

INDICE

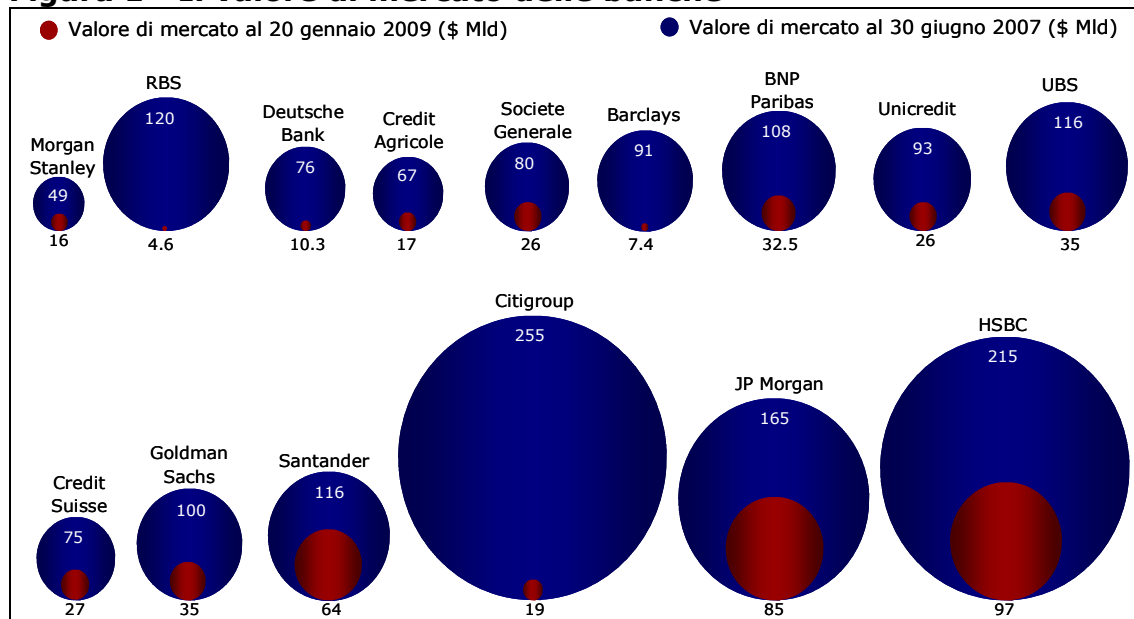
1.	Il 2008 come spartiacque per l'economia mondiale	3
2.	Gli effetti sul mercato del private equity e venture capital a livello internazionale	7
3.	Il nuovo private equity: i cambiamenti portati dalla crisi	12
	3.1. Gli investimenti	12
	3.2. La raccolta	18
4.	Il rapporto tra il private equity e il contesto esterno	21
	4.1. Il dibattito in corso a livello europeo sull'attività degli operatori di private equity e venture capital	21
	4.2. La posizione politica delle Associazioni europee del private equity	21
	4.3. Le caratteristiche del contesto italiano e le opportunità	23
5.	Considerazioni conclusive	25

1. Il 2008 come spartiacque per l'economia mondiale

A livello globale il 2008 si è caratterizzato per una profonda crisi, iniziata negli Stati Uniti a seguito delle difficoltà legate ai mutui e ai prodotti strutturati, e rapidamente propagatasi su tutti i mercati mondiali, coinvolgendo la maggior parte delle investment bank, molte compagnie di assicurazione, gli hedge fund e gli intermediari finanziari in senso lato.

Gli effetti di tale crisi si sono manifestati attraverso diversi canali, tra cui vanno sottolineate, in particolare, le ingenti perdite subite da molte banche, che hanno spesso richiesto interventi di salvataggio pubblico e hanno comunque subito un drastico ridimensionamento dei loro valori patrimoniali e borsistici. La brusca discesa dei valori di mercato non si è ancora arrestata e nella maggior parte dei casi i dati di inizio 2009 mostrano valori più che dimezzati rispetto a quelli precedenti la crisi (Figura 1).

Figura 1 - Il valore di mercato delle banche

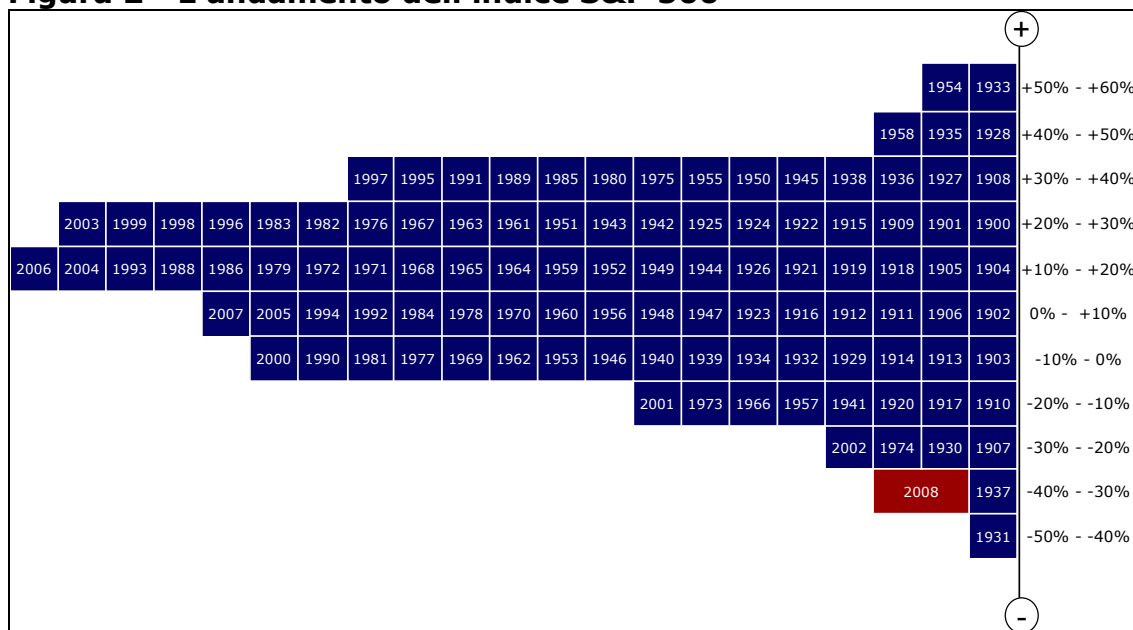


Fonte: Bloomberg

Contemporaneamente si è osservato un crollo degli indici borsistici di tutto il mondo, al punto che l'indice S&P 500 ha registrato, nel corso del 2008, una contrazione pari quasi al 40%, un record negativo che era stato superato soltanto nel pieno della Grande Depressione (Figura 2). Dopo questa fase, infatti, nei periodi di recessione gli indici di Borsa non hanno mai registrato, in media, perdite superiori al 30%, nemmeno in occasione della riduzione

della "bolla" di Internet, che ha messo in difficoltà i mercati nel periodo 2000-2002. Anche con il crollo del 2002, infatti, le perdite annuali non hanno superato il 25%. Dopo una serie di andamenti positivi, invece, la crisi del 2008 ha dimostrato di essere la più profonda dagli anni Trenta, non soltanto per il mercato statunitense, ma per tutte le principali economie mondiali.

Figura 2 - L'andamento dell'indice S&P 500



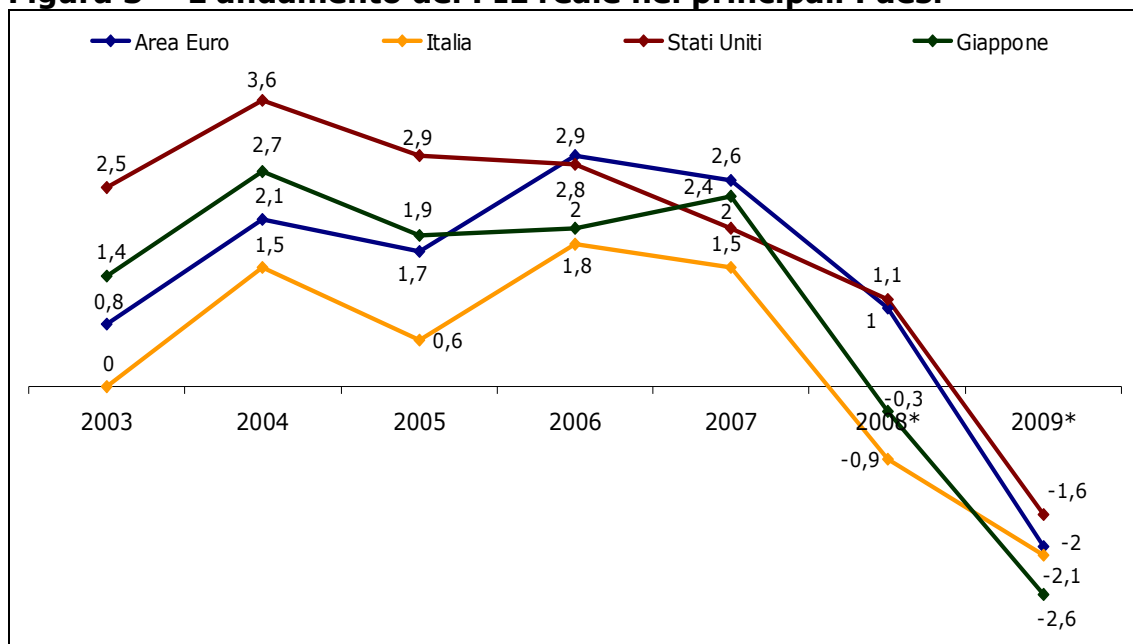
Fonte: Value Square Asset Management, Yale University

Anche gli indici riferiti all'economia reale hanno subito una significativa contrazione, tale che i Governi di tutto il mondo sono oggi impegnati nella ricerca di interventi di sostegno. In particolare, secondo il Fondo Monetario Internazionale, la crescita economica dell'Area Euro dovrebbe attestarsi intorno all'1% nel 2008, un livello più che dimezzato rispetto all'anno precedente, e rallentare ancora di più nel 2009, toccando il -2% (Figura 3). Tra le principali determinanti di questa stima si osserva il rallentamento degli investimenti, che hanno rappresentato uno dei motori fondamentali della precedente fase ascendente e che oggi risentono dell'impatto di una serie di fattori, quali l'indebolirsi della domanda, un netto calo della fiducia degli investitori, condizioni di finanziamento più restrittive e una contrazione generale della disponibilità di credito. Anche a livello globale si assiste ad un forte rallentamento dell'economia, non solo nei Paesi avanzati, che si stima

saranno i più colpiti dalla crisi, ma anche nelle economie emergenti, dopo anni di forte espansione.

La crisi indubbiamente si sta facendo sentire anche in Italia, dove le prime stime dell'ISTAT sull'andamento del PIL nel 2008 mostrano una diminuzione dello 0,9% rispetto all'anno precedente, mentre le previsioni per il 2009 sono ancora più negative. L'indice della produzione industriale ha avuto un andamento negativo soprattutto nell'ultima parte dell'anno e nella media del 2008 ha segnato un calo del 4,3%.

Figura 3 - L'andamento del PIL reale nei principali Paesi



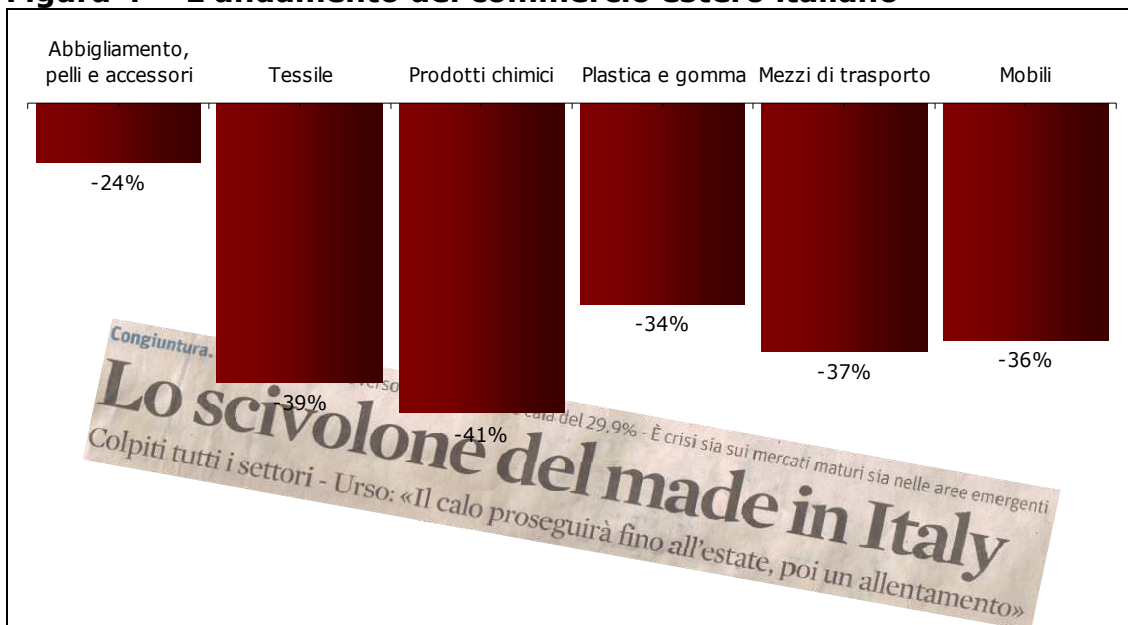
* Previsioni

Fonte: Eurostat, ISTAT, IMF

In questo contesto appaiono evidenti le difficoltà delle imprese a mantenersi competitive sul fronte internazionale. A tale proposito, i dati relativi all'Italia mostrano per il mese di gennaio 2009 un crollo degli scambi con i Paesi extra UE: in particolare, le esportazioni sono diminuite del 30% rispetto allo stesso mese dello scorso anno, mentre il calo delle importazioni è stato pari al 24%. Considerando gli ultimi tre mesi rispetto ai tre precedenti, invece, il calo è stato del 12% per le esportazioni e dell'11% per le importazioni. A essere colpiti sono stati tutti i principali comparti dell'economia, tra cui spiccano, per fare soltanto alcuni esempi, settori tradizionali per il nostro Paese quali il tessile, l'automotive e l'arredamento (Figura 4). Questi dati

sulla contrazione delle esportazioni, peraltro, sono i peggiori registrati negli ultimi 15 anni.

Figura 4 - L'andamento del commercio estero italiano



Nota: Variazione % delle esportazioni di gennaio 2009 rispetto a gennaio 2008

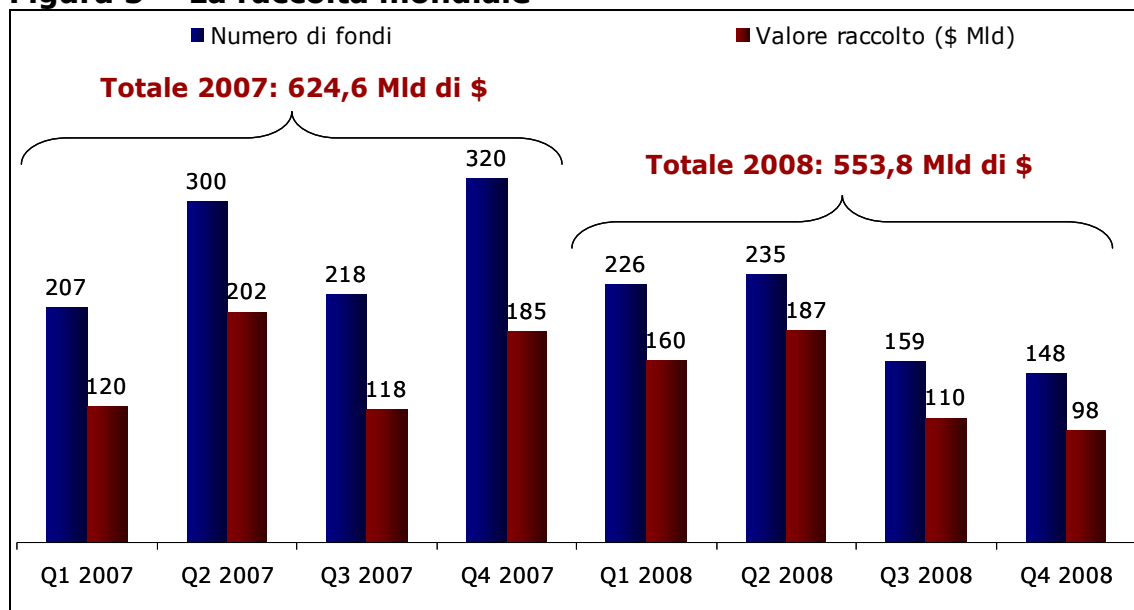
Fonte: ISTAT, Il Sole 24 Ore

2. Gli effetti sul mercato del private equity e venture capital a livello internazionale

Nonostante tali condizioni di contorno, l'ottica di lungo termine e anticiclica che caratterizza il segmento del private equity e venture capital fa in modo che nel 2008 i segnali della crisi non si siano ancora manifestati in modo così nitido.

A livello mondiale, l'attività di raccolta è diminuita rispetto al 2007, ma non in modo drammatico (Figura 5). I primi dati relativi a tale attività mostrano per il 2008 una diminuzione dell'11% dell'ammontare raccolto, con un decremento dai 625 miliardi di dollari del 2007 ai 554 del 2008, mentre il numero di fondi che hanno effettuato la raccolta è sceso del 27%. Nonostante i dati degli ultimi due trimestri confermino che la crisi ha effetti anche sul mercato del private equity, la significativa attività di raccolta della prima parte dell'anno colloca il 2008 dietro soltanto al 2007 in termini di nuove risorse affluite.

Figura 5 - La raccolta mondiale



Fonte: Preqin

Anche la dimensione dei fondi raccolti nel corso del 2008 fornisce segnali non particolarmente negativi: essa, infatti, non è dissimile rispetto a quanto osservato sul mercato negli anni precedenti la crisi (Figura 6). Ciò riguarda sia i fondi più grandi, sia, a livello complessivo, la dimensione media dei

fondi di buy out, che è aumentata rispetto al 2007, passando da 1,16 a 1,27 miliardi di dollari.

Figura 6 - I principali fondi raccolti prima e dopo crisi

VECCHIO MONDO		NUOVO MONDO	
FONDO	AMMONTARE RACCOLTO	FONDO	AMMONTARE RACCOLTO
Blackstone Capital Partners V	21,7 Mld \$	Texas Pacific Group Partners VI	19,8 Mld \$
GS Capital Partners VI	20,3 Mld \$	Apax Europe VII	11,2 Mld €
KKR Fund 2006	17,6 Mld \$	Carlyle Partners V	13,7 Mld \$
Texas Pacific Group Partners V	15,0 Mld \$	Advent Global Private Equity VI	6,6 Mld €
Permira IV	11,1 Mld €	Bain Capital Fund X	10,0 Mld \$

Nota: Vecchio Mondo considera il 2006-2007, Nuovo Mondo il 2008

Fonte: Preqin

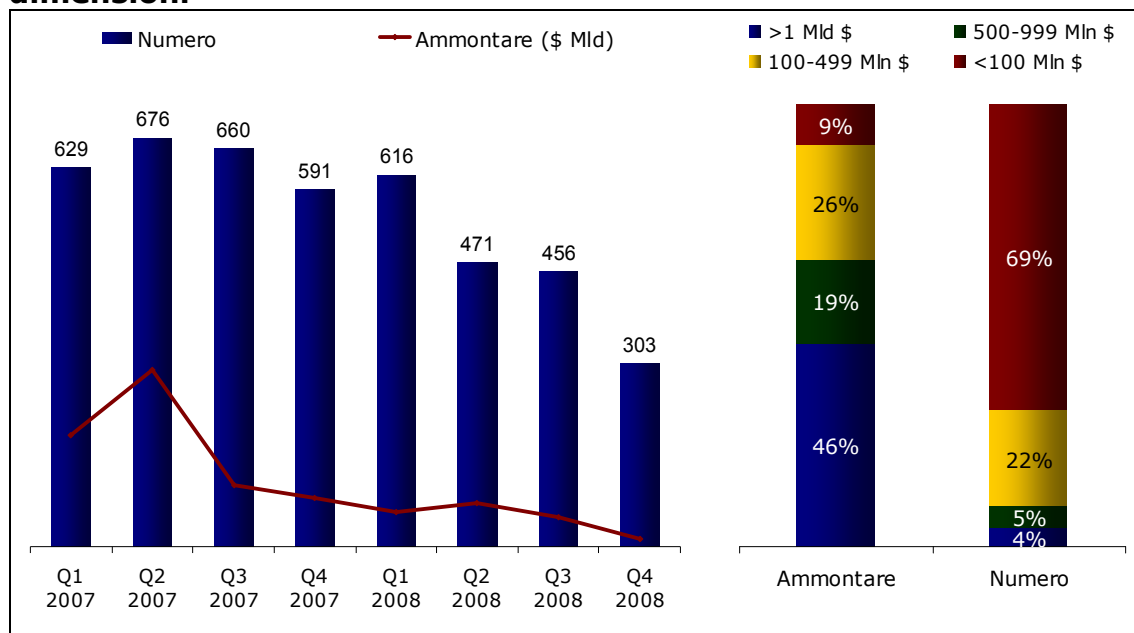
Sul fronte degli investimenti, invece, sempre a livello internazionale, i primi dati disponibili riguardano l'andamento dei buy out e testimoniano un significativo declino sia del numero di operazioni che dell'ammontare investito (Figura 7). Dopo un periodo di crescita, continuato fino al 2006, il manifestarsi della crisi ha generato un certo rallentamento dell'attività già nel 2007, ma è stato il 2008 l'anno più difficile. A fronte di un incremento di oltre il 100% del volume di investimenti tra il 2005 e il 2006, infatti, quando si è passati da 294 a 685 miliardi di dollari, nel 2007 si è osservato un calo del 4% rispetto all'anno precedente. Gli effetti del credit crunch, tuttavia, si sono mostrati soprattutto nel 2008, caratterizzato da investimenti di buy out per un ammontare complessivo di 190 miliardi di dollari, in calo del 72% rispetto al dato dell'anno precedente. Con una diminuzione del valore superiore al 50% rispetto ai primi 6 mesi del 2008, è stata soprattutto la seconda parte dell'anno a incidere su questi risultati.

Anche il numero di operazioni ha subito un rallentamento nel corso dell'anno, soprattutto nell'ultima parte, ma il declino non è stato così pronunciato come quello dell'ammontare: ciò rappresenta un indicatore del fatto che a soffrire maggiormente per l'attuale crisi sono le operazioni di

maggior dimensione, rese difficoltose dalla scarsa disponibilità di capitale di debito, che ha gradualmente ridotto la possibilità di leva.

Infatti, oltre due terzi degli investimenti di buy out realizzati nel 2008 hanno riguardato imprese dal valore inferiore ai 100 milioni di dollari, mentre le operazioni di valore superiore al miliardo sono state soltanto il 4% di quelle complessivamente realizzate e non hanno comunque superato i 10 miliardi di enterprise value.

Figura 7 - L'andamento delle operazioni di buy out e le loro dimensioni

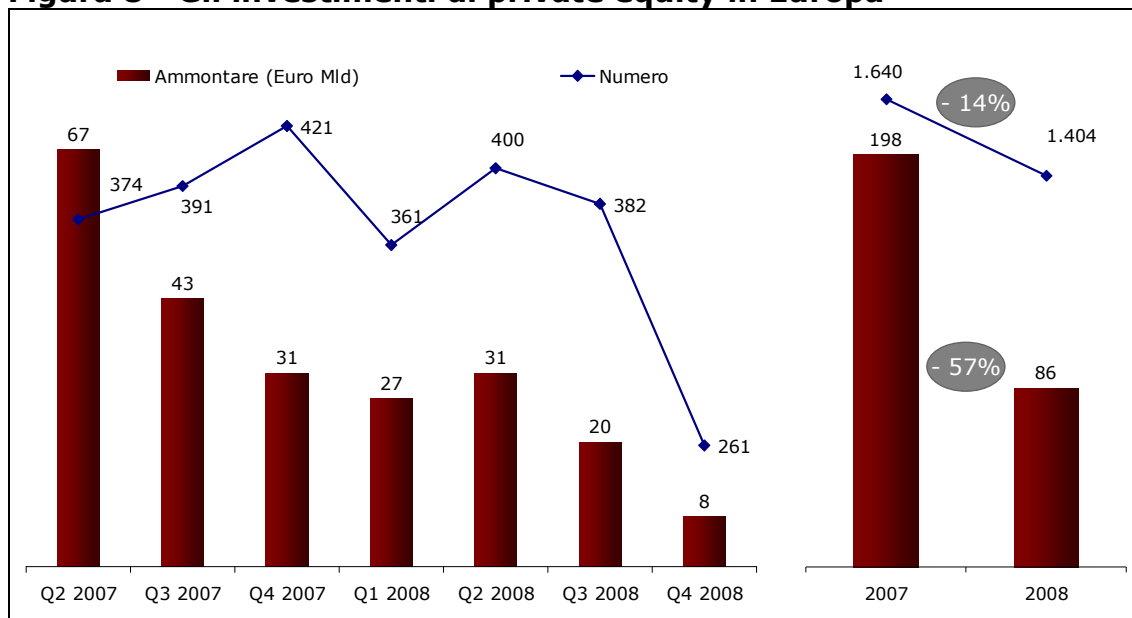


Fonte: Preqin

Anche a livello europeo, pur in assenza di dati ufficiali, le prime stime parlano di una diminuzione piuttosto significativa dell'ammontare investito, mentre il calo del numero delle operazioni è stato più modesto. A incidere maggiormente su questi risultati è stato l'ultimo trimestre, il peggiore degli ultimi dieci anni, trainato in basso dall'andamento delle operazioni di buy out (Figura 8). La crisi, dunque, ha iniziato a mostrare i suoi effetti sul mercato del private equity soprattutto a partire dagli ultimi mesi del 2008, nel pieno della bufera che ha colpito il settore bancario, con il tracollo di grandi operatori internazionali quali Lehman Brothers. Nel quarto trimestre il valore complessivo delle transazioni di private equity è calato del 60% rispetto ai tre mesi precedenti, toccando il livello più basso dal 1997. Minore, invece, è stata la diminuzione del numero di operazioni, calate di un

valore prossimo al 30%: complessivamente, rispetto al 2007, ammontare e numero di operazioni sono diminuiti rispettivamente del 57% e 14%.

Figura 8 - Gli investimenti di private equity in Europa



Fonte: Unquote, Private Equity Insight

Ancora una volta, questi dati sono significativi del fatto che le operazioni di grande dimensione sono le più colpite dalla crisi. A contribuire maggiormente ai dati di fine 2008, infatti, è stata la quasi totale assenza di grandi buy out: in particolare, nessuna operazione ha superato il valore di 2 miliardi di euro, mentre il valore dei buy out di ammontare compreso tra 150 milioni e 2 miliardi è calato di oltre il 50% rispetto al trimestre precedente.

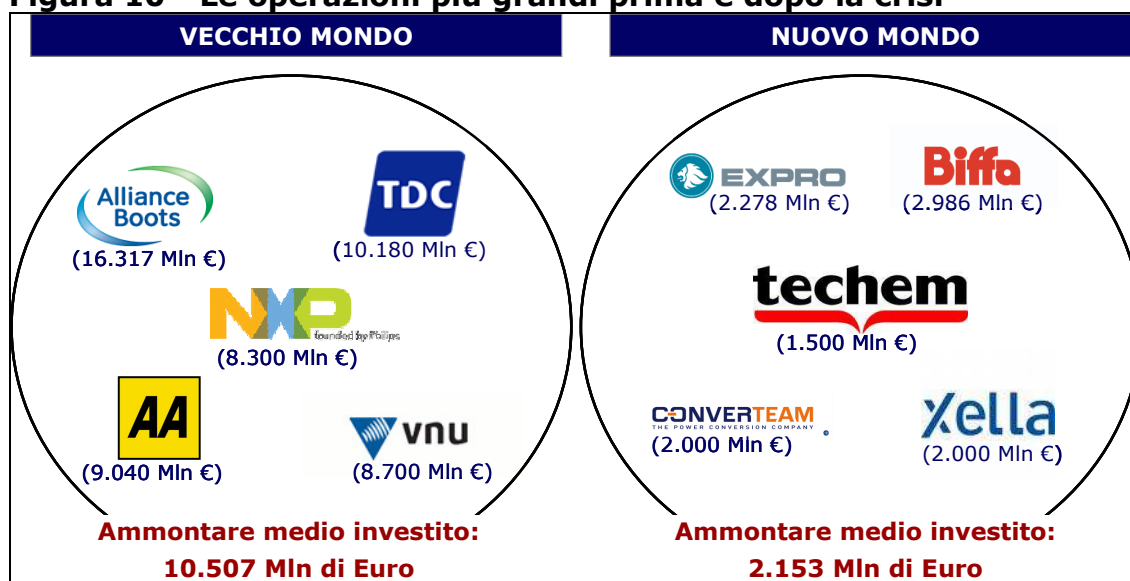
Quello che appare certo è il fatto che la crisi ha prodotto la necessità di ripensare ad alcuni degli aspetti che hanno caratterizzato il mercato negli anni passati, con particolare riferimento alla struttura delle operazioni, al "modus operandi" (Figura 9) e alla dimensione media delle acquisizioni (Figura 10).

Figura 9 - Vecchio Mondo vs. Nuovo Mondo

VECCHIO MONDO	NUOVO MONDO
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ammontare equity investito < 30% ➤ Multipli elevati = bassi rendimenti? ➤ Aumento dei finanziamenti tramite debito a basso costo ➤ Public to Private di "enormi" dimensioni ➤ Focus sugli USA e Europa ➤ Periodo di investimento: 2 anni ➤ Mercato dei venditori 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ammontare equity investito > 40% ➤ Multipli bassi = alti rendimenti? ➤ Aumento dell'utilizzo del mezzanino ➤ Investimenti in piccole e medie imprese e imprese familiari ➤ Focus sull'Europa e sui Paesi emergenti ➤ Periodo di investimento: 4 - 6 anni ➤ Mercato dei compratori

Nota: Vecchio Mondo considera il 2006-2007, Nuovo Mondo il 2008

Fonte: Partners Group

Figura 10 - Le operazioni più grandi prima e dopo la crisi

Nota: Vecchio Mondo considera il 2006-2007, Nuovo Mondo il 2008; i dati si riferiscono all'Enterprise Value

Fonte: Elaborazione su dati Unquote, Private Equity Insight

Analizzando con maggior dettaglio le caratteristiche di tali cambiamenti, è tuttavia possibile evidenziare, accanto ai principali problemi, anche alcune importanti opportunità.

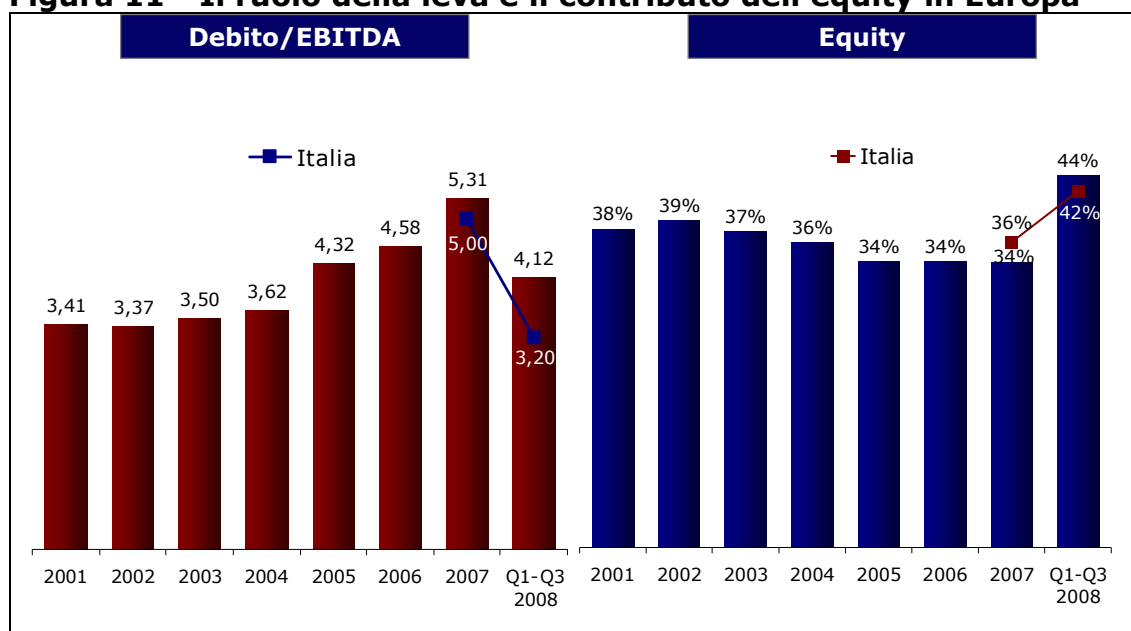
3. Il nuovo private equity: i cambiamenti portati dalla crisi

3.1. Gli investimenti

I rischi

Sul fronte degli investimenti e del rapporto tra fondi e imprese partecipate, le maggiori difficoltà oggi provengono dalla scarsa disponibilità di debito e dalle relative difficoltà di ricorso alla leva finanziaria (Figura 11). Oltre alla diminuzione della dimensione media delle operazioni, la crisi, con la ridotta disponibilità di debito e l'aumento dei tassi di interesse, ha provocato una diminuzione della possibilità di utilizzo della leva finanziaria. Tale ridimensionamento, tuttavia, si è spinto al di là di quello che potrebbe essere ritenuto un corretto aggiustamento conseguente il credit crunch. In particolare, dopo un periodo di progressivo incremento del rapporto Debito/EBITDA, si osserva nei primi tre trimestri del 2008 un calo significativo di tale indicatore, il cui valore è ora di poco superiore a 4. Contemporaneamente, il fatto di non poter più disporre di schemi di acquisizione "aggressivi" ha portato necessariamente ad un incremento dell'utilizzo dell'equity, che tende ormai ad avere lo stesso peso del debito (i dati al 30 settembre 2008 mostrano un contributo superiore al 40%).

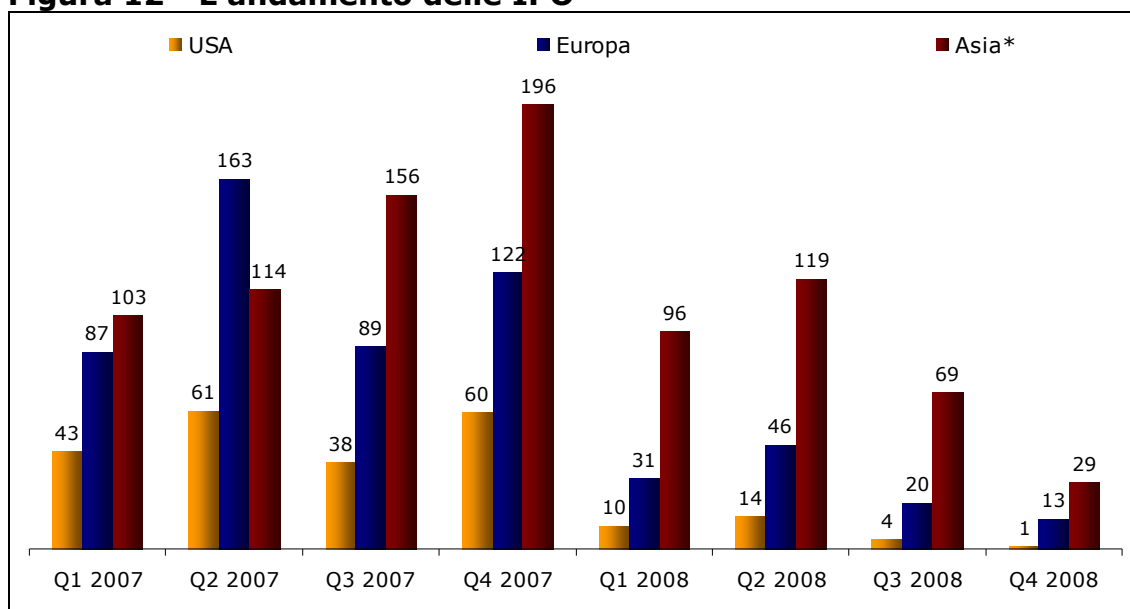
Figura 11 - Il ruolo della leva e il contributo dell'equity in Europa



Fonte: EVCA Barometer, Private Equity Monitor - PEM®

A questo elemento si aggiungono le scarse possibilità di disinvestimento e la conseguente necessità di prolungare l'holding period. Pur in assenza di dati ufficiali sull'andamento dei disinvestimenti, possono essere effettuate alcune importanti considerazioni relative alle IPO, che forniscono una testimonianza significativa dello stato di salute complessivo del segmento (Figura 12). Secondo i dati forniti da Thomson Reuters, il numero di nuove quotazioni è fortemente diminuito nel 2008 rispetto all'anno precedente e questo vale non soltanto per gli Stati Uniti, dove nel periodo settembre – dicembre si è verificata soltanto una IPO, ma anche per l'Europa e il mercato Asiatico. In particolare, nell'ultima parte dell'anno, in linea con la negativa evoluzione delle Borse, in Europa sono state realizzate soltanto 13 IPO.

Figura 12 - L'andamento delle IPO



* Escluso il Giappone

Fonte: Thomson Reuters

Complessivamente, nel 2008 sono state quotate 110 società, meno di un quarto rispetto a quanto si è verificato l'anno precedente. Un discorso simile vale anche per l'Asia, dove la diminuzione del numero di IPO rispetto a 2007 è stata del 45%, a causa soprattutto dei dati negativi dell'ultimo trimestre (-60% rispetto al periodo giugno – settembre). Questa non felice condizione che si osserva sui mercati finanziari di tutto il mondo ha causato una generale diminuzione dell'attività di disinvestimento e, come conseguenza, un incremento dell'holding period medio: se prima della crisi il

periodo di detenzione delle partecipazioni era mediamente di 3 anni, oggi si prevede un allungamento fino a 5.

Le opportunità

Parallelamente, le caratteristiche anticicliche tipiche dell'attività di private equity e venture capital la candidano a diventare una delle leve principali per la ripresa, basata sull'avvio di nuovi processi di creazione di valore.

Una ricerca condotta da Banca d'Italia e AIFI¹ ha dimostrato che gli intermediari svolgono un ruolo attivo nella gestione dell'azienda, contribuendo soprattutto in termini di consulenza finanziaria e di definizione strategica (Figura 13). Essi, inoltre, facilitano la raccolta di mezzi da altri finanziatori, consentendo di migliorare i rapporti con le banche, e aiutano le imprese nel processo di internazionalizzazione, sia attraverso acquisizioni che grazie ad accordi di collaborazione con società estere.

Figura 13 - Il coinvolgimento del private equity nell'attività dell'impresa

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

Fonte: Indagine Banca d'Italia - AIFI, 2009

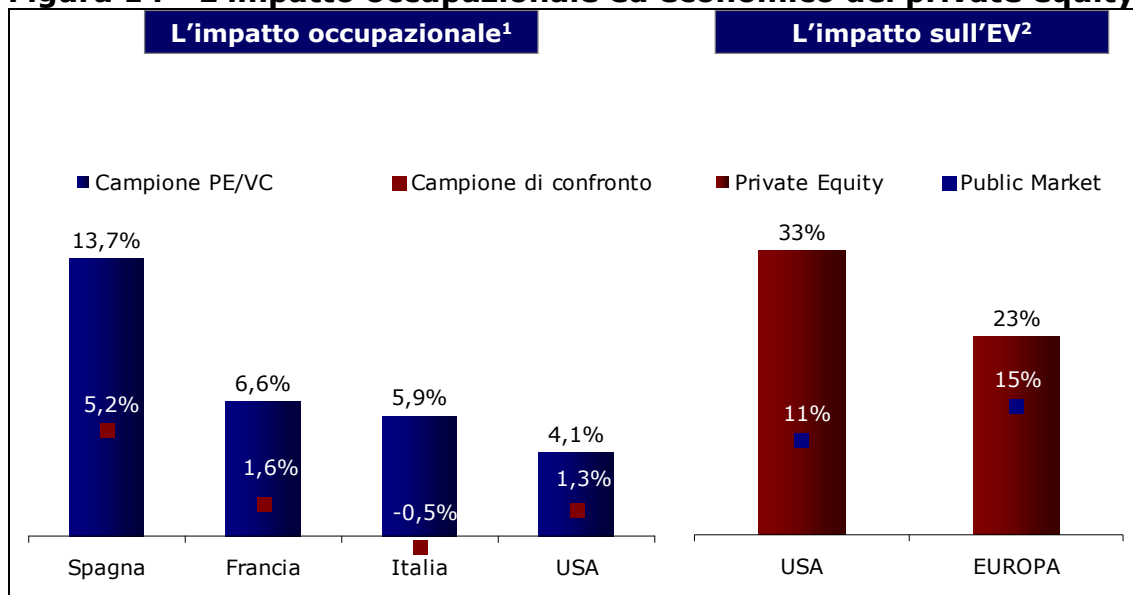
Al contrario, gli intermediari sembrano offrire un contributo limitato in termini di gestione delle risorse umane, di politiche di marketing, di miglioramento dell'accesso a fornitori e distributori e di sviluppo tecnico del prodotto. Relativamente a quest'ultimo aspetto, tuttavia, il modesto apporto dell'operatore sarebbe prevalentemente da attribuire all'approccio

¹ Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, Il private equity in Italia*, febbraio 2009.

dell'imprenditore che, avendo già acquisito esperienza nel settore, ritiene poco utile la presenza di un soggetto talvolta privo di un'approfondita conoscenza del mercato in cui l'azienda opera.

Inoltre, numerose ricerche realizzate sia negli Stati Uniti che in Europa dimostrano l'importanza del contributo fornito dal capitale di rischio per lo sviluppo e la crescita delle imprese oggetto di investimento e per l'economia nel suo complesso (Figura 14). Tali analisi focalizzano l'attenzione su indicatori quali il fatturato, la redditività operativa, l'occupazione e l'enterprise value, mostrando un confronto tra imprese target del private equity e un campione di imprese di riferimento. Quello che emerge è il fatto che le società partecipate da investitori istituzionali sono in grado di ottenere risultati migliori rispetto alle altre realtà imprenditoriali, sia in termini di performance aziendali che di sviluppo occupazionale e creazione di valore. Per fare soltanto un esempio, in Italia, considerando le imprese oggetto di operazioni di buy out, il numero di dipendenti cresce ad un tasso medio annuo del 5,9%, mentre il benchmark relativo ad imprese di medio – grande dimensione presenta una diminuzione media dello 0,5%².

Figura 14 - L'impatto occupazionale ed economico del private equity



¹ Spagna: crescita annua media dei primi 3 anni d'investimento; Francia: crescita 2005-2006; Italia: CAGR buy out 1999-2006; USA: CAGR 2003-2005

² Crescita annua relativa ai disinvestimenti del 2006

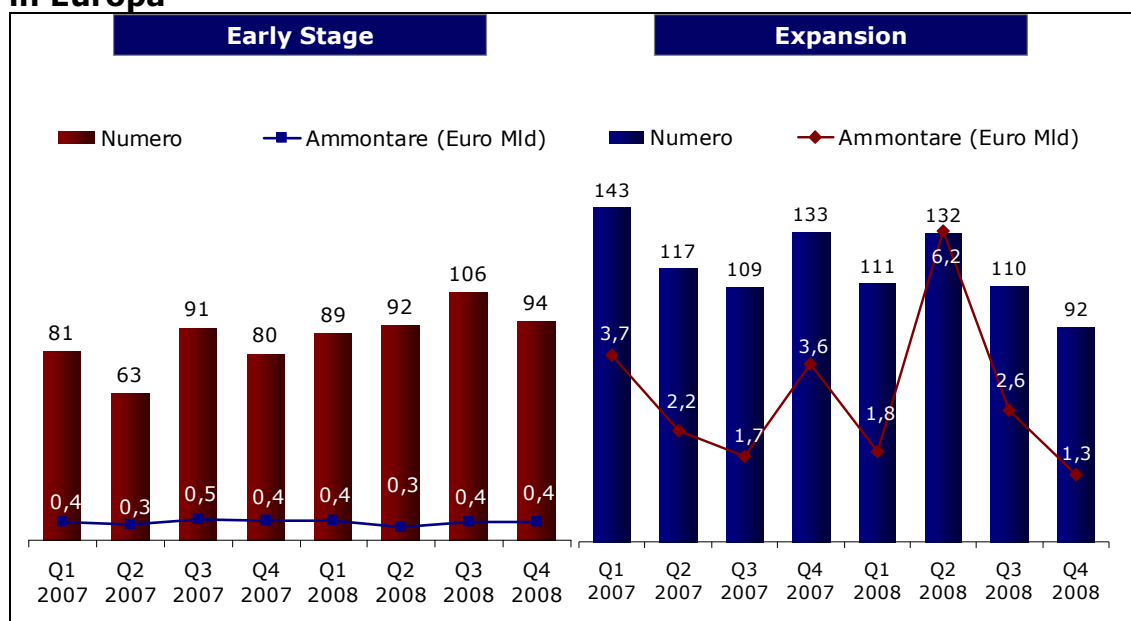
Fonte: AIFI-PwC, NVCA, AFIC, ASCRI, Ernst&Young

² PricewaterhouseCoopers, *L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia*, gennaio 2008.

Risultati simili si ottengono anche analizzando le imprese di altri Paesi, come dimostrato da molteplici ricerche. L'attività di private equity e venture capital, quindi, assume un ruolo di "acceleratore" della crescita, non soltanto con la mera fornitura di capitale di rischio, ma anche fornendo know-how manageriale e contribuendo in modo positivo allo sviluppo di elementi quali l'innovazione, la R&S, lo sviluppo tecnologico e l'aumento delle esportazioni.

Al tempo stesso, dati tutt'altro che negativi vengono segnalati in materia di "venture capital", dove una rinvigorita attività può aiutare la ripresa dell'economia anche grazie alla ricerca e selezione dei "campioni di domani" (Figura 15). Come già evidenziato, una delle principali conseguenze della crisi economica è il ridimensionamento delle dimensioni medie delle operazioni, con una drastica riduzione del numero di mega deal realizzati. Parallelamente, risultano in aumento le operazioni di minoranza.

Figura 15 - Andamento del mercato dell'early stage e dell'expansion in Europa



Fonte: Unquote, Private Equity Insight

In particolare, i primi dati europei relativi ai segmenti dell'early stage e dell'expansion, volti rispettivamente a supportare la nascita di nuove iniziative imprenditoriali e le problematiche connesse al loro sviluppo, mostrano nell'ultimo anno un andamento piuttosto positivo. Relativamente alle operazioni di early stage, sempre a livello europeo, si osserva nel 2008 una riduzione soltanto del 6% rispetto al 2007 in termini di ammontare

investito, mentre il numero di operazioni è addirittura aumentato del 21%. L'analisi delle operazioni di expansion, invece, mostra un incremento in termini di ammontare investito del 6% mentre, dall'altra parte, si è verificata una riduzione del numero di investimenti pari all'11%.

Infine, in materia di investimenti, in un contesto internazionale come quello attuale, meritano di essere considerati il ruolo e le peculiarità del mercato italiano. Esso, infatti, è prevalentemente focalizzato sul segmento del cosiddetto mid market, ovvero sulla realizzazione di investimenti aventi come oggetto imprese di piccola e media dimensione, di cui è ricco il tessuto imprenditoriale del nostro Paese. A dominare, infatti, sono imprese di dimensioni medie, leader nei propri mercati, che necessitano di essere guidate nell'espansione verso nuovi mercati o di essere aiutate nei processi di cambiamento generazionale. Con la riduzione della dimensione media delle operazioni che si sta verificando a livello internazionale, che appare evidente soprattutto nell'ultimo trimestre del 2008, gli investimenti aventi come target società italiane acquisiscono un nuovo peso, classificandosi tra i principali realizzati in Europa. Ordinando le operazioni effettuate nel periodo ottobre - dicembre per ammontare di enterprise value della società target, infatti, emerge che tra le prime 6 ben 3 hanno riguardato imprese italiane (Figura 16).

Figura 16 - Le principali operazioni europee del IV trimestre 2008

SOCIETA' TARGET	PAESE	ENTERPRISE VALUE (Euro Mln)
Enersis	Portogallo	1.200
N&W Global Vending	ITALIA	850
Cerved Business Information	ITALIA	535
DOF Subsea	Norvegia	508
Buffalo Grill	Francia	330
Manuencoop Facility Management	ITALIA	270

Fonte: Unquote, Private Equity Insight, Private Equity Monitor - PEM®

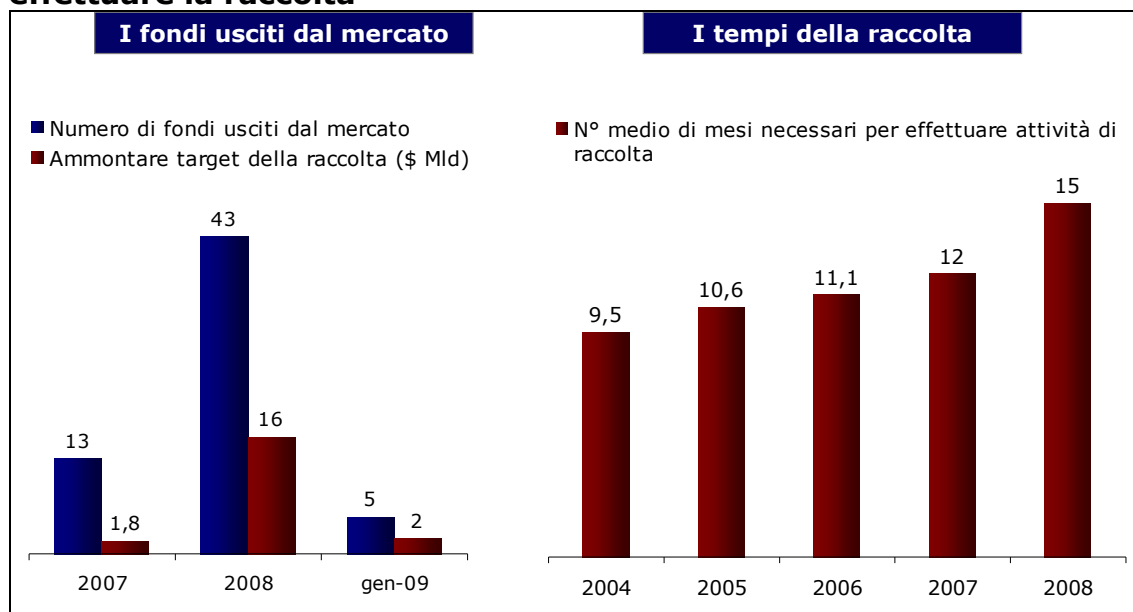
3.2. La raccolta

I rischi

Dal punto di vista della raccolta, le incertezze presenti oggi sul mercato, caratterizzato da scarsa liquidità, provocano indubbiamente notevoli difficoltà e significativi cambiamenti, non soltanto legati alla diminuzione della dimensione media dei nuovi fondi raccolti o alla rinegoziazione dei commitment con i propri investitori.

Innanzitutto è, infatti, in atto un processo di consolidamento dell'offerta, con l'uscita dal mercato da parte di alcuni operatori (Figura 17). I dati pubblicati da Preqin mostrano, a livello internazionale, che nel 2007 13 fondi, con un obiettivo di raccolta complessivo di circa 2 miliardi di dollari, hanno dovuto abbandonare i propri sforzi. Nel 2008 questo numero è notevolmente aumentato, con oltre 40 fondi in difficoltà, per un ammontare complessivo di 16 miliardi, e nel solo mese di gennaio 2009 5 ulteriori fondi sono stati costretti ad uscire dal mercato. Nella maggior parte dei casi questo atteggiamento è stato imputabile al cambiamento di condizioni rispetto al momento in cui l'attività di raccolta era stata avviata, oppure si sono ritenute troppo basse le possibilità di attrarre capitali, soprattutto dopo episodi quali il fallimento di Lehman Brothers.

Figura 17 - Operatori usciti dal mercato e mesi necessari per effettuare la raccolta



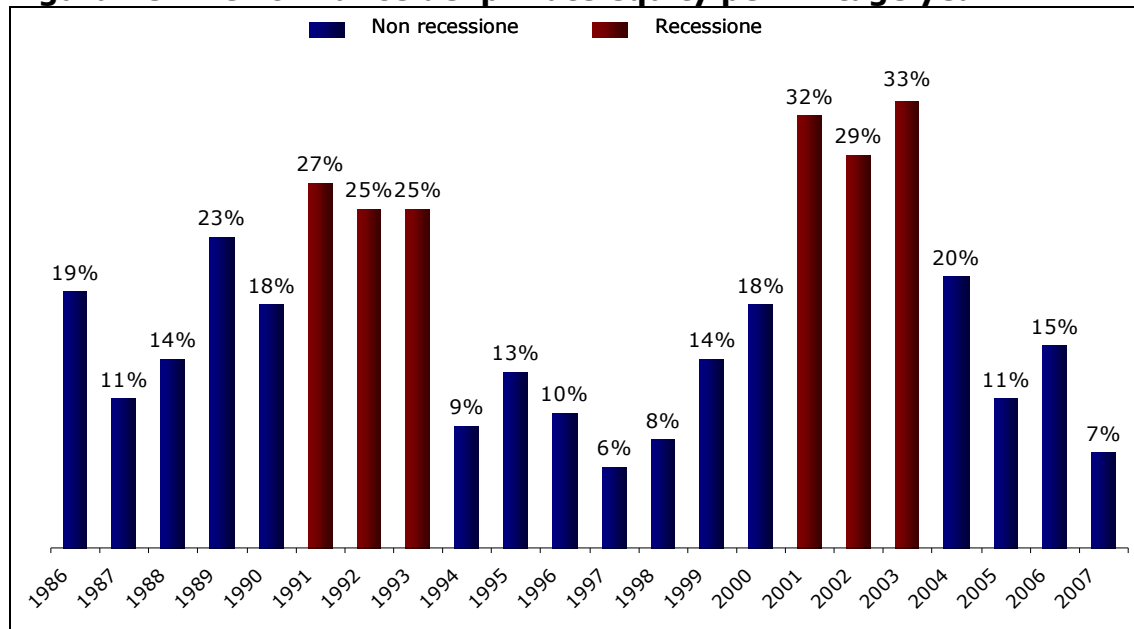
Fonte: Preqin

Un'ulteriore testimonianza delle difficoltà che sta incontrando l'attività di raccolta è data dall'allungamento del tempo necessario perché i fondi possano raggiungere gli obiettivi prefissati. Rispetto al 2004 tale intervallo è infatti aumentato di oltre il 60%, raggiungendo nel 2008 15 mesi, 3 in più rispetto allo scorso anno.

Le opportunità

A fronte delle difficoltà sopra evidenziate, le analisi empiriche dimostrano, tuttavia, che il private equity, a differenza di molti altri segmenti del mercato finanziario, riesce comunque ad avvantaggiarsi delle situazioni di crisi. Una ricerca condotta da Credit Suisse e Cambridge Associates ha dimostrato che le migliori performance dei fondi di private equity sono proprio riconducibili alle iniziative nate nei periodi di recessione (Figura 18). Per fare soltanto un esempio, gli investimenti realizzati nel periodo della bolla di Internet hanno generato tassi di rendimento mediamente attorno al 10%, mentre durante la recessione che ha fatto seguito allo scoppio di tale bolla si sono registrati i tassi più alti degli ultimi vent'anni, con valori superiori al 30%.

Figura 18 - Performance del private equity per vintage year

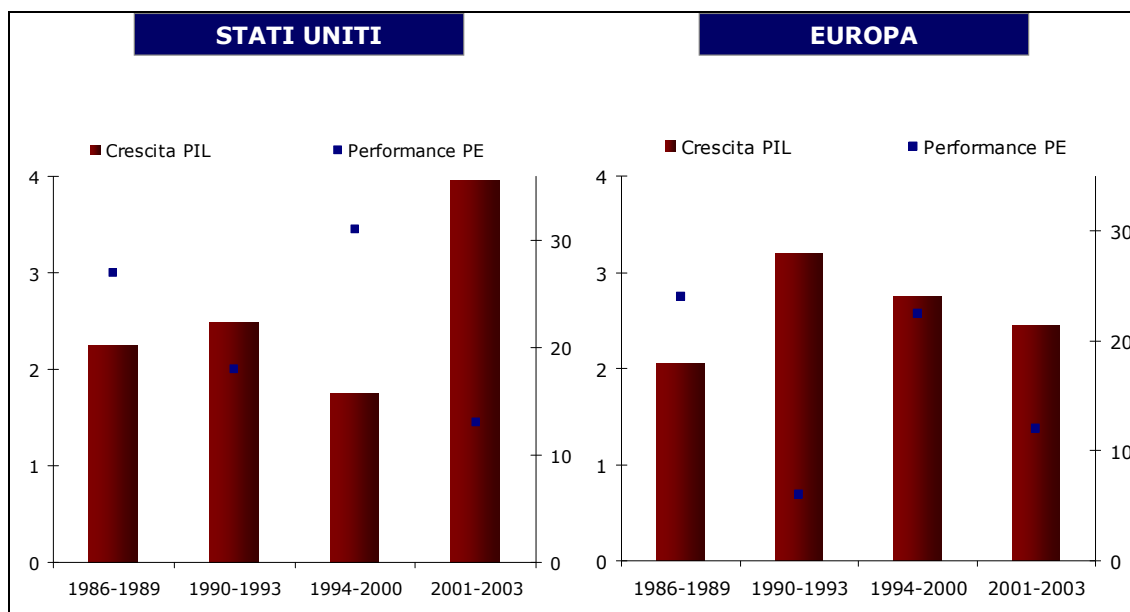


Fonte: Credit Suisse, Cambridge Associates, IRR Netto ai LP al 31/12/2006

A testimonianza di queste affermazioni, si possono confrontare i risultati degli investimenti di private equity con i tassi di crescita del PIL (Figura 19).

Quello che emerge, infatti, è un dato interessante e in linea con quanto affermato sopra: laddove la crescita del Prodotto Interno Lordo è stata particolarmente bassa, come negli Stati Uniti nel periodo 1994-2000, la performance dei fondi di private equity nati in quegli stessi anni è stata molto alta e viceversa nei momenti di grande crescita economica, come quello tra il 2001 e il 2003. Queste considerazioni, peraltro, valgono non soltanto per gli Stati Uniti, ma anche relativamente all'Europa.

Figura 19 - Comparazione delle performance del private equity con la crescita del PIL



Nota: l'asse a sinistra indica l'IRR medio dei buy out, l'asse a destra la crescita del PIL

Fonte: Partners Group, Thomson Financial, IMF

4. Il rapporto tra il private equity e il contesto esterno

4.1. Il dibattito in corso a livello europeo sull'attività degli operatori di private equity e venture capital

Nell'ambito del contesto fin qui delineato, con riferimento al rapporto tra l'attività e il sistema delle regole di riferimento, nazionali ed internazionali, diverse sono le sollecitazioni provenienti per lo più dagli Organi comunitari. Con il manifestarsi della crisi economico-finanziaria, nell'autunno del 2008, la Commissione Affari Economici e Monetari del Parlamento Europeo, sotto il coordinamento di Paul Rasmussen e Klaus Lehne, ha elaborato due documenti che ponevano alcune interrogazioni alla Commissione Europea circa la necessità di conoscere più nel dettaglio anche l'attività dei fondi di private equity e venture capital e di introdurre una regolamentazione specifica sul settore.

A seguito dell'aggravarsi della crisi finanziaria, sono cresciute le pressioni politiche per dare risposte concrete alle richieste del Parlamento Europeo, aumentando la trasparenza del settore, migliorando la diffusione delle informazioni attraverso un reporting più accurato e una più approfondita mappatura dei rischi connessi all'attività di investimento.

4.2. La posizione politica delle Associazioni europee del private equity

Al fine di diffondere informazioni più dettagliate circa le modalità di intervento degli operatori di private equity, le principali Associazioni nazionali di categoria, tra cui l'AIFI, unitamente all'Associazione Europea EVCA, hanno organizzato una Task Force per confrontarsi con la Commissione Europea e il Parlamento Europeo.

Riguardo alle critiche del Parlamento Europeo sono state fornite specifiche risposte in materia di:

- **trasparenza, divulgazione e monitoraggio sull'attività svolta**

Per quanto riguarda le richieste di maggiore trasparenza, di divulgazione delle informazioni rilevanti e di monitoraggio sull'attività svolta, si sottolinea come nella maggior parte dei Paesi esistono specifiche regolamentazioni che definiscono quali informazioni devono

essere fornite agli investitori al momento della sottoscrizione delle quote del fondo.

In Italia, le società di gestione sono anche soggette a processi di autorizzazione che richiedono l'esplicitazione delle strategie di investimento e dei processi di controllo del rischio. Sempre in Italia, così come in Francia, la regolamentazione dell'Autorità di Vigilanza impone disposizioni precise sui limiti di concentrazione del rischio nel portafoglio del fondo;

- ***informativa e procedure di consultazione dei lavoratori delle società partecipate***

Dal punto di vista dei rapporti tra società di investimento e aziende partecipate esistono norme e meccanismi vincolanti che permettono di informare i lavoratori delle società target sulle strategie di investimento che le società di gestione intendono intraprendere;

- ***limiti all'utilizzo della leva***

Per quanto attiene alle preoccupazioni su un uso eccessivo di capitale di debito nelle operazioni di leveraged buy out, si sottolinea che l'utilizzo della leva avviene solo a livello di società partecipate e non a livello del fondo;

- ***schemi di remunerazione***

Nei Paesi come l'Italia, dove i veicoli di investimento sono autorizzati dall'Autorità di vigilanza, queste esaminano le condizioni economiche del regolamento dei fondi.

Inoltre, le norme di diritto societario in vigore nei differenti Paesi stabiliscono che la remunerazione dei membri del Consiglio di Amministrazione, del direttore generale e degli alti dirigenti siano comunicate attraverso i documenti contabili annuali;

- ***standard professionali e meccanismi previsti per garantirne l'adozione***

Un altro profilo che viene analizzato per fornire una risposta alle critiche sollevate dal Parlamento Europeo, è rappresentato dalla diffusione nei Paesi dell'Unione Europea degli standard professionali definiti dagli operatori del settore.

Questi standard sono classificabili in differenti categorie:

- codici di condotta adottati dalle principali Associazioni nazionali, che riflettono le caratteristiche dei singoli mercati. EVCA, l'associazione europea del private equity e venture capital, ha elaborato un documento che è stato adottato da alcune associazioni nazionali;
- linee guida su reporting, valutazione, trasparenza e corporate governance, sviluppate da quasi tutte le associazioni nazionali di categoria e adottate dagli operatori dei differenti Paesi.

Conclusioni della Task Force e Raccomandazioni

A conclusione del lavoro di analisi svolto, la Task Force ha riconosciuto la disomogeneità della regolamentazione esistente a livello europeo nonché degli standard professionali elaborati dalle associazioni nazionali di categoria e adottati dagli operatori dei differenti Paesi, proponendo di identificare e unificare gli standard di settore presenti in Europa e creando un sistema che garantisca il rispetto di tali standard, subordinato al controllo di un'Istituzione di vigilanza europea o nazionale.

4.3. Le caratteristiche del contesto italiano e le opportunità

Per quanto riguarda il contesto italiano, occorre sottolineare, in generale, che esiste da tempo un quadro regolamentare piuttosto stringente che disciplina l'attività di private equity.

In primo luogo, in Italia le società di gestione del risparmio che gestiscono fondi mobiliari chiusi sono soggetti vigilati da Banca d'Italia secondo una regolamentazione specifica, che prevede requisiti minimi di capitale per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di gestione e un patrimonio di vigilanza minimo che deve essere mantenuto nel tempo.

La Regolamentazione di Banca d'Italia definisce, inoltre, a livello di veicolo di investimento, i criteri di ripartizione del rischio che i fondi devono rispettare.

In merito all'utilizzo della leva, a livello di fondo i veicoli italiani possono assumere prestiti solo nel limite del 10% del patrimonio. Per quanto riguarda l'utilizzo della leva nelle acquisizioni, questa si è mantenuta a livelli inferiori rispetto a quelli medi europei e comunque sostenibili per le imprese target, in condizioni di mercato non particolarmente negative.

Ancora, alcune norme specifiche del Codice Civile prevedono una responsabilità degli amministratori per la riduzione del capitale in seguito a perdite o al di sotto del minimo legale.

Inoltre, sempre la regolamentazione delle Autorità di Vigilanza impone regole di trasparenza dell'attività svolta nonché di informativa da fornire agli investitori. Il recepimento della Direttiva MiFID, attraverso l'estensione al private equity, nel contesto italiano ha comportato un adattamento e un rafforzamento delle procedure di controllo sull'attività svolta e di tutela dei sottoscrittori dei fondi.

Le procedure che disciplinano l'attività delle società di private equity sono molto dettagliate e prevedono tre figure specifiche preposte all'attività di controllo (risk manager, controller interno e responsabile della compliance). Inoltre, in Italia gli operatori di private equity e venture capital adottano da tempo un codice di autoregolamentazione (Codice interno di comportamento per le SGR di private equity), elaborato da AIFI in stretto coordinamento con Consob, da cui discendono dettagliate procedure in materia di monitoraggio dei conflitti di interesse e di sistemi di remunerazione del gestore.

In considerazione del particolare momento, che richiede la ricreazione di fiducia fra operatori finanziari e mercato e seguendo le indicazioni che provengono dalla Task Force europea, un compito di AIFI, insieme ai fondi associati, sarà proprio quello di rendere ancora più prescrittivo e trasparente questo codice di comportamento, visto che ad oggi, come nella maggior parte dei Paesi europei, non ci sono vincoli di obbligatorietà né sanzioni collegate alla mancata adozione.

5. Considerazioni conclusive

Il ruolo anticiclico del private equity, nel momento di difficoltà dei mercati, consente di guardare con ragionevole fiducia al prossimo futuro.

Le significative risorse di cui i fondi operanti in Italia già dispongono permettono nuovi investimenti in capitale, dei quali molte nostre imprese industriali sempre più necessitano.

La vocazione del private equity italiano alla media impresa rende meno critico il ricorso al debito, e in ogni caso la leva del debito è stata anche nel passato mantenuta entro livelli fisiologici.

Il venture capital tecnologico, dopo alcuni anni di letargo, mostra evidenti segni di ripresa.

Si sono aperte nuove interessanti possibilità di investimento nell'ambito dei servizi finanziari, delle infrastrutture, dei servizi alla persona, dell'ambiente e dell'energia.

I fondi di fondi trovano oggi straordinarie possibilità di acquisizioni a sconto. E tutti questi investimenti, a loro volta, promettono interessanti rendimenti futuri sia per i fondi che per i fondi di fondi.

Un supporto sta finalmente arrivando anche dal settore pubblico, grazie all'avvio di alcune importanti iniziative per cui anche AIFI ha lavorato.

Tra queste si ricordano:

- ***il Fondo per il venture capital nel Sud***

Si è arrivati, dopo un lungo processo di gestazione durato più di quattro anni, all'avvio dell'operatività del fondo, promosso dal Dipartimento dell'Innovazione e delle Tecnologie, che investirà in fondi di venture capital dedicati all'innovazione digitale nel Mezzogiorno.

Un ammontare di capitali pari a 165 milioni di euro, tra risorse private e pubbliche raccolte da quattro nuove iniziative, sarà la dotazione destinata ad interventi di venture capital nel Sud Italia, dove negli ultimi tre anni sono stati investiti mediamente 28 milioni di euro ogni anno in interventi di venture capital;

- ***il Fondo per la Finanza d'Impresa***

Già nel corso della precedente legislatura, AIFI aveva intrapreso un'attività interlocutoria con i dirigenti ministeriali e con i responsabili dell'attuazione del Fondo per la Finanza d'Impresa, istituito dalla Legge

Finanziaria 2007, che dovrebbe mettere a disposizione 150 milioni di euro per fondi di venture capital che investono in iniziative innovative su tutto il territorio nazionale.

A seguito di quel processo, la Commissione Europea ha autorizzato la misura come "Regime di aiuti a favore del capitale di rischio (Aiuto di Stato N. 304/2007)", con Decisione del 1° luglio 2008.

Nel corso dell'ultimo anno, AIFI è stata chiamata dal Ministero dello Sviluppo Economico a partecipare ad un tavolo tecnico di lavoro che ha elaborato una bozza di regolamento attuativo, sottoposto al parere della Conferenza Stato-Regioni, che deve ancora ottenere le deliberazioni ministeriali.

Sempre in termini di miglioramento del contesto di riferimento, si segnala anche l'importante confronto intrattenuto da AIFI con Borsa Italiana, che ha portato alla definizione di un accordo di collaborazione, al fine di promuovere una visione "integrata" del ricorso al capitale di rischio e di sensibilizzare gli operatori finanziari e le imprese su temi e opportunità relativi alla quotazione in Borsa.

L'accordo ha previsto, quale elemento principale, una modifica del Regolamento mercati, al fine di prevedere un processo di quotazione accelerato e semplificato (fast track) per le società venture backed.

La nuova regolamentazione tiene conto del fatto che le società venture backed sono già managerializzate e hanno implementato sistemi di controllo in linea con le esigenze di una società quotata.

Il percorso prevede, quindi, che al posto dell'attestazione dello sponsor sia sufficiente, ai fini della quotazione, una dichiarazione del presidente del Collegio Sindacale sul Sistema di Controllo di Gestione. Una procedura più semplice, poi, è prevista per l'analisi del piano industriale. Invece del QMat, tradizionale documento che deve essere redatto dalle società che presentano domanda di ammissione sui mercati di Borsa Italiana, le informazioni relative verranno inserite in appositi schemi semplificati predisposti da Borsa Italiana.

AIFI, inoltre, ha stretto un accordo di collaborazione con Simest, Società Italiana per le Imprese all'Estero, finalizzato a promuovere il grado di internazionalizzazione delle piccole e medie imprese italiane e a sostenere il loro rafforzamento competitivo.

In particolare, le parti si sono impegnate ad organizzare incontri periodici con gli operatori di private equity e venture capital che hanno tra le proprie partecipate imprese interessate ad internazionalizzarsi.

Per tali società è stata prevista una procedura di valutazione per l'erogazione di eventuali contributi da parte di Simest, che tenga conto del supporto di analisi tecnica predisposto dall'operatore di private equity, oltre che la fornitura di assistenza per la ricerca di partner esteri.

Esistono, dunque, condizioni e iniziative per intraprendere con buone prospettive un nuovo ciclo dello sviluppo del private equity in Italia, che avrà certamente caratteristiche diverse rispetto al passato.

Le operazioni si baseranno meno sulla leva finanziaria e molto di più sul lavoro dei gestori dei fondi all'interno delle imprese target, per farle crescere dimensionalmente, internazionalizzarle e innovarle. In molti casi i fondi entreranno nel capitale delle aziende insieme e in partnership con imprenditori industriali, che portino competenze specifiche e sinergie di affari. L'orientamento crescente al mid market delle aziende familiari comporterà per gli operatori una migliore comprensione della cultura, dei valori, degli interessi e anche semplicemente del linguaggio delle piccole e medie imprese, per superare problemi di diffidenza e di difficoltà di interlocuzione.

E il nuovo contesto ambientale richiederà agli operatori crescente attenzione alle esigenze di trasparenza e alle migliori regole di comportamento.

Ma nel nuovo ciclo il ruolo del private equity diverrà anche più penetrante e diffuso nel contesto imprenditoriale italiano, che deve recuperare un grande ritardo sia nell'apertura al capitale finanziario, sia nell'adeguamento degli assetti imprenditoriali in molte regioni del centro-sud.

E l'approccio meritocratico e competitivo, che è connaturato al modo di operare del private equity, contribuirà anche ad aprire maggiormente al mercato il nostro contesto economico complessivo. Le significative risorse finanziarie e le competenze di cui gli operatori italiani già oggi dispongono, costituiranno dunque un motore importante per sostenere e razionalizzare il nostro sistema imprenditoriale nell'attuale momento di difficoltà, e per accelerare la ripresa non appena i mercati si riapriranno.