (Fondi di Fondi, Fondi Pensione, Fondazioni Bancarie e Assicurazioni) che, complessivamente, hanno fornito al sistema il 15% della quota di derivazione nazionale. Al contrario, risulta essere elevato e in crescita rispetto al passato l'interesse degli investitori istituzionali internazionali (Fondi di Fondi, Fondi Pensione e Assicurazioni) che, nel corso del 2006, hanno fornito al private equity italiano ben il 95% dei capitali di origine estera (Grafico 9). Si tratta di una quota estremamente rilevante, in quanto, sul totale della raccolta indipendente (comprensiva, quindi, dei capitali di origine domestica e internazionale), i soli Fondi di Fondi hanno inciso per oltre il 40%, superando per la prima volta la leadership del sistema bancario, tradizionalmente il principale sottoscrittore di fondi di private equity e venture capital italiani (Grafico 10).

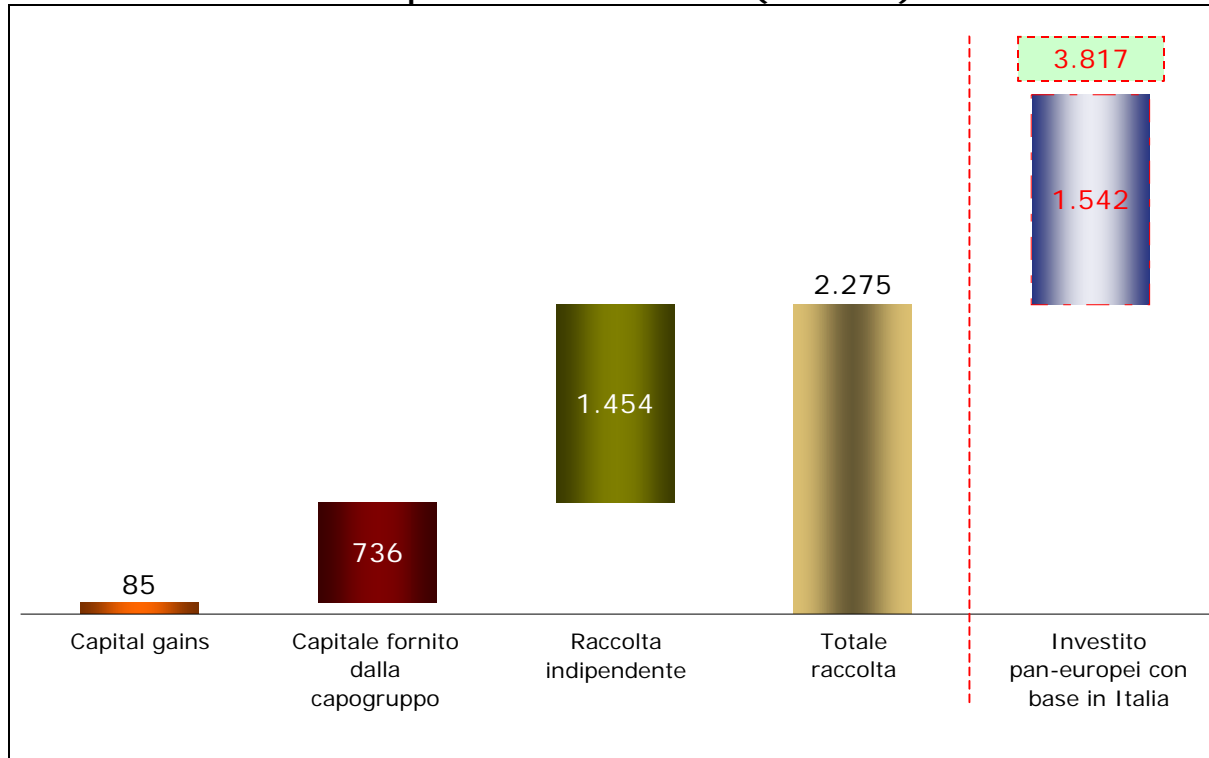
In ultimo, sul versante della distribuzione della raccolta per tipologia di investimento target (Grafico 11), così come rilevato per il 2005, si prevede che la maggior parte dei capitali affluiti al mercato verranno destinati per la realizzazione di operazioni di expansion capital (61%). Consistente, ma in ulteriore riduzione rispetto al passato, la quota di capitali che sarà destinata al segmento dei buy out (30% contro il 38% del 2005); mentre rappresenta di certo un segnale positivo l'incremento dell'incidenza delle risorse che andranno a finanziare e sostenere la nascita di nuove imprese high tech (4%).

Grafico 5 – Evoluzione dei capitali raccolti (Euro Mln)



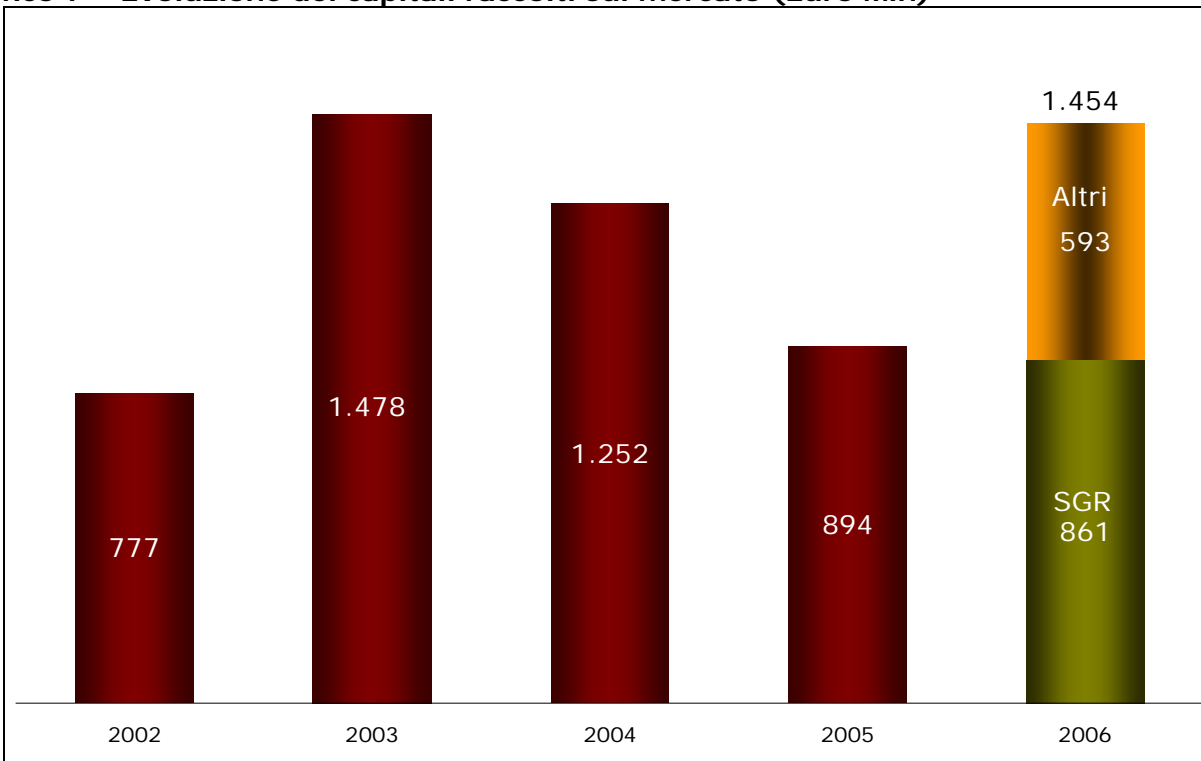
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 6 – Provenienza dei capitali raccolti nel 2006 (Euro Mln)



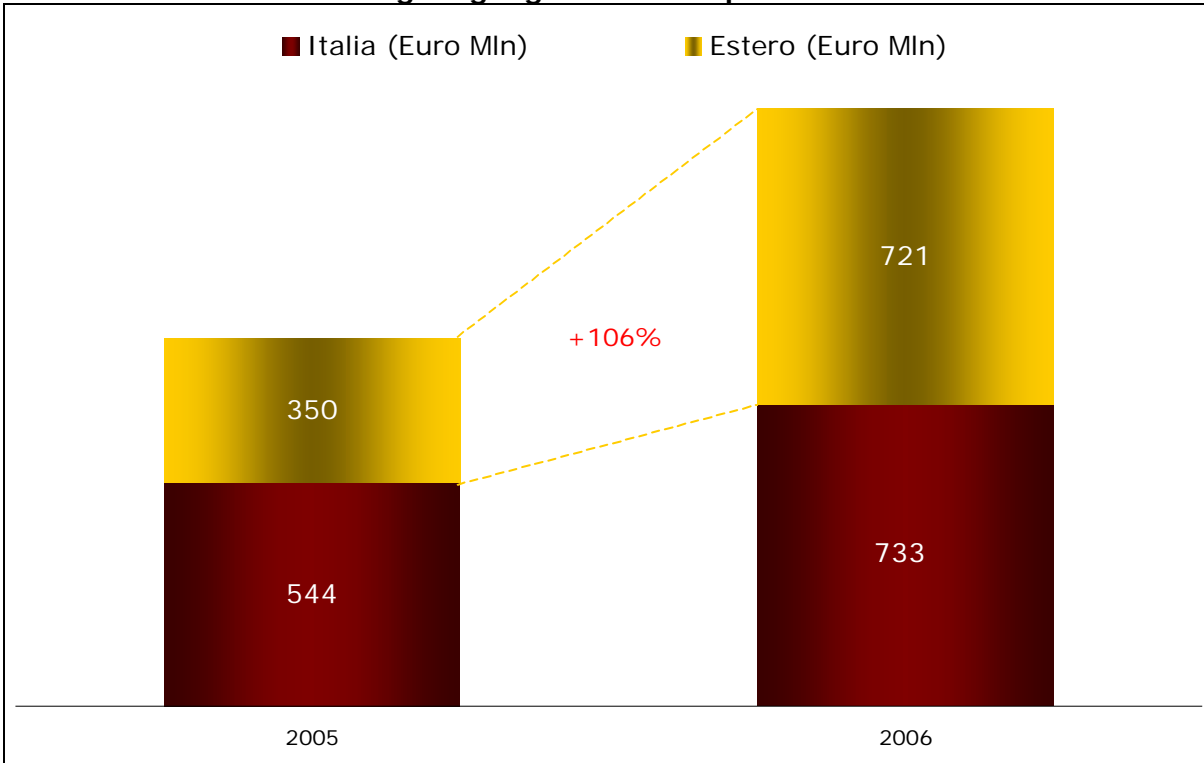
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 7 – Evoluzione dei capitali raccolti sul mercato (Euro Mln)



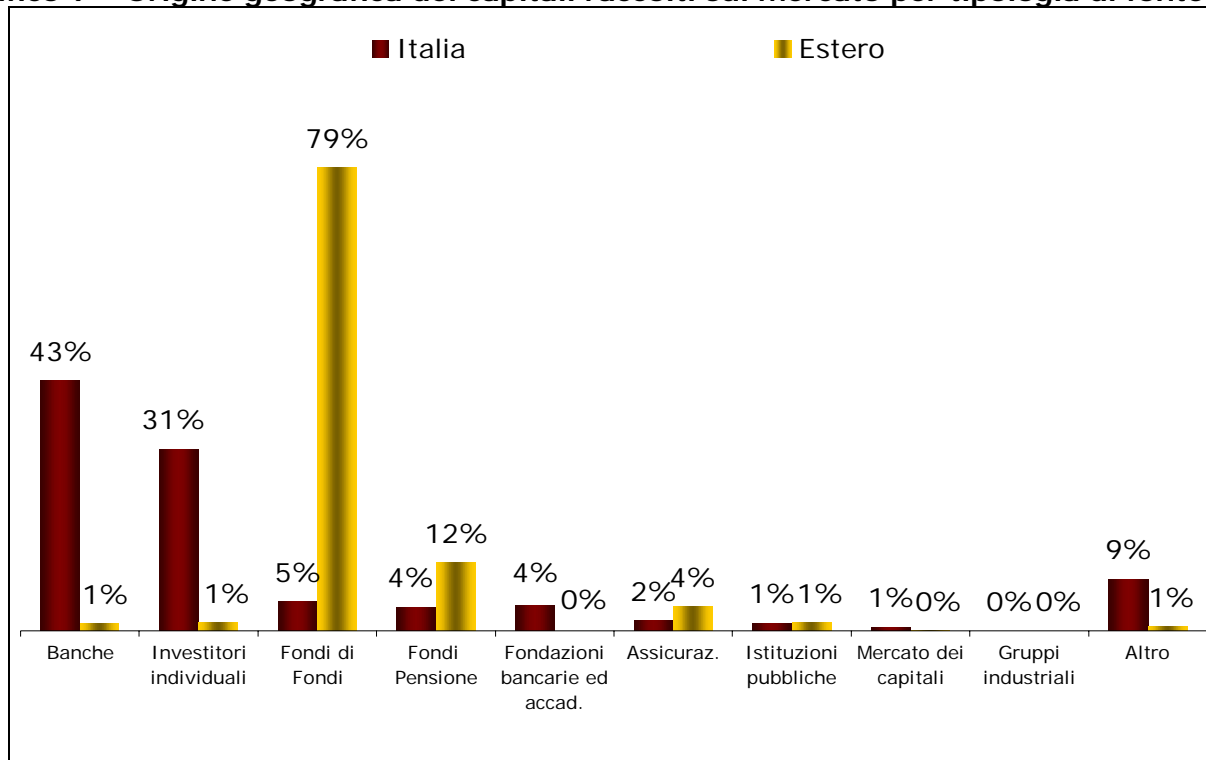
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 8 – Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato



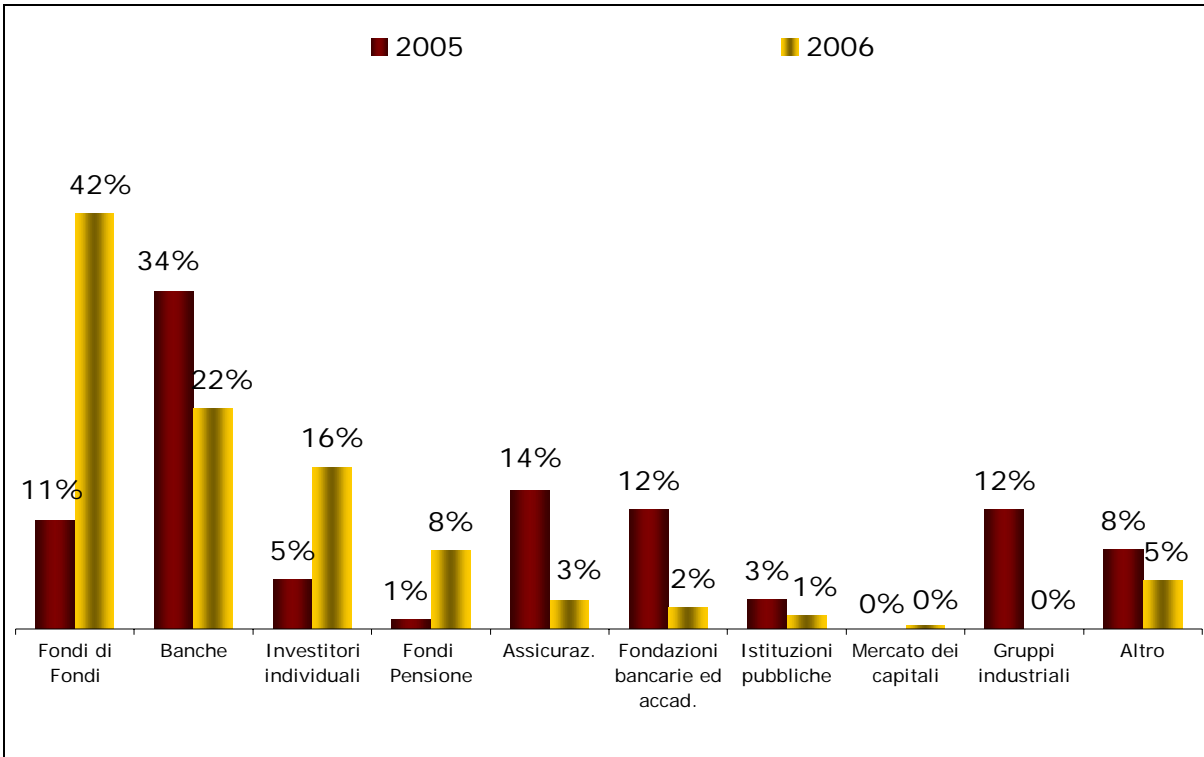
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 9 – Origine geografica dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte



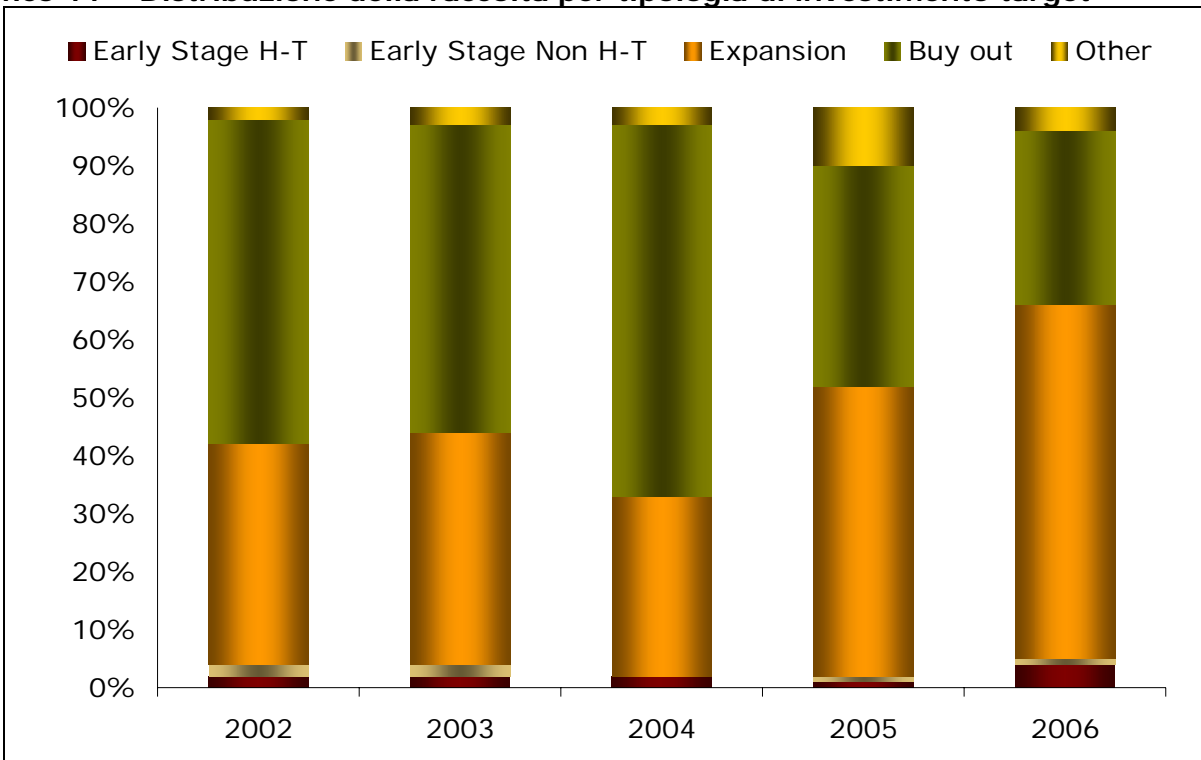
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 10 – Evoluzione dell’origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 11 – Distribuzione della raccolta per tipologia di investimento target



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

GLI INVESTIMENTI

Nel corso del 2006, l'attività di investimento ha raggiunto il valore record di 3.731 milioni di Euro, registrando un incremento di circa il 22% rispetto al 2005, quando le risorse complessivamente investite erano state pari a 3.065 milioni di Euro. Positiva anche la variazione del numero di operazioni, che sono state 292 (281 nel 2005), interessando un totale di 245 imprese (Grafico 12).

Continua, dunque, il positivo trend di crescita del private equity italiano che, sul versante degli impieghi, nel corso del 2006, è stato caratterizzato da un sensibile incremento sia delle risorse destinate alla realizzazione di operazioni di sviluppo (expansion), sia del numero di operazioni di buy out di piccola dimensione.

I buy out rappresentano il segmento di mercato verso il quale è confluita la maggior parte delle risorse investite nel 2006 (2.444 milioni di Euro), seguito da quello dell'expansion (1.094 milioni di Euro, in crescita del 165% rispetto al 2005). In termini di numero, nonostante la riduzione registrata nel corso dell'anno, si rileva ancora una leggera prevalenza di operazioni di expansion (105 investimenti), seguite dai buy out (100 operazioni, +33% rispetto al 2005) che, per il secondo anno consecutivo, risultano essere superiori alle operazioni di early stage (62), in crescita dell'11% rispetto al numero del 2005. L'attività di replacement, invece, continua ad avere un ruolo marginale, per quanto abbia comunque registrato un incremento del 67% in termini di numero di investimenti tra il 2005 e il 2006 (Grafico 13).

Con riferimento all'attività svolta dalle diverse categorie di investitori (Grafico 14), i fondi pan-europei hanno rappresentato il 50% del mercato in termini di ammontare investito nel corso del 2006, seguiti dalle banche (23%) e dalle SGR (20%). Queste ultime, al contrario, rappresentano

la categoria di operatori che ha realizzato il maggior numero di investimenti nel corso dell'anno (pari a circa il 30% del mercato), seguite dagli operatori di emanazione pubblica/regionale (24%) e dalle banche (19%).

A livello generale, il mercato ha registrato un nuovo incremento del taglio medio dell'ammontare investito per singola operazione, salito a circa 13 milioni di Euro nel 2006 (Grafico 15), contro gli 11 milioni di Euro del 2005. Tale aumento, è riconducibile alla sensibile crescita del valore medio delle operazioni di expansion che, dai circa 3 milioni del 2005, ha raggiunto un valore "normalizzato" (al netto, cioè, dei large e mega deal realizzati nel corso dell'anno) di 7,7 milioni di Euro. A questo proposito è significativo sottolineare l'importante riduzione che ha, invece, interessato il valore medio delle operazioni di buy out, sceso ad una quota di 24,4 milioni di Euro nel 2006, contro i 32 milioni di Euro del 2005.

Con specifico riferimento alle operazioni di grandi dimensioni (large e mega deal), nel corso del 2006, le società oggetto di un investimento il cui equity aggregato ha superato i 150 milioni di Euro sono state quattro, per un valore complessivo, in termini di enterprise value, pari a circa 4,5 miliardi di Euro. Per quel che riguarda l'equity, queste operazioni hanno rappresentato il 36% del totale delle risorse investite durante l'anno; valore in leggera crescita rispetto al 2005, quando il peso delle risorse destinate alla realizzazione di large e mega deal era risultato pari al 33% (Grafico 16). Importante evidenziare, inoltre, come il mercato italiano del private equity e venture capital "normalizzato" (al netto, cioè, dei large e mega deal realizzati nel corso dell'anno) abbia raggiunto nel 2006 il valore più alto mai registrato (pari a 2.383 milioni di Euro), con un incremento del 15% rispetto al valore record del 2005.

Passando ad analizzare l'evoluzione che ha interessato i singoli segmenti di mercato, il comparto dell'early stage (seed e start up), anche per via della crescita del numero di operatori attivi (21

contro i 15 del 2005), ha registrato un incremento del numero di investimenti realizzati nel corso del 2006, a fronte di una leggera riduzione dell'ammontare investito rispetto al 2005 (Grafico 17). Interessante sottolineare come il 53% del numero di investimenti finalizzati a supportare la nascita di nuove imprese sia stato realizzato da operatori di emanazione pubblica e regionale (Grafico 18), ad ulteriore dimostrazione dell'equity gap che caratterizza questo specifico segmento del mercato "privato" del capitale di rischio. In ultimo, sempre sul fronte dell'offerta, rispetto all'anno precedente, il comparto dell'early stage ha manifestato un minor livello di concentrazione nel 2006, sia in termini di numero, che di ammontare. Ai primi cinque operatori è, infatti, riconducibile rispettivamente il 47% e il 62% dell'attività complessiva.

Diverse le considerazioni relative all'altro segmento del venture capital (Grafico 19), quello dell'expansion, che, a fronte di un incremento del numero di operatori attivi, salito a quota 47 contro i 39 del 2005, ha registrato una sensibile crescita delle risorse investite (+165% rispetto al 2005) e una riduzione del numero di operazioni (-22% rispetto al 2005). Tale incremento può essere da un lato riconducibile alla classificazione, tra le operazioni di sviluppo, di uno dei quattro mega deal realizzati nel corso dell'anno e, dall'altro, all'importante aumento delle risorse destinate al salvataggio di imprese in crisi (turnaround) che, per metodologia internazionale, vengono inserite all'interno di questo segmento. A questo proposito, infatti, si sottolinea come a fronte di una tendenziale stabilità del numero di investimenti, le operazioni di turnaround hanno catalizzato risorse per 81 milioni di Euro, registrando un incremento del 189% rispetto ai 28 milioni di Euro del 2005. Analizzando più nel dettaglio le caratteristiche dell'offerta, come rilevato per il segmento dell'early stage, gli operatori regionali/pubblici rappresentano la tipologia di investitori ad aver realizzato il maggior numero di investimenti di expansion, seguiti dalle banche e dalle SGR (Grafico 20). Nel complesso, a queste categorie di operatori è riconducibile ben il 71% delle operazioni di expansion realizzate nel corso del 2006. Inoltre, anche per via

dell'evoluzione del 2006, il segmento presenta una maggiore concentrazione rispetto al 2005. Più nel dettaglio, infatti, se nel 2005 ai primi 15 operatori era riconducibile il 67% del numero di operazioni e il 76% dell'ammontare investito, nel 2006 tali valori salgono rispettivamente al 70% e al 90%.

In ultimo, con riferimento allo specifico segmento dei buy out, si sottolinea in primo luogo l'importante incremento che ha interessato il numero di investimenti nel corso del 2006, saliti a quota 100 (contro i 75 del 2005), per un ammontare complessivamente investito pari a 2.444 milioni di Euro (Grafico 21). Questa crescita del numero di operazioni, come già evidenziato, ha portato ad una sensibile riduzione dell'ammontare medio investito per singolo investimento di buy out, sceso a 24,4 milioni di Euro nel 2006 (15,1 milioni di Euro se si escludono i large e i mega deal). Importante, in questo senso, l'aumento del numero di buy out di fascia più piccola. Dalla distribuzione delle operazioni in funzione dell'equity investito (Grafico 22), infatti, emerge chiaramente l'incremento della quota del numero di operazioni di taglio inferiore ai 15 milioni di Euro (70% nel 2006, contro il 58% del 2005), a fronte di una riduzione della quota del mid market (equity investito compreso tra 15 e 150 milioni di Euro) e delle acquisizioni large e mega (equity investito superiore ai 150 milioni di Euro). Per quel che riguarda le caratteristiche dell'offerta (Grafico 23), tra gli operatori che hanno realizzato almeno un investimento di buy out nel corso del 2006, le SGR, con una quota del 55%, risultano essere la categoria che ha realizzato il maggior numero di operazioni, seguite dagli operatori pan europei (20%) e dalle banche (15%). Nel complesso, nel corso del 2006, si è ulteriormente ridotta la concentrazione del segmento in termini di numero di investimenti (ai primi 15 operatori è riconducibile una quota del 50%, contro il 60% del 2005), mentre si rileva una tendenziale stabilità per quel che riguarda le risorse investite (ai primi 15 operatori è riconducibile una quota dell'80%, contro l'82% del 2005).

Con riferimento al grado di leva (rapporto debito/equity) mediamente utilizzato nelle operazioni di buy out, nel corso del 2006 tale valore si è attestato intorno a 1,8, registrando, dunque, un leggero incremento rispetto all'1,5 rilevato nel 2005. Più nel dettaglio (Grafico 24), questo rapporto è compreso in un range che va da una media di 1,6 rilevata per le operazioni di buy out di piccole dimensioni (equity investito inferiore ai 15 milioni di Euro) fino ad una media di 2,2 per le acquisizioni large e mega (equity investito superiore ai 150 milioni di Euro). Considerando l'impatto del rapporto debito/equity, è possibile stimare pari a circa 4,4 miliardi di Euro il totale delle risorse (equity più debito) utilizzate per la realizzazione di operazioni di buy out nel corso del 2006. Di conseguenza, l'ammontare complessivo di capitale riconducibile all'attività di private equity e venture capital realizzata in Italia nel corso del 2006 può essere stimata pari ad oltre 5,6 miliardi di Euro.

Sotto il profilo della ripartizione delle operazioni tra initial e follow on, si segnala che gli investimenti "iniziali", ovvero le operazioni a favore di aziende non già partecipate dallo stesso operatore o da altri investitori nel capitale di rischio, continuano a rappresentare per il quarto anno consecutivo la maggioranza. Si tratta di un trend crescente che ha portato le operazioni initial a raggiungere la quota del 60% sul totale dei 292 investimenti realizzati nel corso del 2006 (Grafico 25), evidenziando così il crescente impegno degli operatori di private equity e venture capital attivi in Italia nella ricerca di nuove opportunità di investimento.

Sul versante della distribuzione geografica degli investimenti, si evidenzia in primo luogo un notevole incremento dell'attività posta in essere a favore di imprese italiane rispetto a quanto rilevato per il 2005. In termini di numero (Grafico 26), infatti, nel corso del 2006, il 93% degli investimenti ha avuto ad oggetto imprese localizzate nel nostro Paese (83% nel 2005), per una quota sul totale dell'ammontare investito (Grafico 27) pari a circa il 99% (95% nel 2005). Con

riferimento alle sole operazioni realizzate in Italia, come per gli anni precedenti, l'attività si è concentrata principalmente nel Nord del Paese (77% in numero e 87% in ammontare) e non si rilevano variazioni significative con riferimento a quanto posto in essere nelle macro aree del Centro (16% in numero e 10% in ammontare) e del Sud (5% in numero e poco più del 2% in ammontare).

Da un'analisi più approfondita in merito alla distribuzione geografica degli investimenti, emergono degli spunti interessanti utili a delineare ulteriormente le caratteristiche del mercato italiano del private equity e venture capital. A questo proposito, può essere significativo evidenziare come nel Nord del Paese il taglio medio di investimento per singola operazione sia sensibilmente superiore rispetto a quanto rilevato nel Sud Italia (Grafico 28). In particolare, infatti, al "netto" dei large e mega deal realizzati, nel Nord del Paese si è investito mediamente 9,4 milioni di Euro per singola operazione nel corso del 2006, a fronte di 6,8 milioni di Euro impiegati in media per il finanziamento di imprese localizzate nel Sud Italia.

A livello regionale (Grafico 29), si conferma il primato della Lombardia, dove sono state realizzate ben il 35% del totale delle operazioni portate a termine in Italia nel corso del 2006, seguita dal Friuli Venezia Giulia (11%), dall'Emilia Romagna (10%) e dal Piemonte (8%). Rispetto al 2005, si segnala la positiva performance del Trentino Alto Adige, che ha visto crescere il numero di operazioni di oltre quattro volte, seguita dalla Campania (+167%) e dal Piemonte (+100%). Importante segnalare, inoltre, che il numero di Regioni in cui non sono state rilevate operazioni di private equity e venture capital è aumentato rispetto al 2005, annoverando per il 2006 sei diverse realtà (Abruzzo, Basilicata, Molise, Sicilia, Umbria e Valle d'Aosta).

Passando ad esaminare più nel dettaglio le società oggetto di investimento, con specifico riferimento alla distribuzione settoriale delle stesse, il mercato, in linea con le caratteristiche del

sistema produttivo nazionale, continua ad evidenziare un elevato interesse per i comparti tradizionali (Grafico 30). Anche per il 2006, infatti, le imprese attive nei settori dei prodotti e servizi per l'industria hanno rappresentato il principale target di investimento, sia in termini di numero di operazioni (12%), che, seppur in calo rispetto al 2005, di ammontare (15%). Sempre tra i comparti tradizionali, si segnala la sensibile riduzione dell'ammontare investito nell'alimentare (-82% rispetto al 2005), mentre conferma una tendenziale stabilità il settore dei beni di consumo. In ulteriore crescita, invece, l'interesse per le imprese attive nel comparto dei beni di lusso che, seppur poco rappresentative in termini di numero, registrano un incremento del 217% sul fronte dell'ammontare rispetto al 2005. In ultimo, in linea con le tendenze del mercato internazionale, risulta essere estremamente significativo l'incremento del numero di investimenti e delle risorse destinate al finanziamento di imprese attive nel settore del medicale, rispettivamente pari al 175% e al 428% rispetto all'anno precedente.

Per quel che riguarda le imprese attive nei settori ad alta tecnologia (Grafico 31), il numero di operazioni realizzate a favore di aziende definite dagli stessi operatori high tech è risultato essere in crescita nel corso del 2006, sia in valore assoluto (81 investimenti contro i 63 rilevati per il 2005), sia in termini di incidenza sul totale del mercato (28% contro il 22% del 2005). In riduzione, al contrario, il peso delle risorse investite che, con un ammontare di 247 milioni di Euro, rappresentano il 7% del totale (contro il 10% del 2005). Sotto il profilo della distribuzione settoriale delle imprese high tech oggetto di investimento nel corso del 2006 (Grafico 32), si evidenzia il consistente incremento del numero di operazioni biotech, che rappresentano il 12% del sotto-comparto, contro il 5% del 2005.

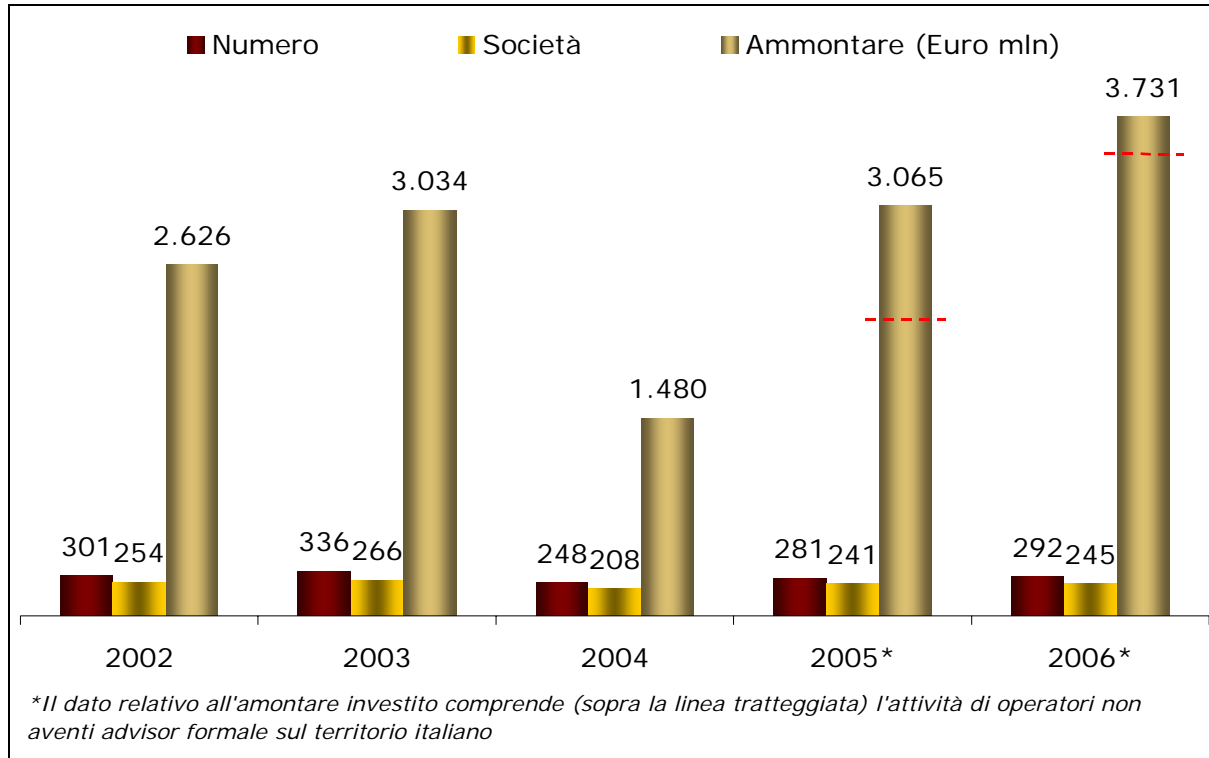
Con riguardo alla distribuzione del numero di investimenti per dimensione delle aziende target, l'evoluzione che ha interessato il settore nel corso del 2006 conferma la concentrazione delle

operazioni su imprese di taglio medio-piccolo (71%), con un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità (Grafico 33). Queste aziende hanno attratto risorse per oltre 800 milioni di Euro (pari al 22% del totale) nel corso dell'anno, mentre il resto del mercato, con un peso del 29% in termini di numero di investimenti, ha assorbito risorse pari al 78% del totale (2.924 milioni di Euro).

Anche la distribuzione degli investimenti per classi di fatturato delle aziende target evidenzia che le aziende di piccola e media dimensione (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro), pur avendo attratto risorse per solo il 14% del totale, rappresentano anche per il 2006 il principale target verso cui sono indirizzati gli investimenti degli investitori attivi in Italia, con una quota del 66% sul numero complessivo di operazioni (Grafico 34).

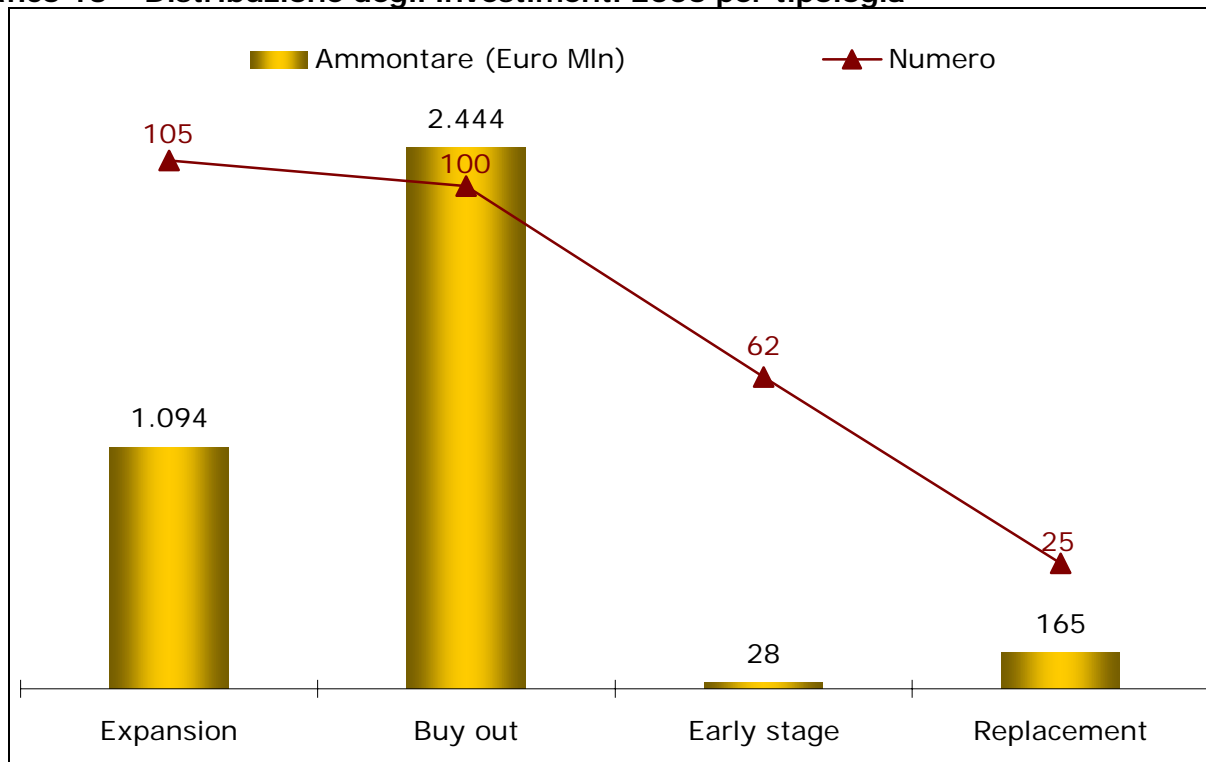
A livello generale, il fatturato complessivo delle imprese oggetto di investimento nel corso del 2006 è stimabile pari ad oltre 30 miliardi di Euro, mentre il numero di dipendenti coinvolti supera le 140.000 unità (Grafico 35). Le stesse imprese presentano, mediamente, un fatturato di circa 15 milioni di Euro e un numero di dipendenti pari a 59 unità. Si tratta di una stima che, con specifico riferimento alle sole aziende oggetto di un investimento di expansion, evidenzia un fatturato e numero medio di dipendenti rispettivamente pari a 13 milioni di Euro e 63 unità. Le imprese oggetto di operazioni di buy out, anche a causa degli investimenti large e mega realizzati nel periodo, presentano, invece, un fatturato e numero medio di dipendenti superiore e rispettivamente pari a 44 milioni di Euro e 120 unità (Grafico 36).

Grafico 12 – Evoluzione dell'attività di investimento



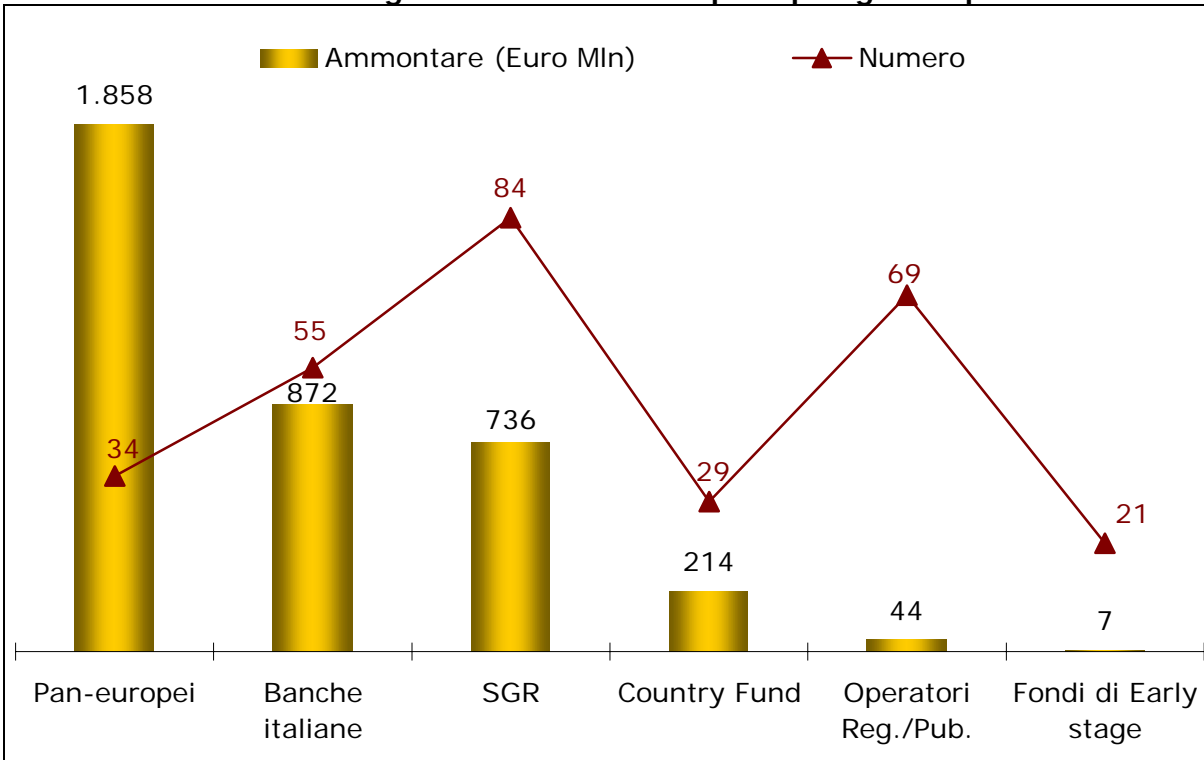
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 13 – Distribuzione degli investimenti 2006 per tipologia



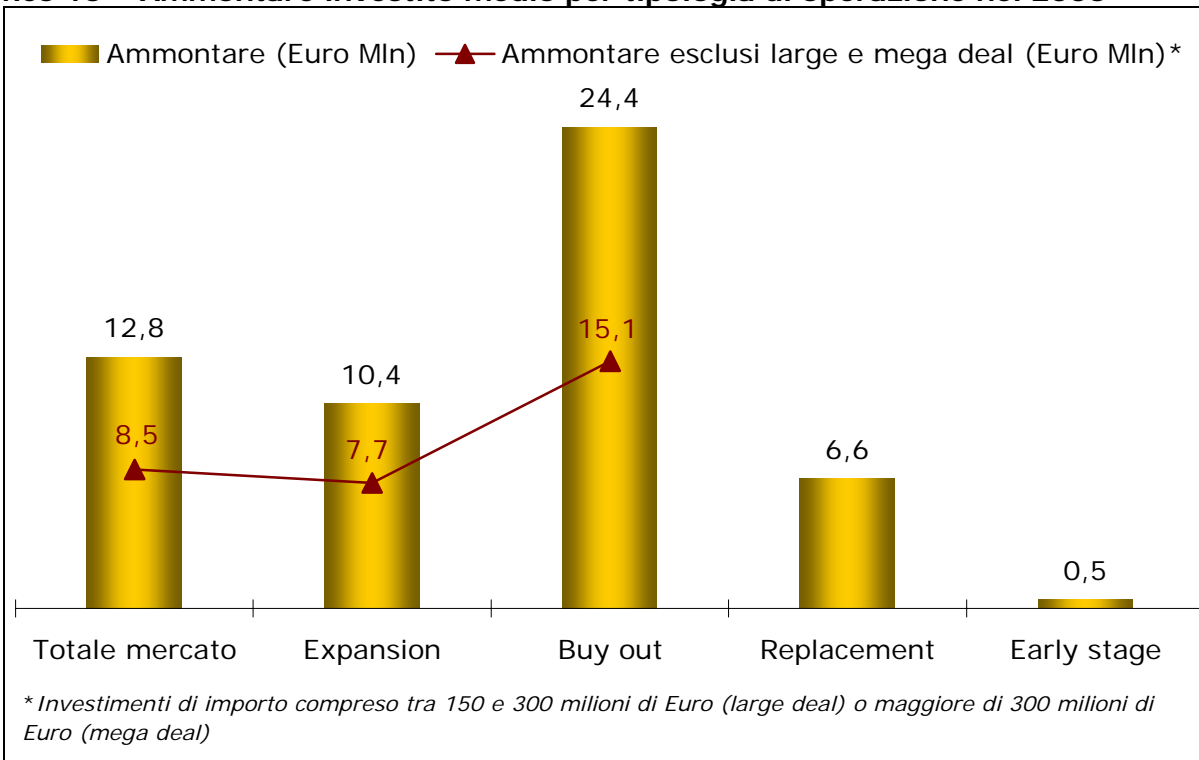
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 14 – Distribuzione degli investimenti 2006 per tipologia di operatore



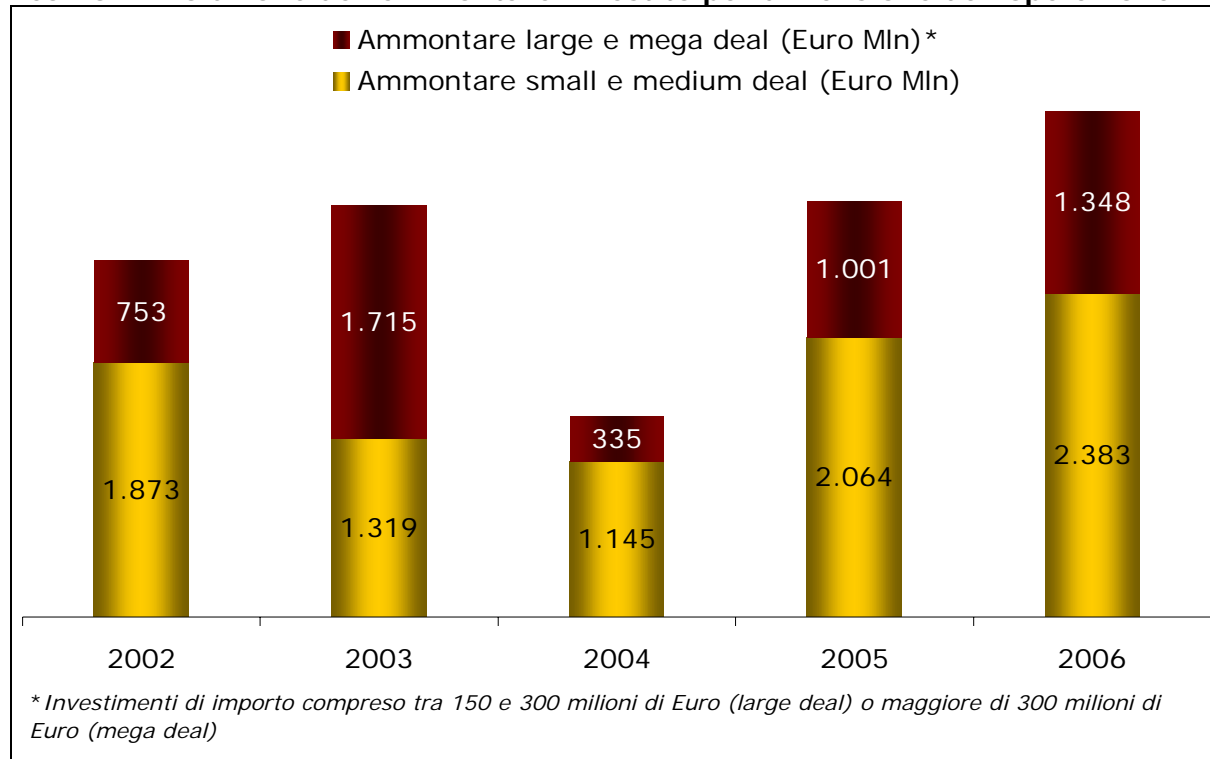
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 15 – Ammontare investito medio per tipologia di operazione nel 2006



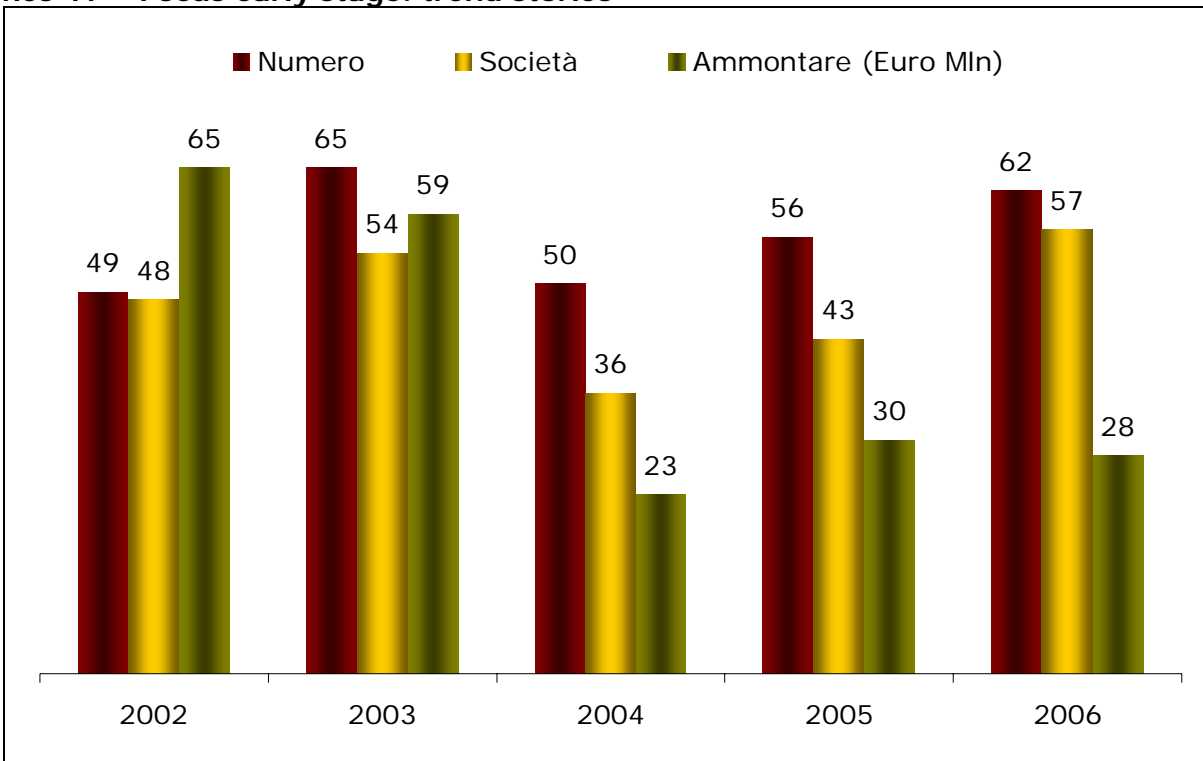
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 16 – Evoluzione dell'ammontare investito per dimensione dell'operazione



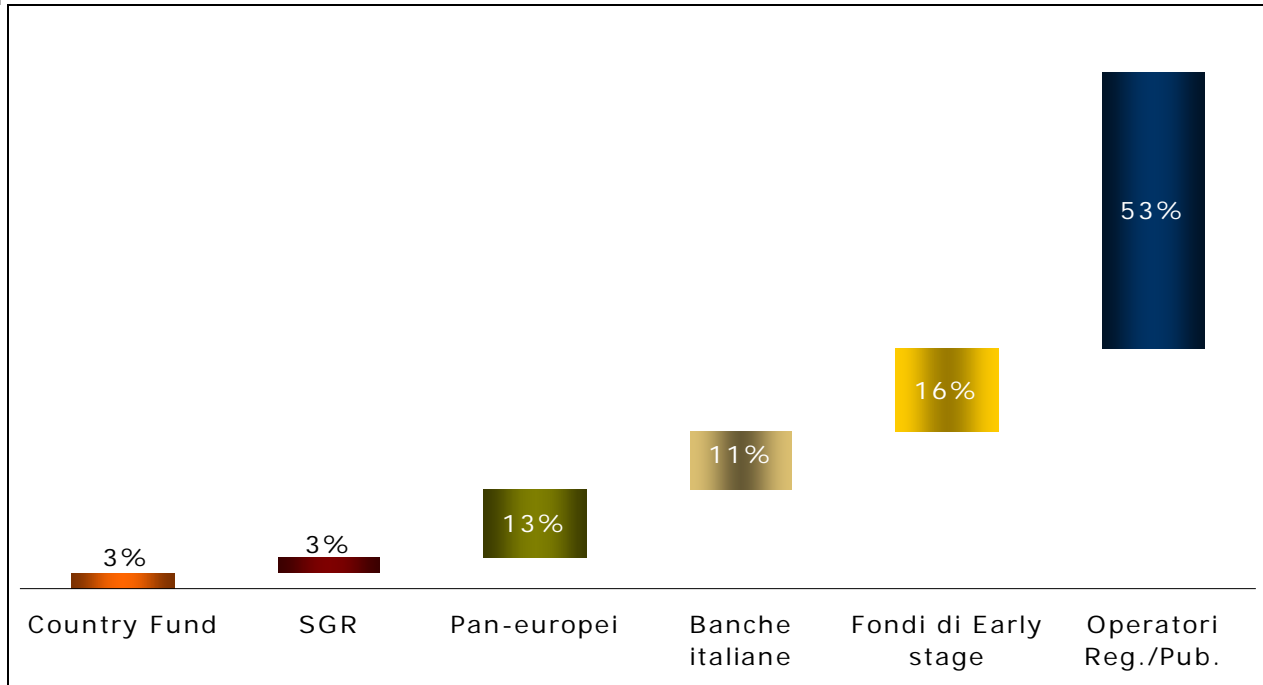
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 17 – Focus early stage: trend storico



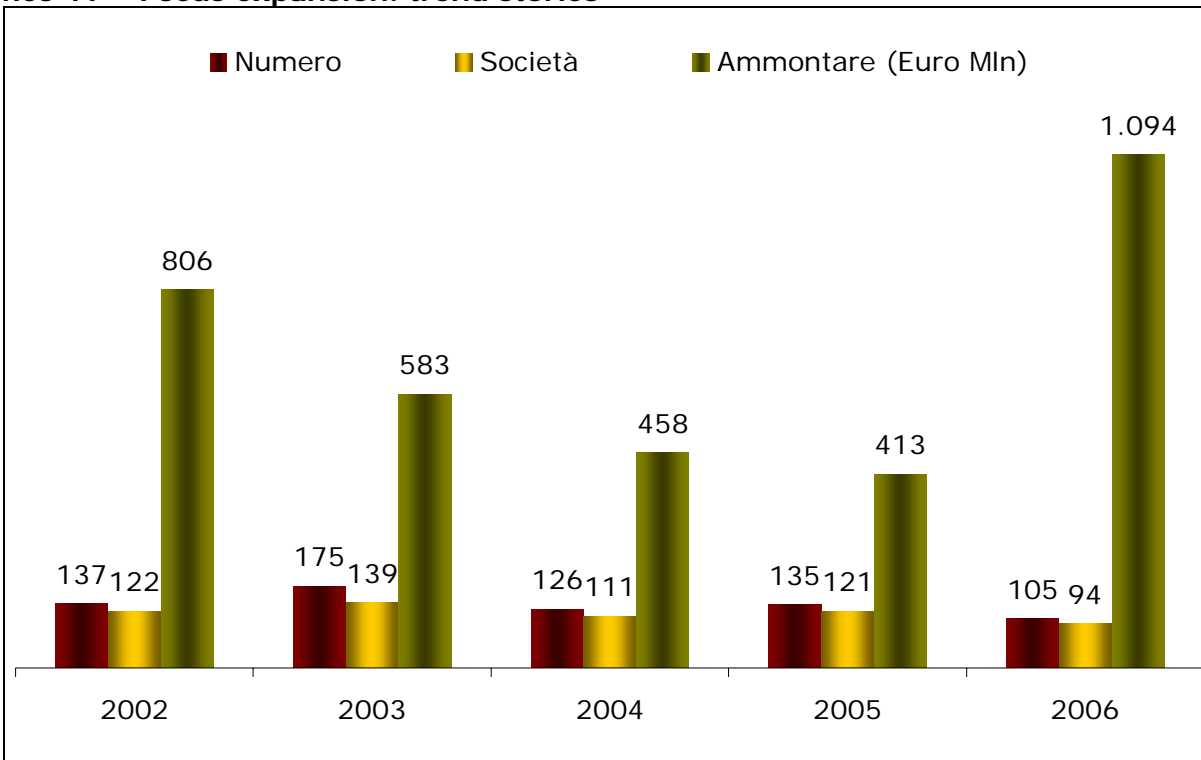
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 18 – Distribuzione % del numero di investimenti di early stage per tipologia di operatore



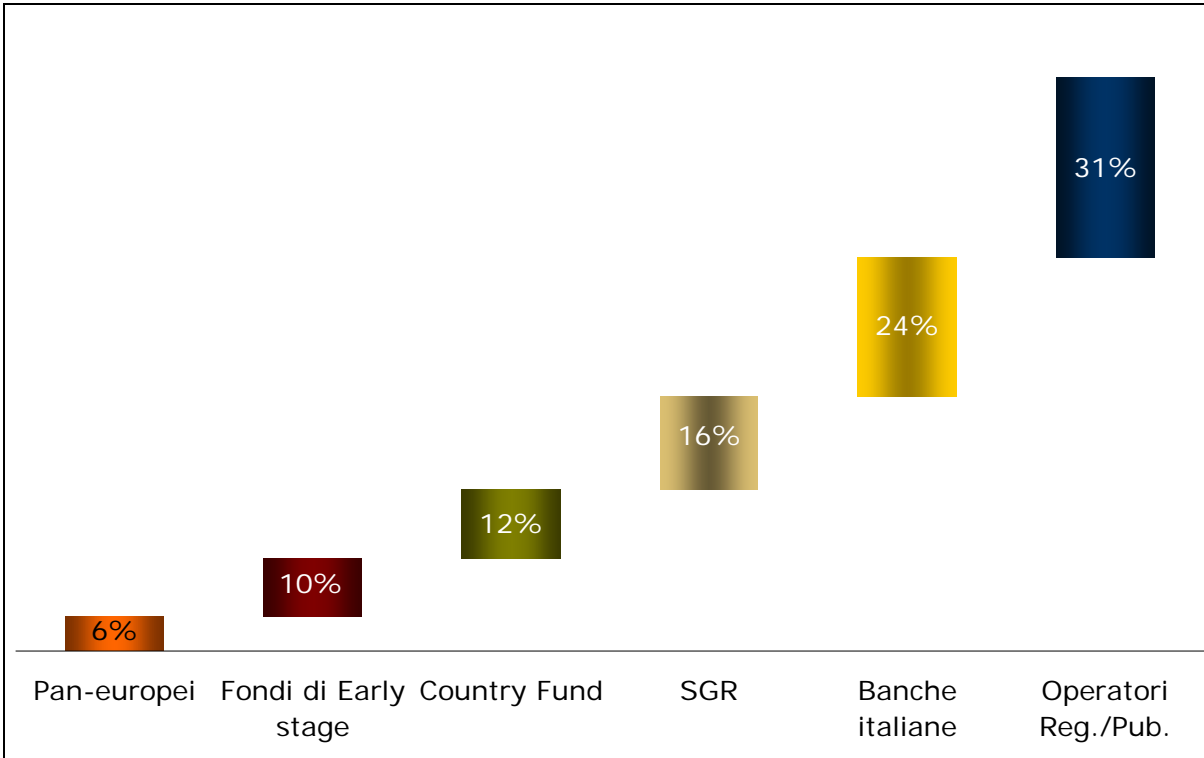
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 19 – Focus expansion: trend storico



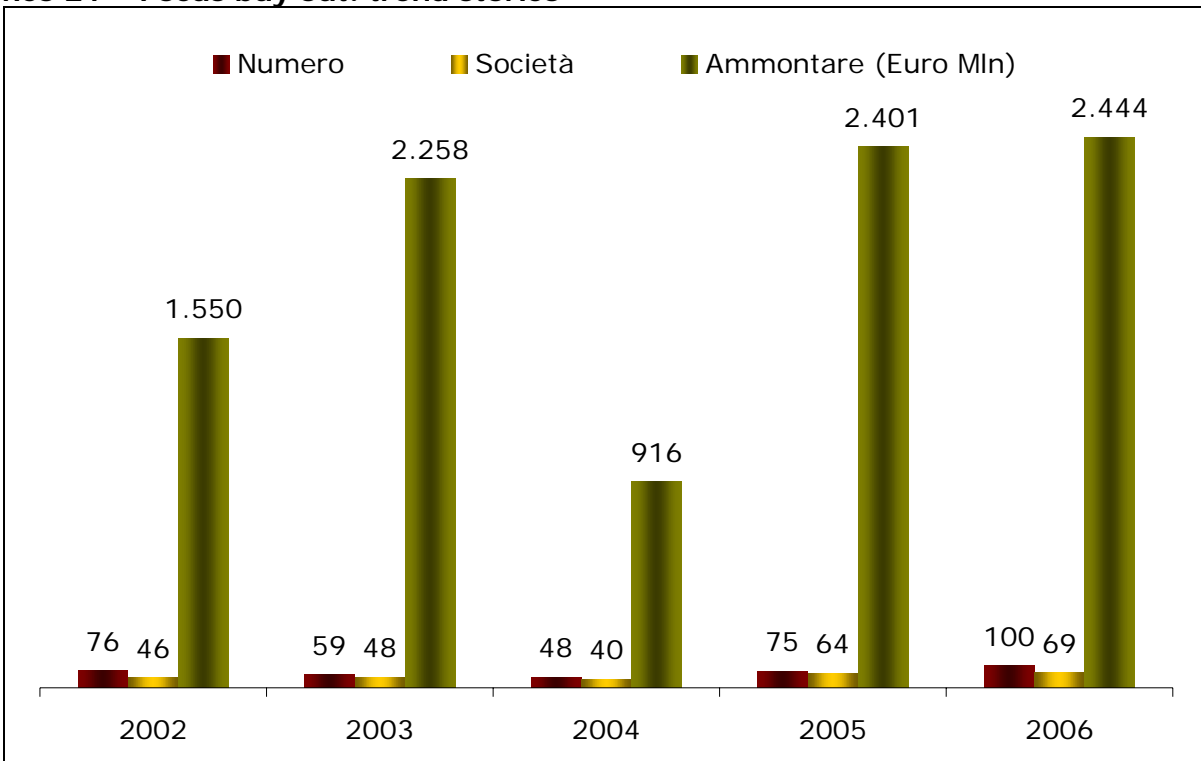
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 20 – Distribuzione % del numero di investimenti di expansion per tipologia di operatore



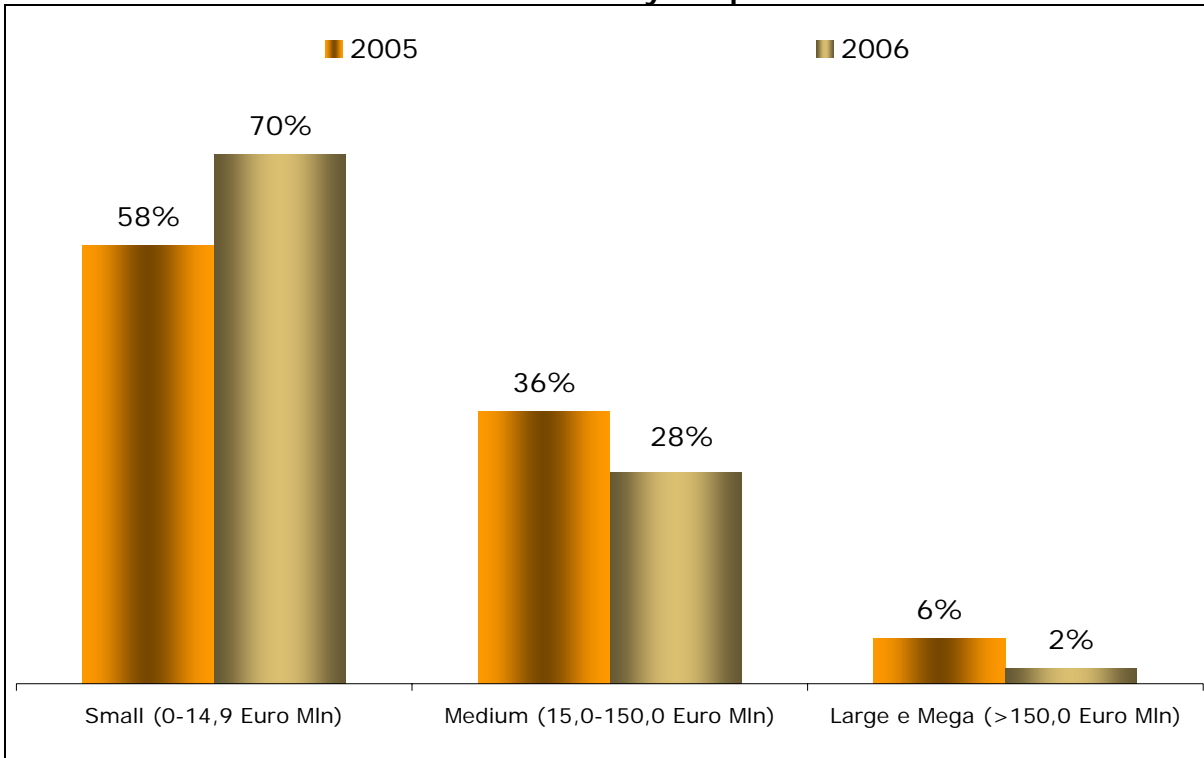
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 21 – Focus buy out: trend storico



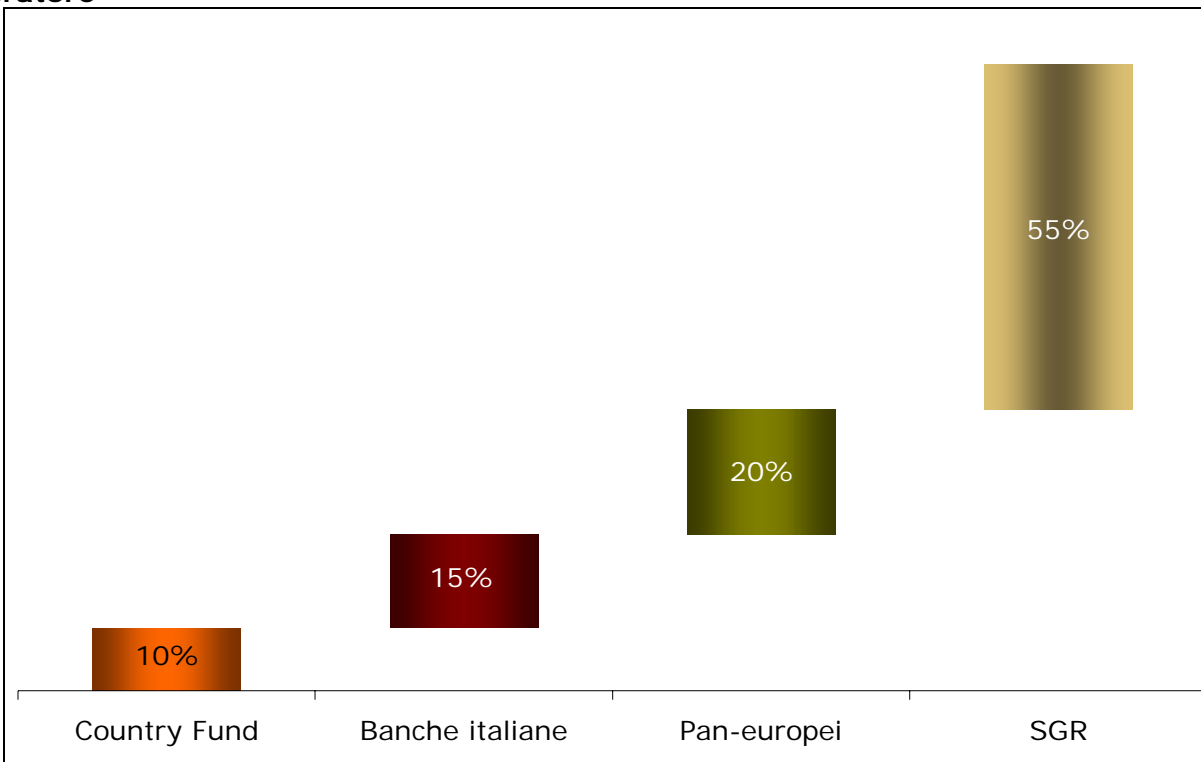
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 22 – Distribuzione % del numero di buy out per classe dimensionale



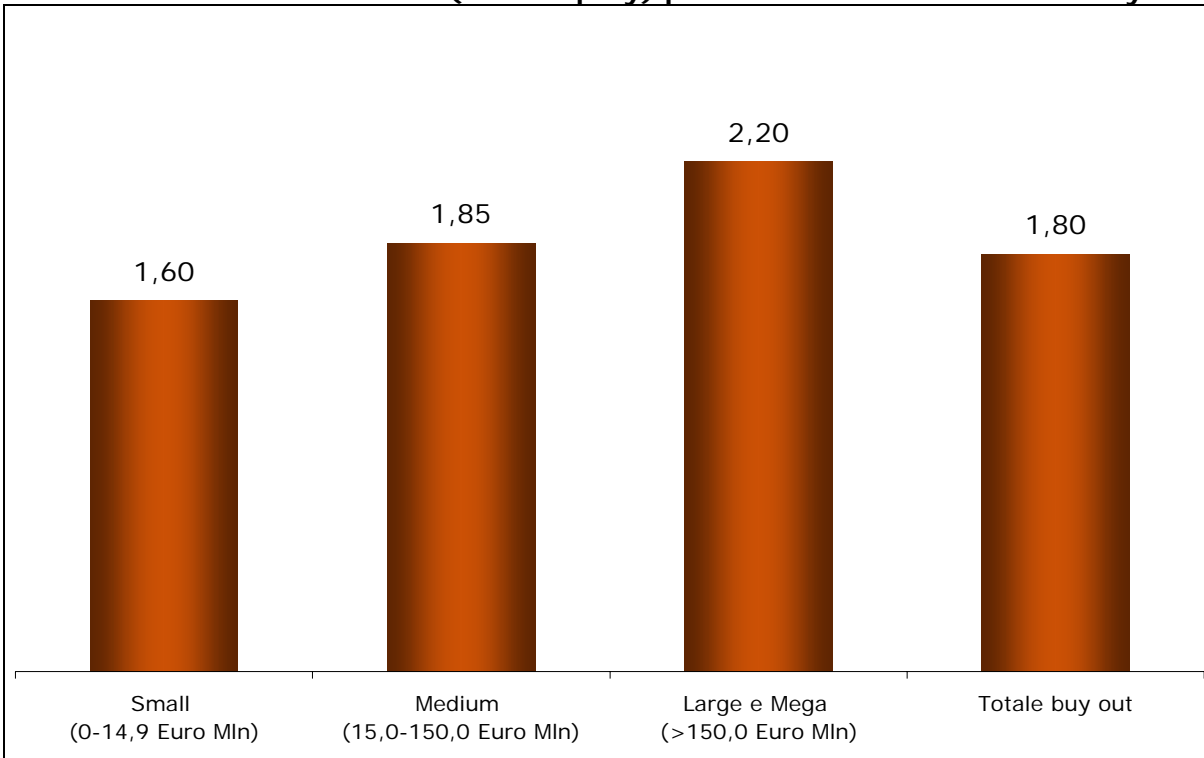
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 23 – Distribuzione % del numero di investimenti di buy out per tipologia di operatore



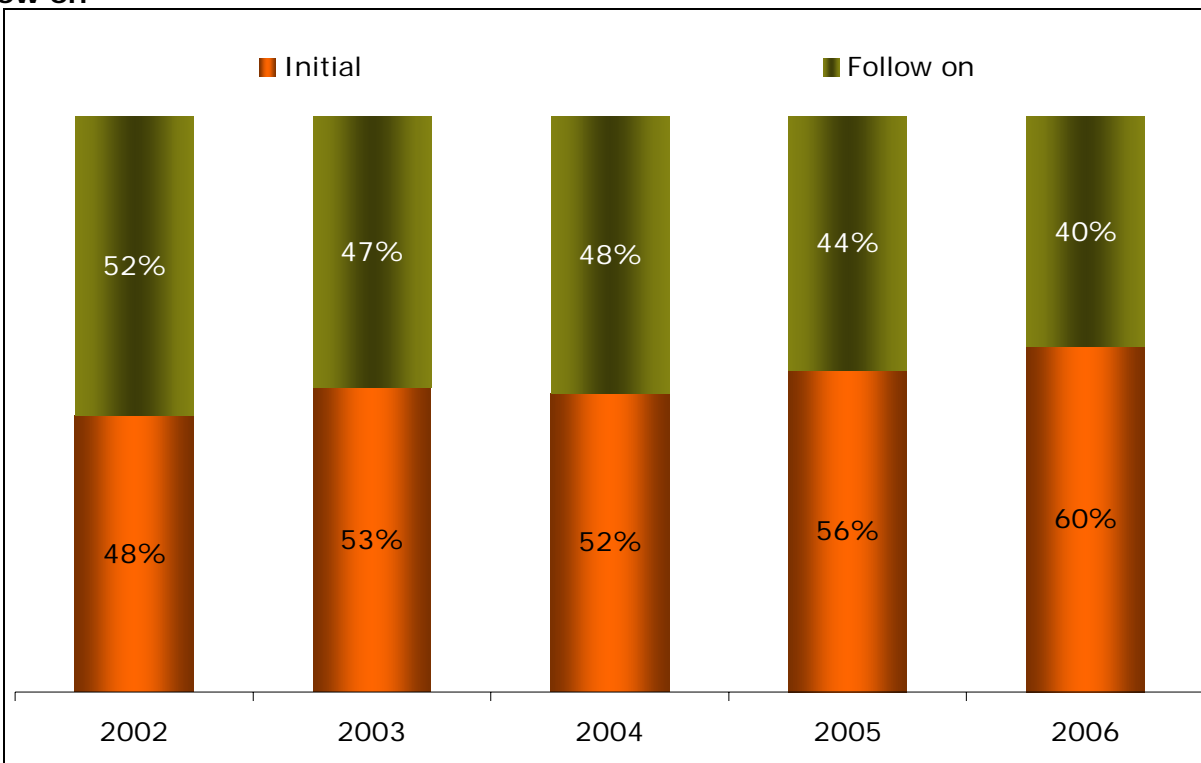
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 24 – Grado di leva medio (debt/equity) per classe dimensionale dei buy out



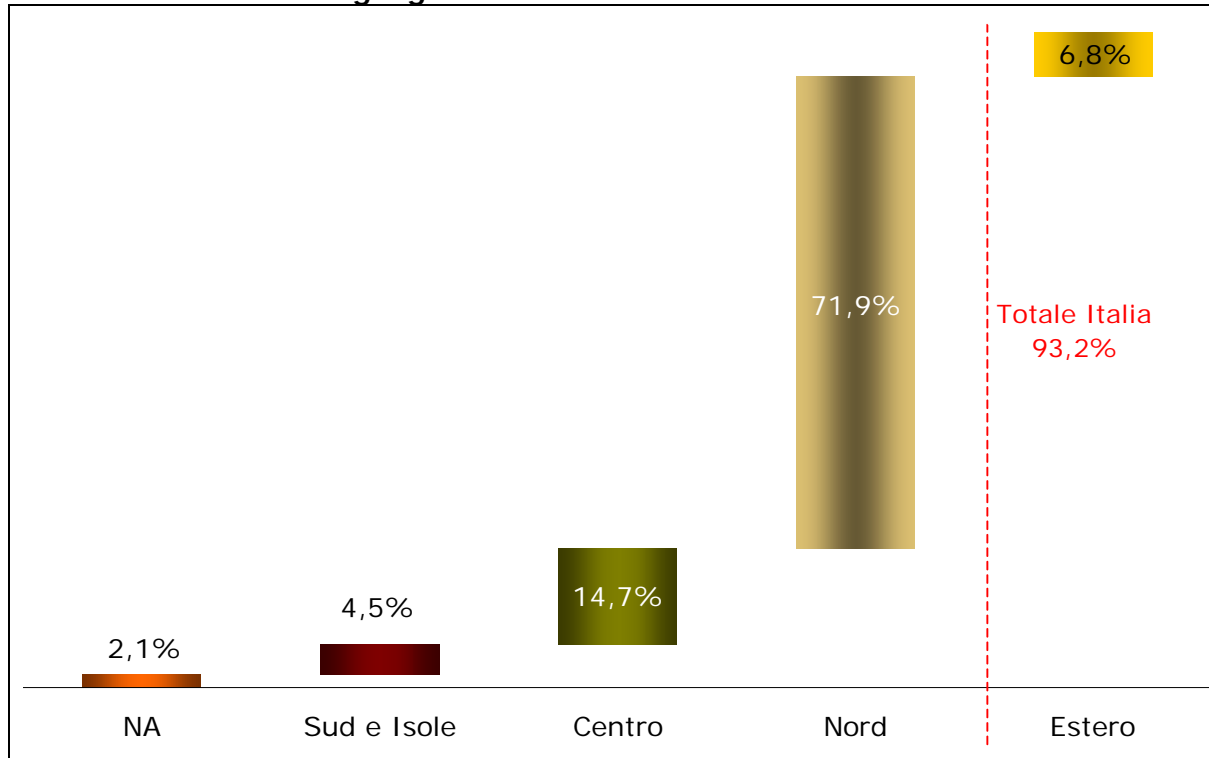
Fonte: AIFI

Grafico 25 – Evoluzione della distribuzione del numero di investimenti tra initial e follow on



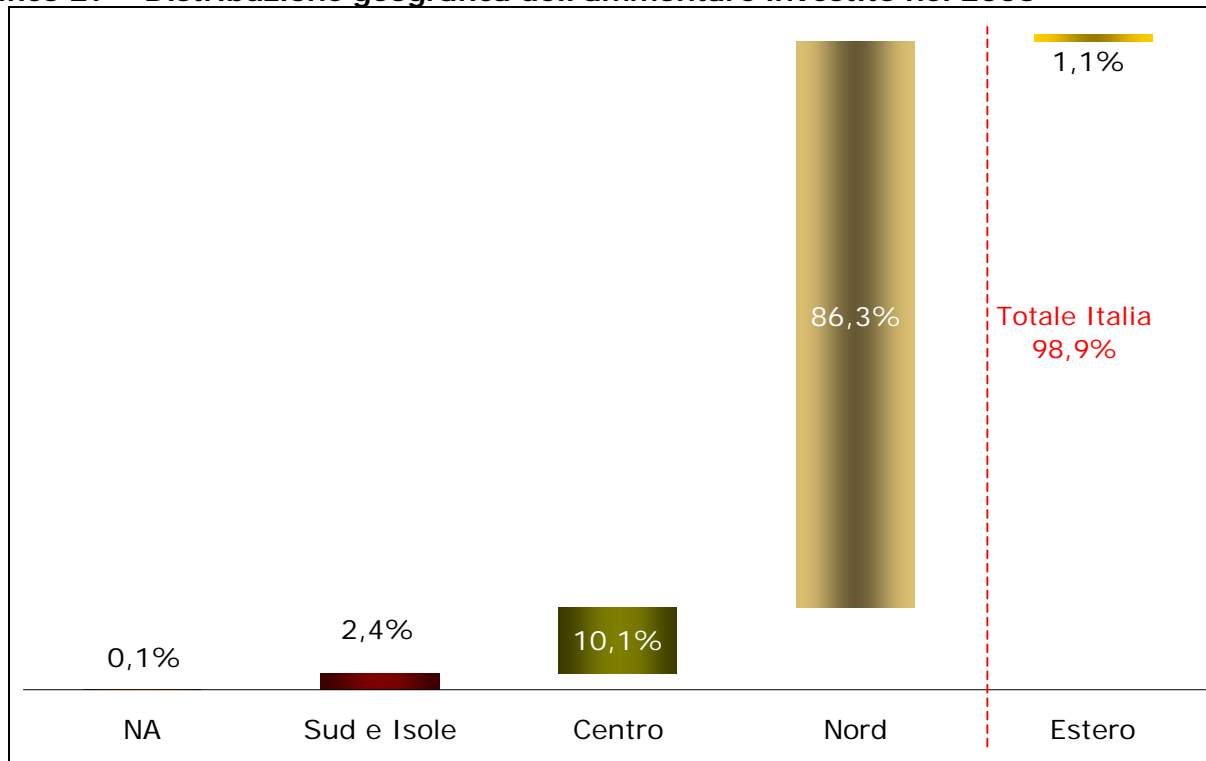
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 26 – Distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati nel 2006



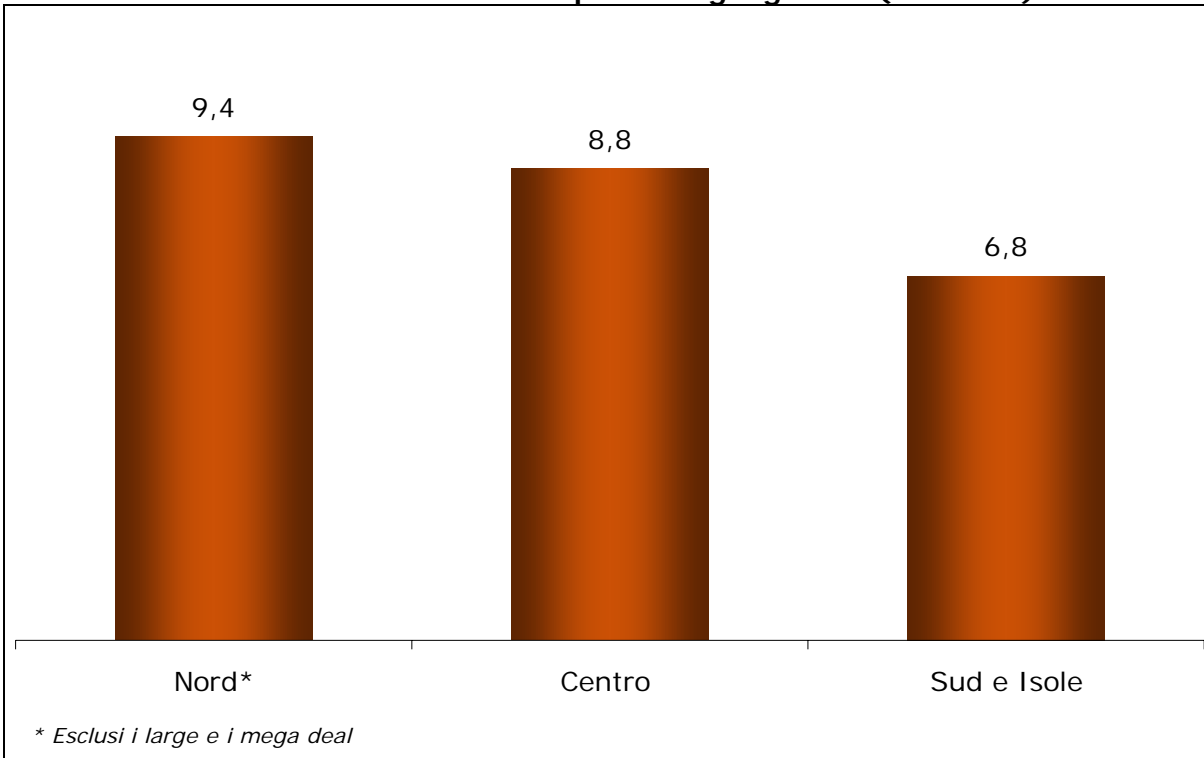
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 27 – Distribuzione geografica dell'ammontare investito nel 2006



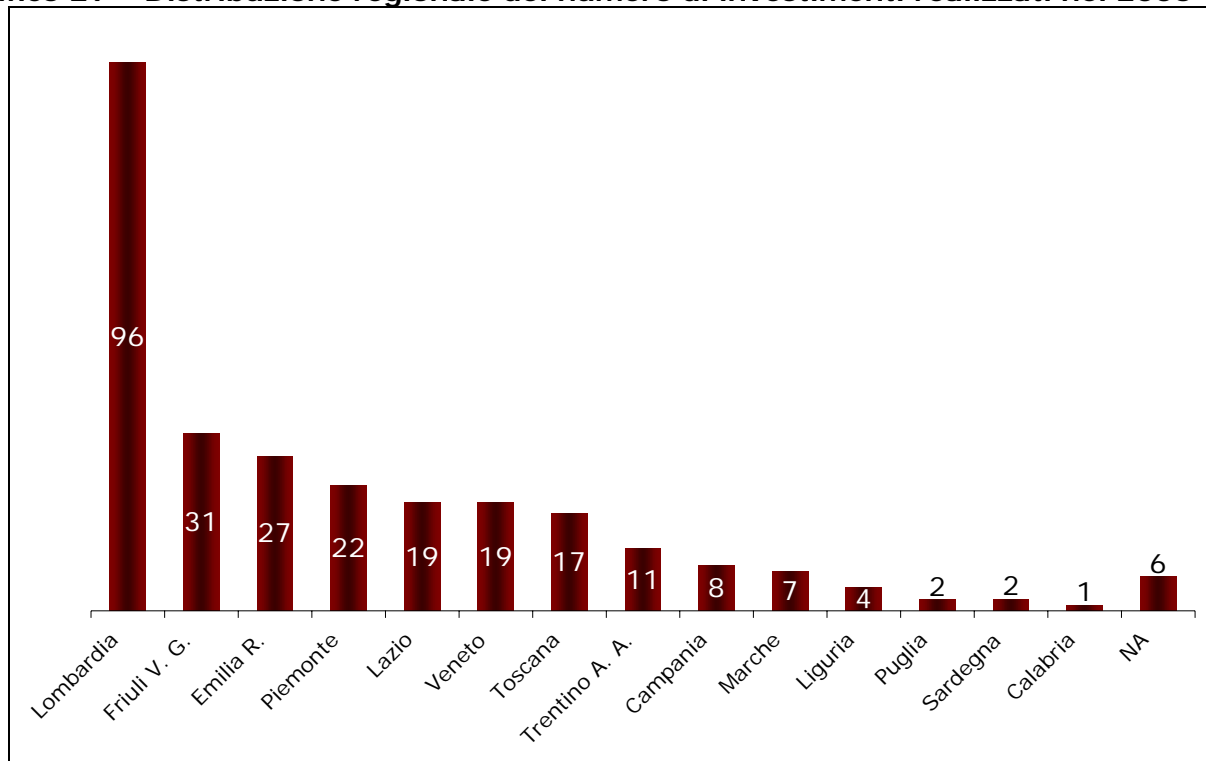
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 28 – Ammontare investito medio per area geografica (Euro Mln)



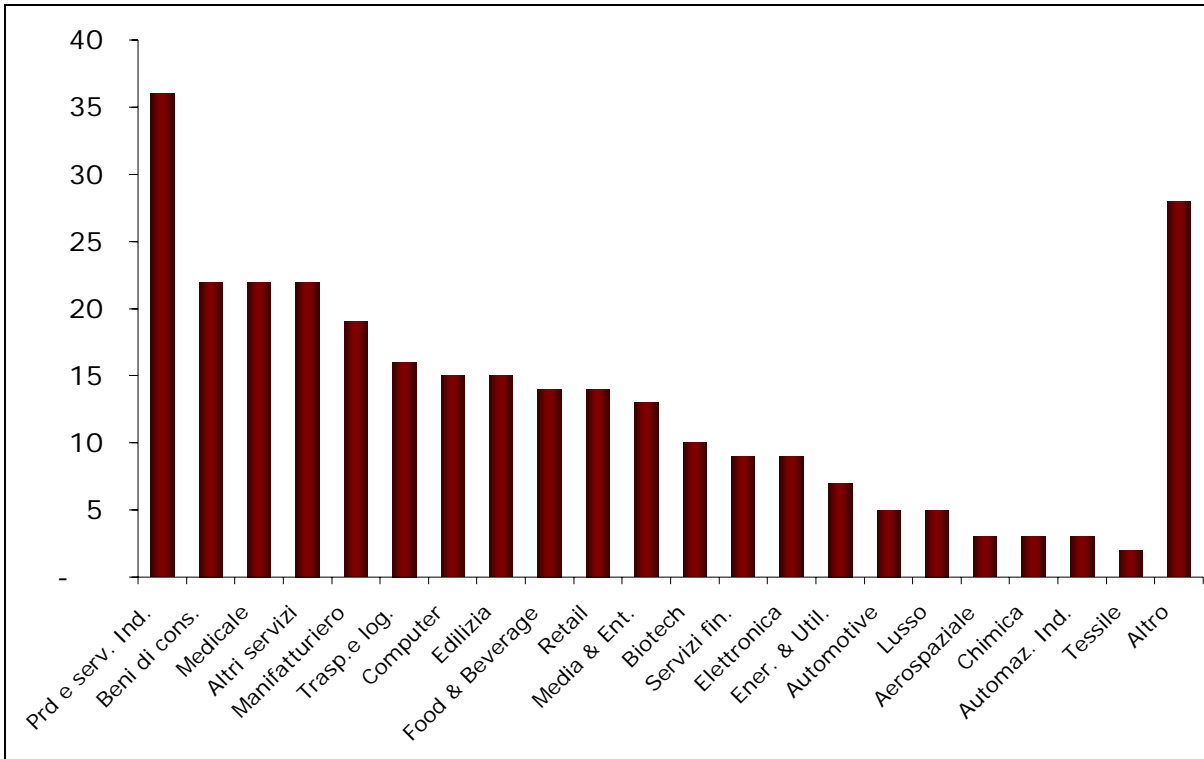
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 29 – Distribuzione regionale del numero di investimenti realizzati nel 2006



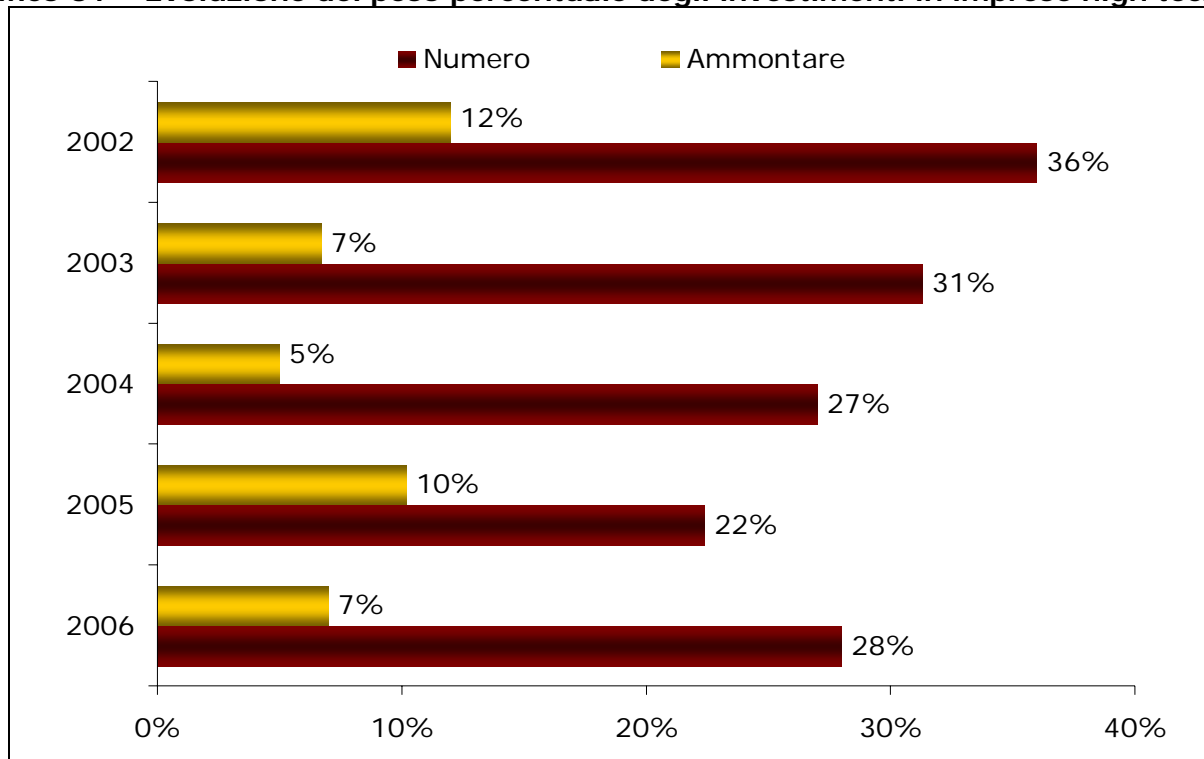
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 30 – Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2006



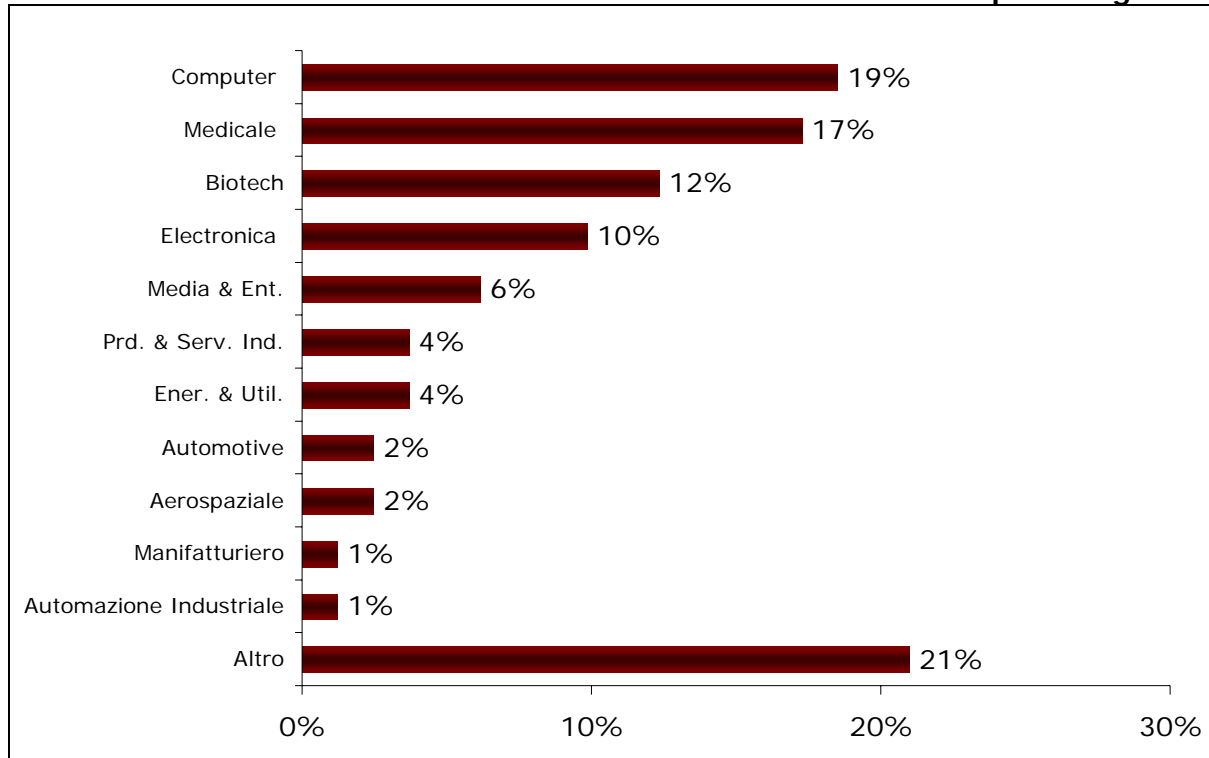
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 31 – Evoluzione del peso percentuale degli investimenti in imprese high tech



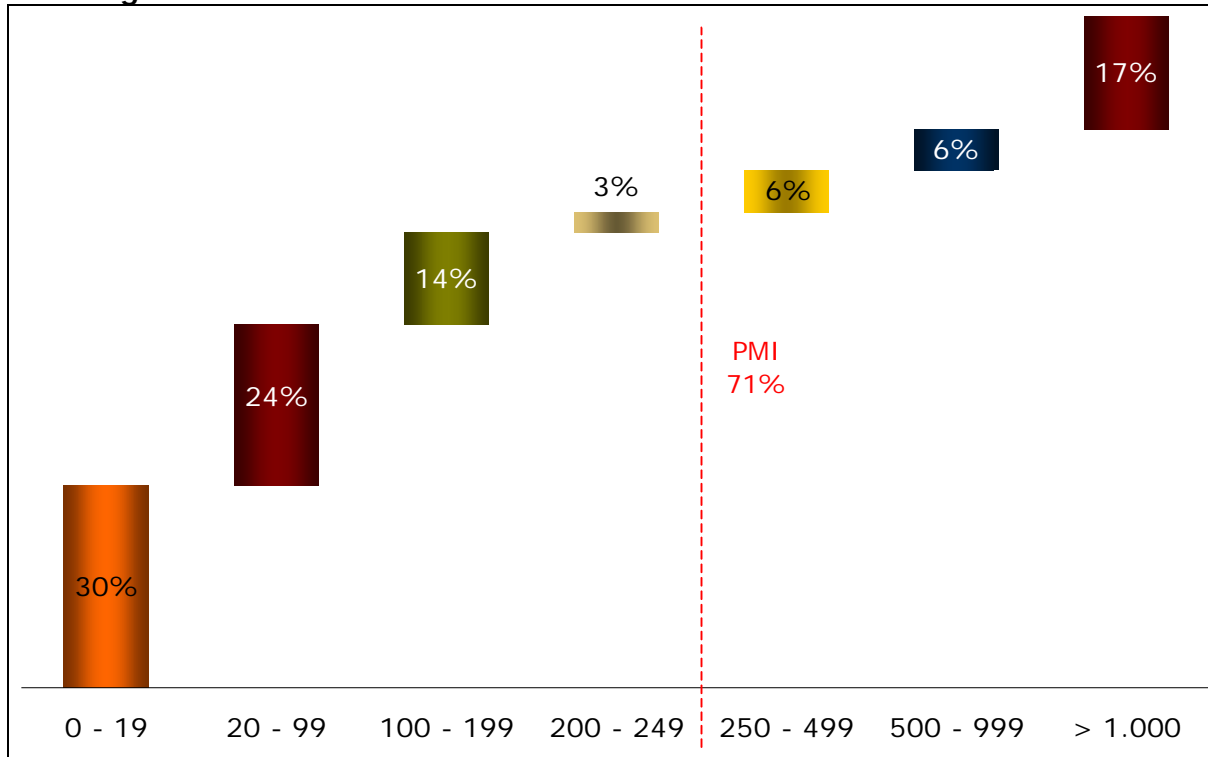
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 32 – Distribuzione settoriale del numero in investimenti in imprese high tech



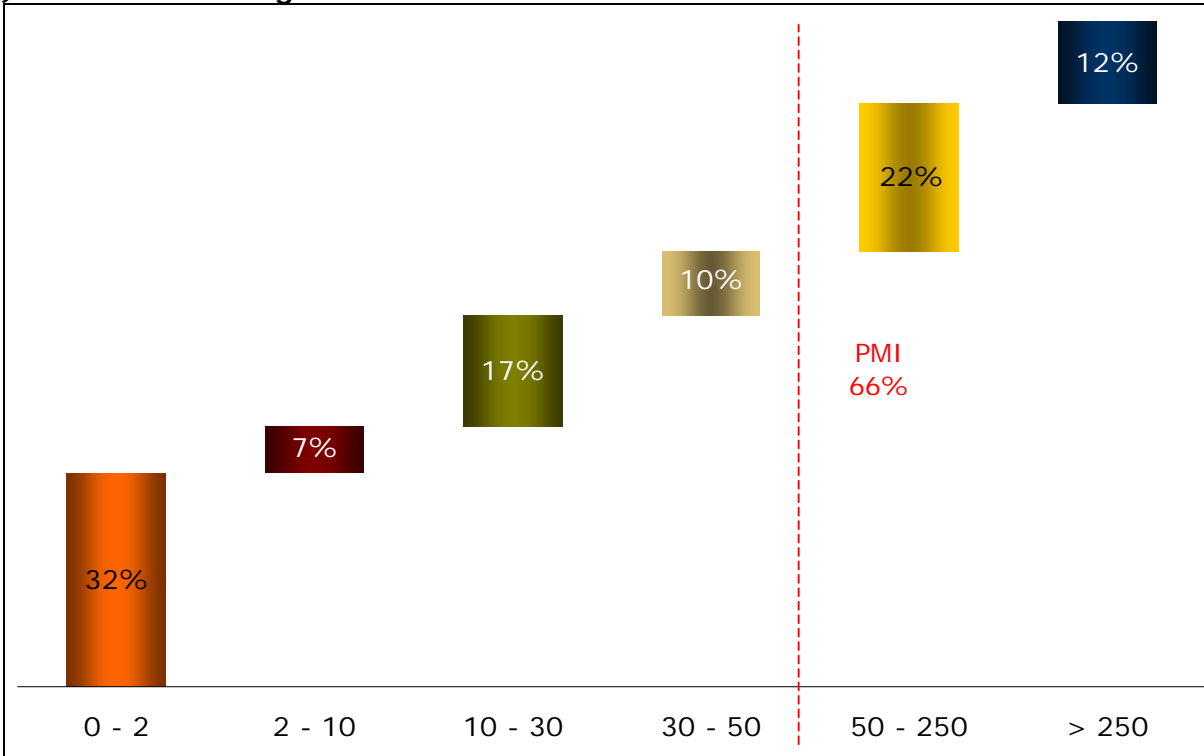
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 33 – Distribuzione % del numero di investimenti per classi di dipendenti delle aziende target



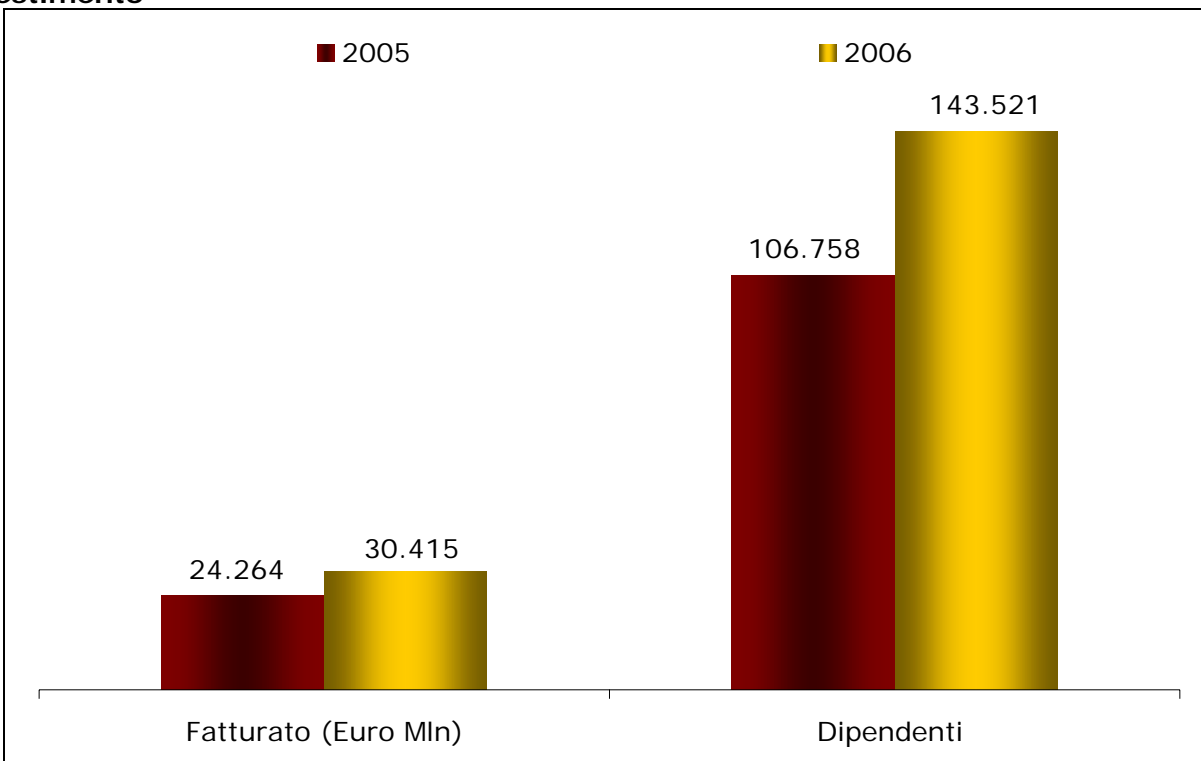
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 34 – Distribuzione % del numero di investimenti per classi di fatturato (Euro Mln) delle aziende target



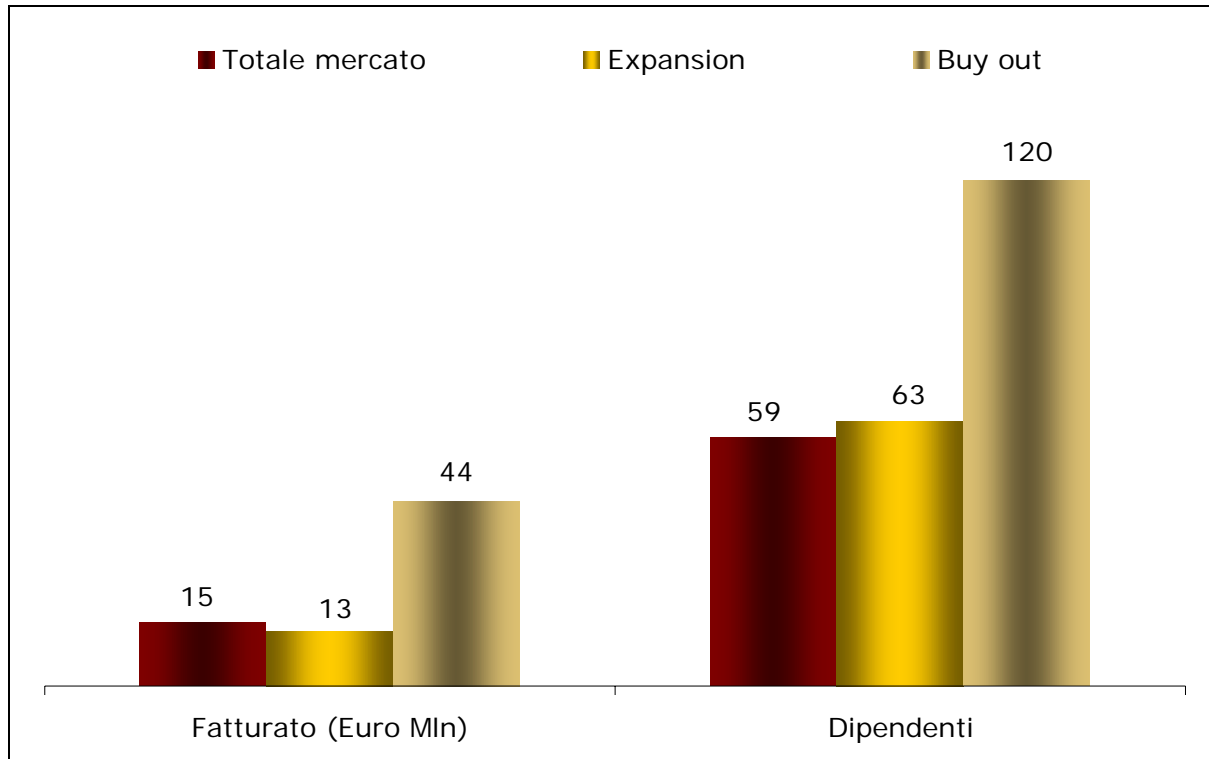
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 35 – Fatturato e numero dipendenti complessivo delle società oggetto di investimento



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 36 – Fatturato medio e numero medio di dipendenti delle società oggetto di investimento nel 2006



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

I DISINVESTIMENTI

L'ottimo stato di salute del mercato italiano del capitale di rischio è confermato anche dall'evoluzione registrata dall'attività di disinvestimento. L'ammontare disinvestito nel corso del 2006, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni, ha raggiunto la quota record di 1.763 milioni di Euro, distribuiti su 181 dismissioni che hanno interessato 151 società (Grafico 37). Rispetto al 2005, le risorse e il numero di disinvestimenti hanno registrato un incremento rispettivamente pari al 95% e al 21%.

Per quel che riguarda le modalità di cessione delle partecipazioni, con un'incidenza del 38% sul totale del numero di operazioni, la cessione a partner industriali continua a rappresentare il principale canale di disinvestimento anche per il 2006, seguita dalla vendita ad investitori finanziari che, rispetto al 2005, vede incrementare la propria quota (22%). Da segnalare, inoltre, la crescita dell'utilizzo del canale borsistico che, con un incremento del 35% rispetto al numero di IPO e vendite successive alla prima quotazione rilevato nel 2005, raggiunge un'incidenza percentuale del 13% (Grafico 38). Nel dettaglio, sono state 16 le società cedute dagli investitori istituzionali attraverso il canale borsistico nel 2006, comprensive sia di matricole, che di aziende quotate in periodi precedenti. In ultimo, si sottolinea positivamente anche la ridotta incidenza delle svalutazioni, totali o parziali, delle partecipazioni in portafoglio (write off) che, nonostante l'incremento rispetto al 2005 (anno in cui il numero di write off aveva subito un'eccezionale contrazione), continuano ad essere notevolmente inferiori in valore assoluto se confrontati con il 2004.

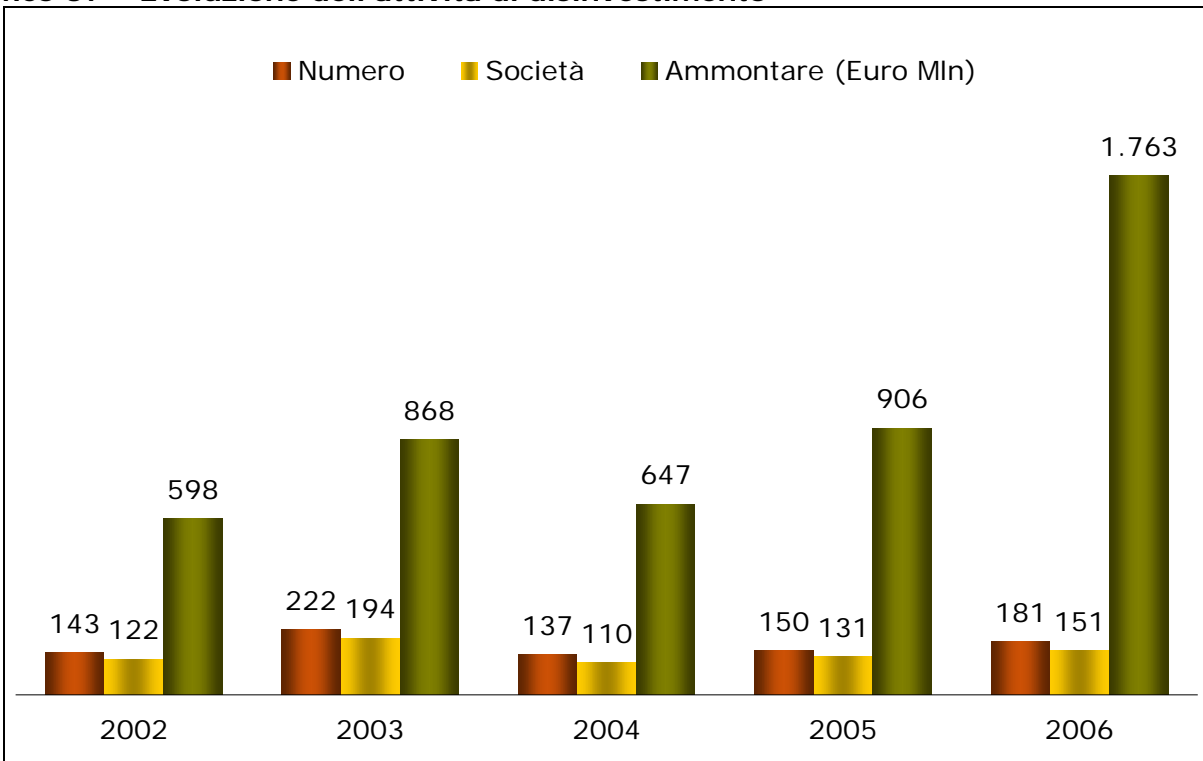
Dall'analisi delle modalità di cessione in termini di ammontare (Grafico 39), anche per il 2006 continua la crescita della vendita ad altri investitori finanziari (+214% rispetto al 2005). Si tratta di un fenomeno strettamente connesso alla sempre maggiore diffusione delle operazioni di

secondary buy out che, nella maggior parte dei casi, sono riconducibili ad investimenti in imprese di grandi dimensioni.

Con specifico riferimento alla tipologia di investitori, gli operatori di emanazione regionale/pubblica sono risultati essere i più attivi sul fronte delle dismissioni nel corso del 2006 (Grafico 40). Con una quota del 29% sul totale del numero di disinvestimenti, infatti, precedono le società di gestione di fondi mobiliari chiusi di diritto italiano (28%) e le banche (22%). Più nel dettaglio, analizzando l'attività per singolo canale di disinvestimento, le banche rappresentano la tipologia di investitori che ha realizzato il maggior numero di operazioni attraverso il canale borsistico (Grafico 41). La stessa analisi, condotta in termini di risorse disinvestite, evidenzia, invece, l'elevata incidenza delle cessioni realizzate dagli operatori pan-europei sia a favore di altri investitori finanziari, che per mezzo del canale borsistico (Grafico 42).

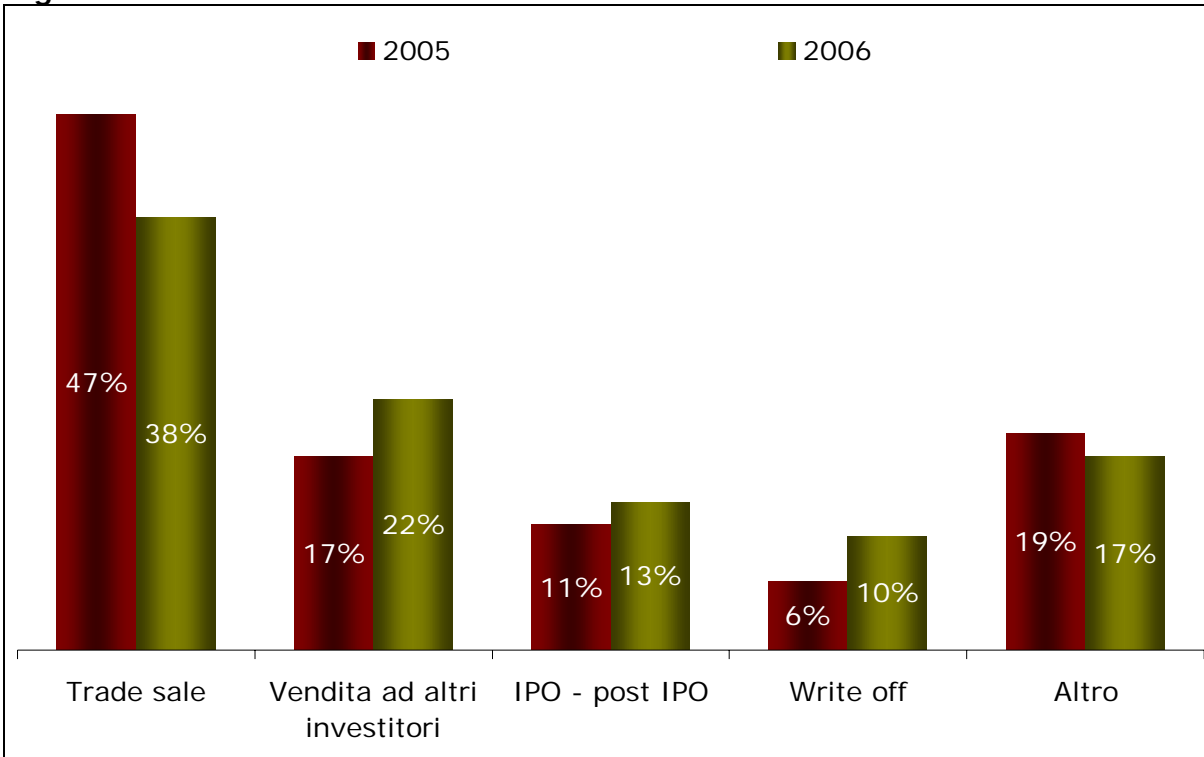
In ultimo, incrociando il numero di disinvestimenti del 2006 con la tipologia di investimento originario (Grafico 43), emerge come il maggior numero di dismissioni sia riconducibile ad originarie operazioni di expansion (84 su 181), seguite dai buy out (50), dagli early stage (31) e dai replacement (16).

Grafico 37 – Evoluzione dell'attività di disinvestimento



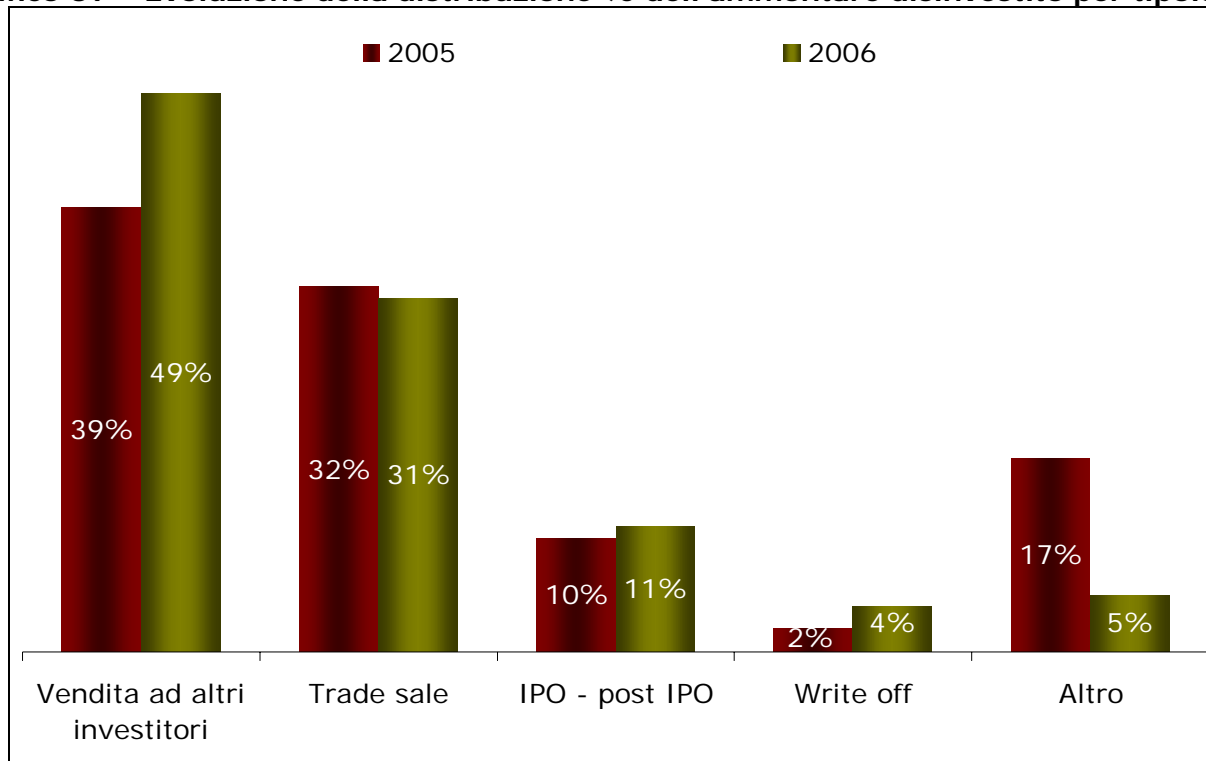
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 38 – Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia



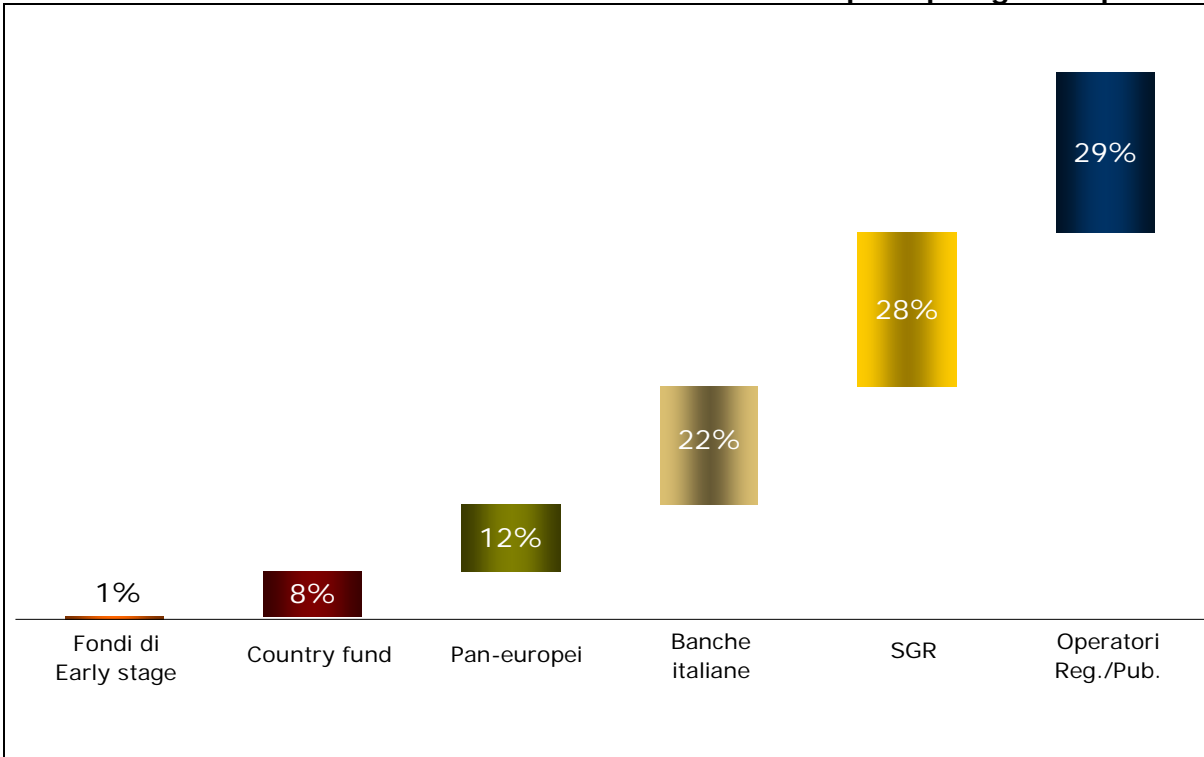
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 39 – Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia



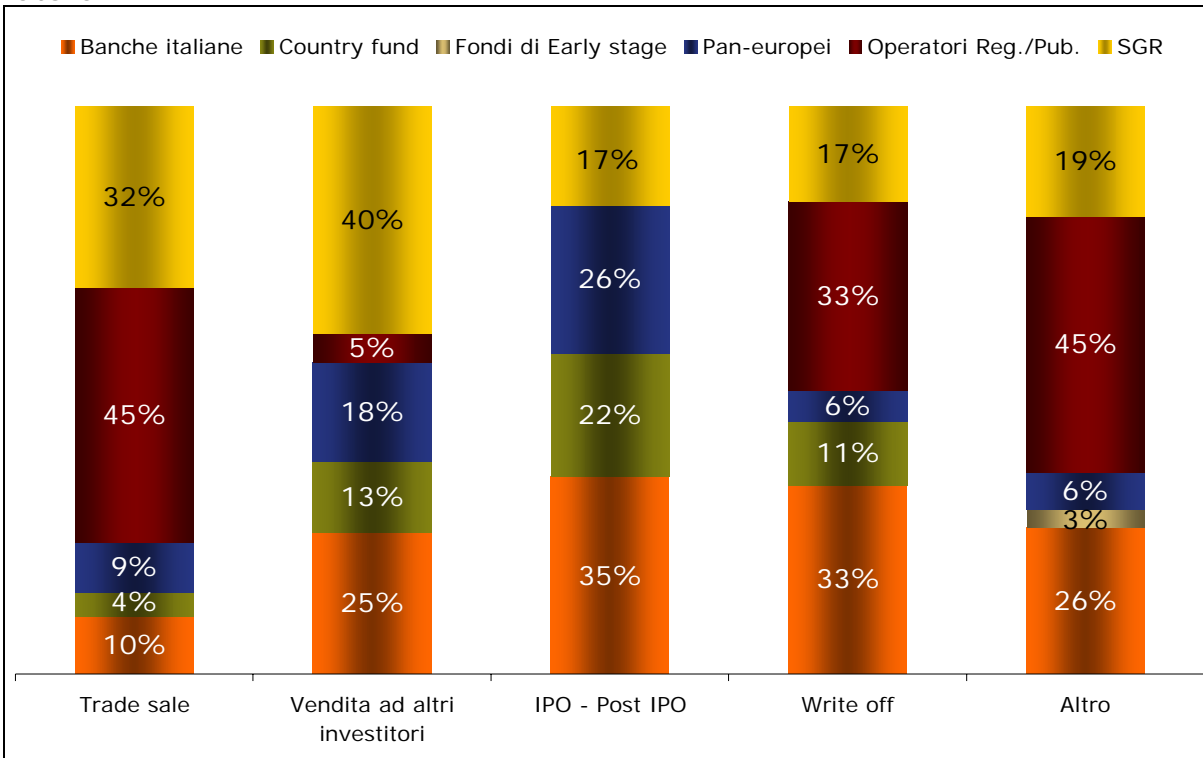
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 40 – Distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia di operatore



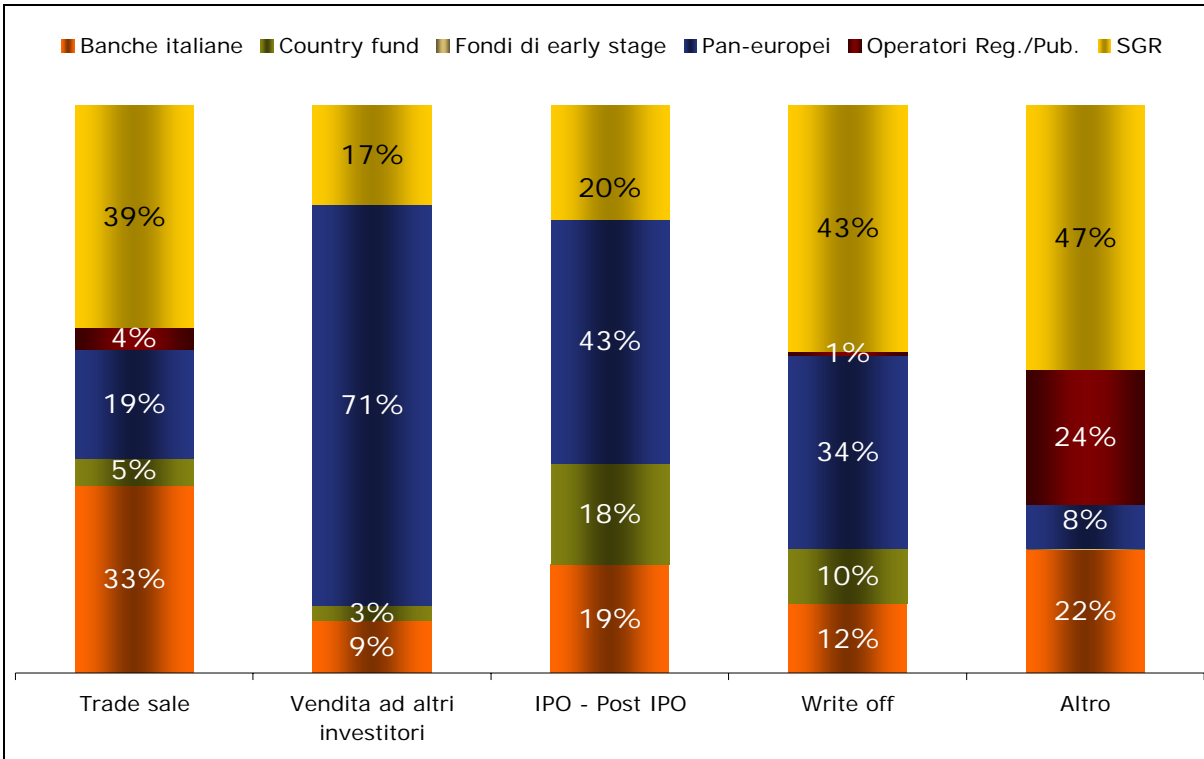
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 41 – Distribuzione % del numero di disinvestimenti per canale e tipologia di operatore



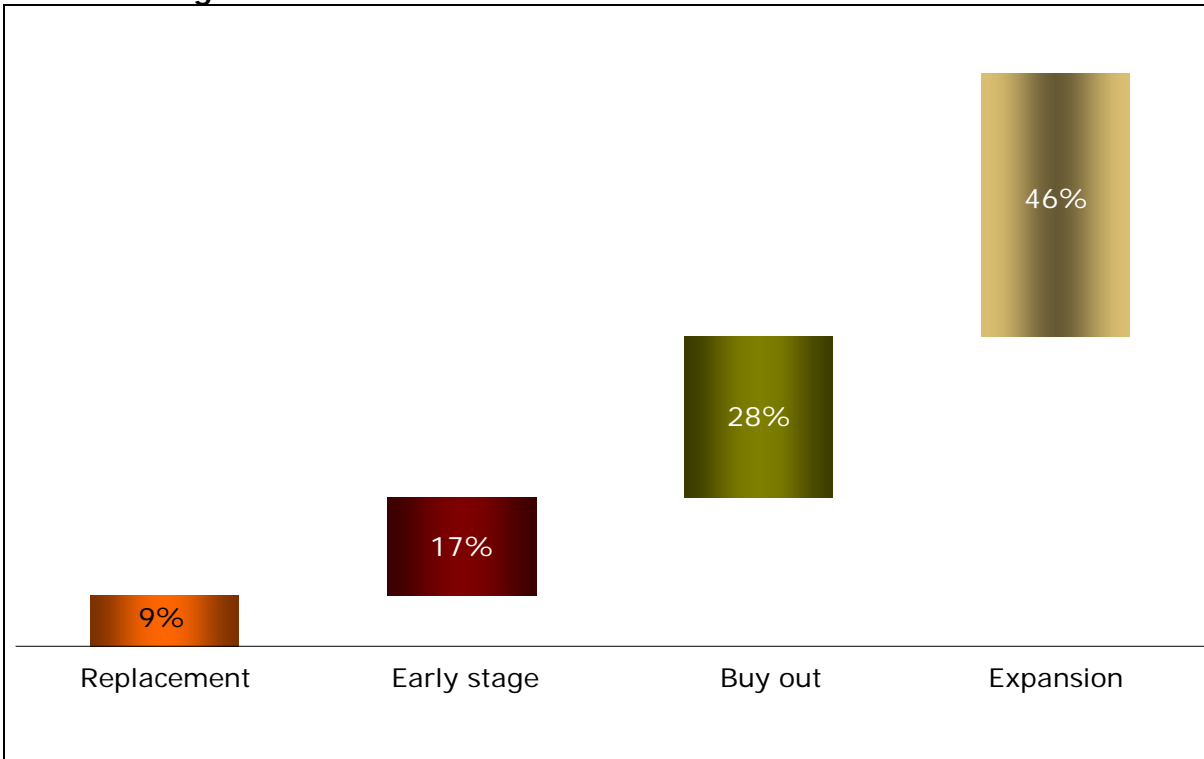
Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 42 – Distribuzione % dell’ammontare disinvestito per canale e tipologia di operatore



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

Grafico 43 – Distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia di investimento originario



Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers

GLOSSARIO

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, che dal 1986 riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i propri associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate. Per potere avere informazioni più precise sugli operatori associati ad AIFI si può consultare il sito web dell'Associazione all'indirizzo www.aifi.it.

Capital gain

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale per un investitore nel capitale di rischio.

Deal

Investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Disinvestimento

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore al termine di un'operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno dell'azienda partecipata.

Early Stage

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

Equity

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari o quote. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito ai soci tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

EVCA

European Private Equity and Venture Capital Association, è l'Associazione che riunisce tutti gli operatori di Private Equity e Venture Capital presenti sul mercato a livello europeo.

Exit

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

Expansion

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

Follow on

Successivo investimento nel capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso investitore nel capitale di rischio.

Investitore captive

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

Investitore indipendente

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

Buy out

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

Replacement

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

Seed

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

Start up

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

Trade sale

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica.

Write off

Abbattimento totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento.