

Antonio Meles

**PRIVATE EQUITY
E SVILUPPO
DELL'IMPRESA**

**Analisi teorica
e indagini empiriche**

FrancoAngeli

*Università degli Studi di Firenze
Facoltà di Economia
Dipartimento di Scienze Aziendali*

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



COLLANA DELL'OSSERVATORIO-LABORATORIO
BANCHE, IMPRESE, FONDAZIONI

Comitato scientifico

Professori Aldo Bompani, Elena Cenderelli, Giampaolo Gabbi, Lorenzo Gai, Paola Musile Tanzi, Loris Nadotti

Aldo Bompani, *Le Fondazioni bancarie. Profili organizzativi, civilistici, gestionali e di bilancio*, 2000.

Edoardo Catelani, *Il futuro delle Fondazioni bancarie tra holding di partecipazioni creditizie ed elargizioni al terzo settore*, 2005.

Aldo Bompani, *La tutela del risparmio. Parte I. Amministratori indipendenti, sindaci, azioni di responsabilità e deleghe, società non trasparenti, Fondazioni bancarie, dirigenti contabili, stock options, Banca d'Italia*, 2006.

Lorenzo Gai, *Il rating delle PMI. Un approccio metodologico per banche, confidi e intermediari finanziari*, 2008.

Lorenzo Gai (a cura di), *Lineamenti di gestione bancaria. Seconda edizione*, 2012.

Edoardo Catelani, *Home loans, securitization, subprime mortgage crisis*, 2011.

Lorenzo Gai (a cura di), *La nuova attività dei Confidi. Profili gestionali, contabili e regolamentari*, 2011.

Aldo Bompani, Edoardo Catelani, *Project bond & Commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, 2012.

Antonio Meles, *Private equity e sviluppo dell'impresa. Analisi teorica e indagini empiriche*, 2013.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Antonio Meles

**PRIVATE EQUITY
E SVILUPPO
DELL'IMPRESA**

**Analisi teorica
e indagini empiriche**

*Università degli Studi di Firenze
Facoltà di Economia
Dipartimento di Scienze Aziendali*

FrancoAngeli

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Introduzione	pag.	9
1. Private equity: scelte di investimento e struttura delle operazioni	»	13
1.1. Premessa	»	13
1.2. Il PE: definizione, profili di classificazione e tipologie di operazioni	»	14
1.3. Le differenti tipologie di operatori di PE	»	20
1.4. La selezione delle aziende e l'investimento: analisi delle fasi operative	»	24
1.4.1. La ricerca e selezione delle opportunità di investimento	»	26
1.4.2. Analisi e valutazione	»	31
1.4.3. Procedura negoziale	»	32
1.4.4. Decisione di investimento e <i>closing</i>	»	34
1.5. La qualità del processo di investimento e i motivi sottostanti le archiviazioni	»	36
1.6. Il monitoraggio e la gestione dell'investimento: analisi delle leve del PE	»	39
1.7. Il processo di disinvestimento: vantaggi e svantaggi per l'impresa target, i soci e il management	»	43
1.7.1. La scelta del canale di disinvestimento, i vincoli e le opportunità	»	49
2. L'impatto del private equity per l'impresa target e il processo di creazione del valore	»	52
2.1. Premessa	»	52
2.2. PE e corporate governance: una rivoluzione copernicana	»	53

2.3. Aumento del livello di disclosure e riduzione del gap informativo tra impresa e ambiente esterno	pag.	59
2.4. Supporto tecnico-manageriale e networking	»	63
2.4.1. Supporto strategico	»	63
2.4.2. Professionalizzazione della gestione finanziaria	»	65
2.4.2.1. La definizione della struttura finanziaria ottimale	»	66
2.4.2.2. La gestione della tesoreria	»	68
2.4.2.3. La selezione e il controllo degli investimenti	»	69
2.4.2.4. Il risk management	»	72
2.4.3. Supporto nella gestione delle risorse umane	»	74
2.4.4. Supporto tecnico-scientifico	»	75
2.5. L'impatto economico del PE e il ruolo degli investitori istituzionali	»	77
2.5.1. Gli studi promossi dalle associazioni di categoria	»	79
2.5.2. La letteratura proveniente dal mondo accademico	»	82
3. Creazione di valore o trasferimento di ricchezza tra azionisti? Una verifica empirica per il mercato italiano	»	87
3.1. <i>Review</i> della letteratura e obiettivi dell'analisi	»	87
3.2. Ipotesi di ricerca	»	90
3.3. Descrizione del campione utilizzato	»	93
3.4. Descrizione delle variabili e metodologia	»	97
3.5. Risultati	»	99
3.6. Considerazioni finali e implicazioni di policy	»	102
4. L'impatto finanziario del private equity: quali vantaggi per le società quotande? Un'analisi per il mercato italiano	»	104
4.1. Premessa	»	104
4.2. Il ruolo del PE nel contenimento dei costi iniziali della quotazione	»	105
4.2.1. Analisi della letteratura e sviluppo delle ipotesi di ricerca	»	105
4.2.2. Struttura del campione e descrizione del modello	»	108
4.2.3. I risultati dell'analisi	»	115
4.3. Il valore attribuito alla presenza degli investitori di PE nel pricing delle società quotande	»	122

4.3.1. Analisi della letteratura e sviluppo delle ipotesi di ricerca	pag.	122
4.3.2. Struttura del campione e descrizione del modello	»	123
4.3.3. Analisi dei risultati	»	128
4.4. Considerazioni finali e implicazioni di policy	»	132
Conclusioni	»	134
Bibliografia	»	137

INTRODUZIONE

La recente crisi economico-finanziaria ha palesato la necessità di affrontare in maniera decisa e risoluta il tema delle debolezze strutturali del sistema industriale italiano. La specializzazione produttiva spesso concentrata in settori a basso valore aggiunto, il nanismo dimensionale, la sottocapitalizzazione e l'eccessiva dipendenza dal canale bancario, l'assetto proprietario prevalentemente familiare e la scarsa professionalità e trasparenza nella gestione, rappresentano caratteristiche delle imprese italiane non conciliabili con un sistema economico sempre più globalizzato e competitivo.

Per quanto sia innegabile che le potenzialità di crescita del sistema produttivo abbiano risentito di numerosi vincoli di varia natura, condivisa appare la necessità di intervenire anche sull'articolazione del sistema finanziario, storicamente caratterizzato da una vocazione eccessivamente bancocentrica. In presenza di forti squilibri nella composizione del passivo delle imprese, di un quadro macroeconomico in progressivo deterioramento e di regole prudenziali sempre più stringenti, il sistema bancario non può che limitarsi, almeno nel breve periodo, ad assicurare il sostegno finanziario alla gestione ordinaria (finanziamento a breve). Ne deriva, quindi, un apporto piuttosto modesto al processo di innovazione e crescita, che necessita di maggiori flussi di capitale di rischio e di erogazione di credito a lungo termine.

Senza in questa sede affrontare il tema degli interventi più opportuni per favorire la crescita degli investimenti nel capitale di rischio unitamente allo sviluppo dei mercati azionari in modo tale da bilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese italiane e rafforzarne la struttura finanziaria, va ricordata l'ampia letteratura che ha documentato come differenti configurazioni dei sistemi finanziari (bancocentrici piuttosto che market-oriented) siano diversamente affini o congeniali alle innovazioni e come la presenza di mercati azionari evoluti stimoli la produzione di infor-

mazioni da parte delle imprese e crei i presupposti per lo sviluppo di meccanismi di governo societario efficienti, favorendo l'allocazione delle risorse verso gli impieghi più meritevoli.

Ne risulta, per logica conseguenza, che una modifica dell'articolazione del sistema finanziario è auspicabile oltre che per risolvere i problemi che per le imprese derivano dal nanismo dimensionale e da una struttura finanziaria fragile, anche per ovviare alla loro scarsa managerialità ed elevata opacità informativa, fattori che ne ostacolano i processi di crescita e di sviluppo. Sotto il primo profilo si rammenta che la gestione del cambiamento e dell'innovazione non può essere esclusivamente legata all'implementazione di nuove tecnologie, necessitando di modalità organizzative e gestionali evolute che consentano di tradurre in benefici economici le potenzialità derivanti dalle novità tecnologiche. Sotto il secondo profilo, l'adozione di strumenti in grado di aumentare la trasparenza delle imprese, mitiga frizioni e potenziali conflitti d'interesse tra finanziatori esterni e interni, rendendo più semplice e meno oneroso l'accesso ai canali di finanziamento tradizionali e il ricorso al mercato mobiliare.

Pertanto, un sistema finanziario che agevoli l'impiego di capitale di rischio e ispiri la gestione nelle imprese a principi di managerialità, trasparenza e cultura aziendale, sembrerebbe creare le giuste condizioni per contrastare la perdita di competitività che il sistema economico italiano ha fatto registrare nell'ultimo ventennio.

Muovendo da tali premesse, il presente lavoro si interroga sulla capacità del private equity di contribuire allo sviluppo delle imprese e, quindi, al rilancio dell'economia italiana. A tale scopo l'attenzione è stata posta su due funzioni ad esso potenzialmente ascrivibili:

- la prima, di trasferimento di risorse (non solo finanziarie) e di competenze/conoscenze al tessuto imprenditoriale, che dovrebbe generare benefici diretti e durevoli per le variabili microeconomiche (fatturato, redditività, spese in ricerca e sviluppo) e macroeconomiche (PIL, occupazione ecc.);
- la seconda, di catalizzatore di capitali provenienti dagli investitori esteri e di accompagnamento delle imprese in Borsa, che dovrebbe alimentare lo sviluppo del sistema finanziario e favorirne la transizione verso un modello più market-oriented, con benefici indiretti e di lungo periodo per il sistema economico.

Le indicazioni complessivamente raccolte, attraverso la sistematizzazione della letteratura esistente e la conduzione di mirate verifiche empiriche, sembrano fornire segnali utili al legislatore sull'opportunità di indirizzare una parte degli sforzi finanziari verso l'industria del private equity e adottare provvedimenti che possano agevolarne lo sviluppo. Possono usufruire

del presente studio anche gli imprenditori che non hanno una percezione completa delle caratteristiche dello strumento del private equity e dei benefici che possono concretamente conseguire favorendo l'ingresso di un investitore nel capitale di rischio nella propria impresa.

Il lavoro è articolato in quattro capitoli: i primi due attinenti alla struttura delle operazioni e al ruolo assunto dagli operatori all'interno dell'azienda, presentano un carattere tipicamente manualistico; gli ultimi due, contengono, invece, la descrizione di verifiche empiriche relative all'impatto economico-finanziario del private equity sulle imprese target.

Più nello specifico, il capitolo 1, dopo aver esaminato gli aspetti definatori e tassonomici del private equity e analizzato le diverse tipologie di intervento e di operatori, fornisce una descrizione dettagliata delle fasi tipiche di un intervento di private equity, partendo dall'attività di identificazione e selezione delle imprese potenzialmente interessanti, fino ad arrivare alla fase di gestione e di liquidazione dell'investimento. Quali sono i requisiti ricercati nelle aziende target? Come si svolge il processo di screening, analisi e valutazione degli investimenti? Quali sono le modalità di way-out attivabili dall'investitore istituzionale e quali i fattori sottostanti la loro individuazione? Sono questi alcuni degli interrogativi ai quali si è cercato di fornire una risposta.

Il capitolo 2 verte sull'analisi dei principali cambiamenti che possono essere indotti in azienda da un intervento di private equity, e degli effetti che da essi scaturiscono. Nella prima parte del capitolo sono esaminate in maniera dettagliata le principali aree aziendali in cui l'investitore istituzionale, sebbene con gradazioni differenti da caso a caso, può intervenire, al fine di stimolare il processo di creazione di valore. A ciascuna tipologia di funzione assolta si è cercato di associare, con lo strumento del case study, un'operazione di successo realizzata in Italia in epoca recente. Nella seconda parte del capitolo, invece, il tema dell'impatto del private equity sulle imprese target viene affrontato esaminando i risultati delle ricerche condotte dalle associazioni di categoria e provenienti dall'ambito accademico. Attraverso una sistematizzazione di tali studi, si è cercato di fornire una risposta esaustiva ad alcuni degli interrogativi che da tempo si legano agli investimenti nel capitale di rischio, quali l'esistenza di un nesso di causalità tra finanziamenti di private equity e crescita delle imprese e la presenza di soggetti interni ed esterni all'azienda (ad esempio dipendenti, creditori preesistenti, Erario) che possono subire un esproprio di ricchezza da un intervento di private equity.

Il capitolo 3 contiene un'analisi empirica condotta su un campione particolarmente ampio di imprese che hanno ricevuto finanziamenti di private

equity, con l'obiettivo di valutare gli effetti di lungo termine degli interventi nel capitale di rischio realizzati in Italia nell'ultimo decennio. Ci si è chiesti, in particolare, se l'industria del private equity abbia prodotto per le imprese target benefici strutturali, in accordo con l'ipotesi di "creazione di valore", o temporanei, vale a dire strettamente legati alla permanenza dell'operatore all'interno della società, come vorrebbe l'ipotesi di "trasferimento di valore" dai soggetti che subentrano ai PE investor verso questi ultimi. La questione ha interessanti implicazioni di policy, considerando che il dibattito sulla necessità di attribuire alle operazioni di private equity un ruolo importante nella ripresa economica è in gran parte alimentato da analisi concentrate sulle performance aziendali durante il periodo di detenzione della partecipazione, cioè proprio nella fase in cui l'esigenza dell'investitore istituzionale di ottimizzare i propri profitti coincide con l'interesse per la crescita dell'impresa.

Il capitolo 4, infine, include la descrizione di due verifiche empiriche condotte su altrettanti campioni di IPO promosse in Italia tra il 1995 e il 2011. Lo scopo è valutare i benefici finanziari (in termini di costi di quotazione e di pricing dei titoli collocati) che un'impresa può conseguire facendosi accompagnare in Borsa da uno o più operatori di private equity. Il tema oltre ad alimentare la discussione sul ruolo che il comparto del private equity può assumere nello sviluppo dei mercati azionari regolamentati, consente di fornire interessanti indicazioni sull'esistenza di un rapporto non solo di sequenza logico-temporale ma anche di complementarità tra investimenti di private equity e quotazione in Borsa.

Alla fine di queste brevi note introduttive, vorrei ringraziare in particolare il prof. Claudio Porzio, per la sua disponibilità e cortesia e per le sue preziose indicazioni e aperture di ricerca.

Sono inoltre profondamente grato ai proff. Stefano Monferrà e Gabriele Sampagnaro e alla dott.ssa Maria Grazia Starita per il loro costante supporto, aiuto e confronto.

Resta ferma la mia esclusiva responsabilità per limiti o imprecisioni presenti nel lavoro.

1. PRIVATE EQUITY: SCELTE DI INVESTIMENTO E STRUTTURA DELLE OPERAZIONI

1.1. Premessa

L'obiettivo del presente capitolo è fornire una visione, il più chiara ed esaustiva possibile, delle caratteristiche tipicamente assunte dalle operazioni di private equity (d'ora in poi PE), analizzando tra l'altro il profilo dei soggetti coinvolti in modo attivo (operatori di PE) e passivo (d'ora in poi anche imprese target o *PE backed*), le finalità da quest'ultimi perseguite e le principali fasi dell'intero processo di PE.

Coerentemente con tale premessa, si è in via preliminare deciso di esaminare le problematiche connesse alla definizione e alla classificazione degli interventi di PE (paragrafo 1.1) e dei soggetti che effettuano professionalmente questo tipo di operazioni (paragrafo 1.2). Le continue evoluzioni terminologiche che nel corso degli anni hanno riguardato il PE, così come la presenza di operatori con connotati istituzionali, profili finanziari e *modus operandi* estremamente eterogenei, hanno reso necessario uno sforzo preliminare in termini definitivi e tassonomici. Successivamente, è stato descritto in maniera puntuale il tipico processo di investimento, partendo dalla fase di scouting fino ad arrivare alla formalizzazione dell'investimento e alla stipula del contratto di compravendita e dei patti parasociali (paragrafo 1.3). Ampio spazio è stato dedicato alla descrizione del processo di screening (paragrafo 1.4.) con un focus specifico sulle motivazioni sottostanti l'archiviazione dei progetti di investimento segnalati dal settore scouting (paragrafo 1.5), e alla funzione di monitoraggio e gestione dell'investimento, con particolare attenzione all'analisi dei driver del valore del PE (paragrafo 1.6). Il capitolo si conclude con un esame attento del processo di disinvestimento e con la descrizione delle diverse modalità di way-out e dei fattori che ne determinano la scelta (paragrafo 1.6).

1.2. Il PE: definizione, profili di classificazione e tipologie di operazioni

Quando si parla di PE, non ci si può esimere dall'esaminarne, in via preliminare, gli aspetti definitivi e tassonomici, in considerazione del fatto che in letteratura non esiste una chiara e condivisa concettualizzazione del fenomeno. Le sue continue evoluzioni, ma soprattutto le profonde divergenze nei diversi contesti nazionali, hanno infatti per anni determinato una discrasia tra la terminologia adottata negli Stati Uniti e quella impiegata, seppur con qualche variante da Stato a Stato, all'interno del Continente europeo¹.

Da qualche anno, a seguito di un processo di armonizzazione terminologica, con l'espressione PE si suole individuare tutta quanta l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, effettuata in un'ottica temporale di medio-lungo termine, e finalizzata al conseguimento di un elevato capital gain in sede di dismissione². L'ingresso nella compagine sociale dell'investitore istituzionale è diretta ad apportare risorse finanziarie, ma soprattutto esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali e una fitta rete di contatti e relazioni preferenziali con altri investitori e istituzioni finanziarie. Il tutto con l'obiettivo di massimizzare il valore dell'azienda partecipata e incrementare la probabilità di ottenere al termine dell'operazione elevati profitti.

Il complesso di operazioni così individuate può essere ripartito sulla base di molteplici criteri tassonomici, i quali se interpretati con una certa elasticità possono fornire una visione ampia ed esaustiva del complesso e variegato fenomeno del PE.

Il primo criterio di classificazione contemplato in letteratura individua il fattore discriminante nel diverso oggetto dell'intervento dell'investitore istituzionale, distinguendo l'insieme degli investimenti in capitale di rischio in venture capital (VC) e buy-out (BO).

¹ Nell'ambito della letteratura europea per anni si è affermata una metodologia di segmentazione del mercato del capitale di rischio imperniata su un rapporto dicotomico tra PE e venture capital. L'espressione PE è stata impiegata fino a poco tempo fa, per individuare quelle operazioni tese a finanziare lo sviluppo di imprese consolidate, a risolvere i problemi legati alla struttura proprietaria o ad agevolare il passaggio generazionale. Viceversa il venture capital identificava tutti gli interventi nel capitale di imprese non ancora avviate o che si trovavano nella fase di start-up. A questa impostazione terminologica si è tradizionalmente contrapposta la nomenclatura diffusa nel contesto statunitense, la quale fa leva sulla diversa natura degli operatori di PE. Tale definizione è stata recentemente accolta a livello internazionale a seguito dell'esigenza di addivenire ad una concettualizzazione del fenomeno del PE universalmente accettata.

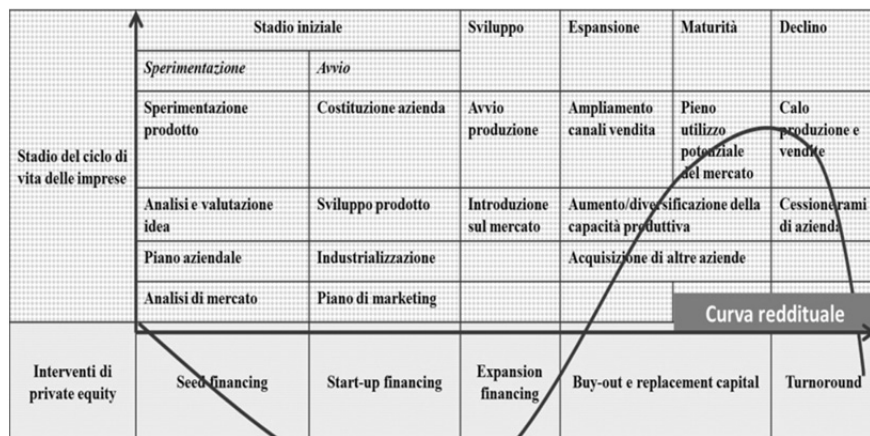
² Cfr. AIFI, *Venture Capital & Private Equity*, disponibile sul sito internet: www.aifi.it.

Si parla di VC nel caso in cui l'intervento dell'investitore istituzionale miri oltre che ad offrire un'assistenza finanziaria e tecno-operativa, anche ad intervenire sul modello di business e sulla formula imprenditoriale della società partecipata (d'ora in poi anche *VC backed*). Lungi dall'essere meri finanziatori o esperti di ristrutturazione aziendale, i venture capitalist stimolano una rapida e significativa crescita delle aziende target attraverso il loro intervento nelle scelte del management, nelle strategie di marketing e nella pianificazione degli investimenti. Il fattore determinante diviene dunque l'elemento imprenditoriale, il quale riveste particolare importanza sia negli stadi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, sia nelle fasi successive, allo scopo di accelerare e consolidare i processi di crescita *in fieri*. Gli operatori attivi nel comparto del VC tendono ad entrare nelle aziende selezionate con un capitale significativo, ma di minoranza, e ad instaurare con gli azionisti di maggioranza un rapporto di sinergia e di intensa comunicazione. Il loro obiettivo non è dunque conseguire il controllo dell'azienda per influenzarne la gestione e lo sviluppo, ma affiancarsi alla proprietà e al management, svolgendo una funzione formativa e stimolando con un certo grado di condivisione cambiamenti profondi e in grado di modificare in maniera duratura la cultura e l'organizzazione societaria. Così facendo si viene ad istituire un contesto virtuoso, nel quale i vecchi azionisti si vedono impreziositi dal contributo dell'investitore istituzionale, ed entrambi con l'ausilio del management si pongono come obiettivo comune quello di accrescere la competitività dell'impresa e aumentarne il valore.

Nel caso del BO, invece, l'operazione è finalizzata alla sostituzione della proprietà o comunque alla modifica sostanziale degli assetti dell'impresa, mantenendo dei connotati di natura spiccatamente finanziaria. Fisiologicamente, ma non necessariamente, le operazioni di BO tendono a concentrarsi negli stadi avanzati del ciclo di vita dell'impresa e mirano a creare ricchezza attraverso operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale. Nella maggior parte dei casi, gli investitori istituzionali coinvolgono il management dell'azienda target (*Management BO*) e si avvalgono dello strumento della leva finanziaria (*Leveraged BO*).

Nonostante la validità concettuale del criterio appena menzionato, ha trovato ampio spazio nella letteratura e tra gli operatori una suddivisione del mercato del capitale di rischio basata, anche per finalità statistiche e tassonomiche, sullo stadio del ciclo di vita dell'impresa partecipata. A seconda della fase in esame, le esigenze strategiche e finanziarie assumono una differente configurazione, sicché il supporto finanziario erogato acquisisce denominazioni differenti in ragione del diverso ruolo svolto nel percorso di sviluppo dall'intermediario finanziario (Figura 1.1).

Fig. 1.1 – Ciclo di vita dell'azienda e tipologia di intervento



In tale ottica gli interventi possono essere raggruppati in tre principali tipologie:

1. finanziamento dell'avvio (*early stage financing*);
2. finanziamento dello sviluppo (*expansion financing*);
3. finanziamento del cambiamento (*turnaround financing*, *replacement capital financing*, e *BO*).

L'*early stage financing* identifica una tipologia di intervento effettuata per implementare un progetto imprenditoriale altamente innovativo, o sostenere lo stadio iniziale dello sviluppo di un'impresa. Dal punto di vista della domanda (imprenditore), la richiesta di intervento è generalmente riconducibile a un soggetto intenzionato a sviluppare un'invenzione o a migliorare/implementare un prodotto/processo esistente, il quale ha bisogno di un contributo finanziario e di un aiuto nella definizione della formula imprenditoriale e del posizionamento strategico. Nell'ottica dell'operatore, invece, l'investimento deve prospettare un rendimento capace di scontare l'elevata aleatorietà dei risultati ottenibili, la scarsa liquidità degli strumenti sottoscritti, e le asimmetrie informative derivanti dalla presenza di un flusso ridotto di informazioni quali-quantitative.

L'*early stage financing* può a sua volta essere articolato in due sottogruppi a seconda dello stadio evolutivo del progetto finanziato. In tale prospettiva, si parla di *seed financing* nei casi in cui l'intervento avvenga nella fase di sperimentazione del prodotto o di creazione dell'impresa, allor-

quando l'imprenditore necessita di risorse finanziarie per verificare la validità tecnica del bene/servizio e per realizzare una struttura aziendale in grado di produrlo e commercializzarlo. In questi casi, generalmente, non è stato ancora redatto il business plan e sono necessarie elevate competenze tecniche e scientifiche, oltre che manageriali. Inoltre, nonostante la quantità di capitale richiesta sia contenuta, l'alea di incertezza che avvolge tempistica ed esito del progetto imprenditoriale, rende difficoltoso e poco conveniente l'accesso a fonti di finanziamento tradizionali. Gli interventi di *start up financing*, invece, riguardano imprese che pur avendo già avviato l'attività produttiva, non hanno ancora verificato la validità commerciale del prodotto o del servizio. Tali interventi, abitualmente, necessitano di capitali più consistenti rispetto alle operazioni di *seed financing*, sebbene presentino profili di rischio e tempi di attesa più contenuti. Inoltre, le competenze richieste all'investitore istituzionale non sono di tipo tecnico-scientifico, essendo stata superata la fase di sperimentazione, ma professionali e manageriali, avendo l'azienda la necessità di formare la propria capacità produttiva e costruire i canali commerciali per accedere al mercato.

Gli interventi di *expansion financing* (o *development capital*) interessano imprese già avviate e con una propria autonomia finanziaria, ma che per reggere l'urto della pressione competitiva ed incrementare la redditività del capitale proprio necessitano di stimolare o consolidare il processo di crescita. In questa fase l'investitore è esposto ad un livello di rischio minore rispetto a quello che caratterizza gli interventi di *early stage*, poiché l'impresa ha già dimostrato di poter realizzare il processo produttivo in condizioni di economicità e presenta una minore opacità informativa disponendo di una serie storica di informazioni qualitative ed economico-finanziarie.

L'*expansion financing* può essere ulteriormente ripartito in due principali categorie: *early growth financing* e *sustained growth financing*. Nel primo caso, l'apporto di capitali è strumentale al rafforzamento della capacità produttiva e distributiva dell'impresa, condizione necessaria per accelerare il processo di crescita in atto. In queste fasi il tasso di crescita delle vendite raggiunge i massimi livelli, consentendo di ridurre gradualmente l'intensità di capitale e di aumentare il livello di autofinanziamento. La seconda tipologia di intervento riguarda imprese che si avviano ad entrare nella fase di maturità, essendo caratterizzate da un tasso di crescita del fatturato piuttosto stabile e da una buona capacità di autofinanziamento. Da parte sua, l'investitore apporta ingenti risorse finanziarie al fine di consolidare il posizionamento competitivo dell'impresa ed elaborare nuovi piani di sviluppo attraverso la realizzazione di processi di diversificazione produttiva e geografica.

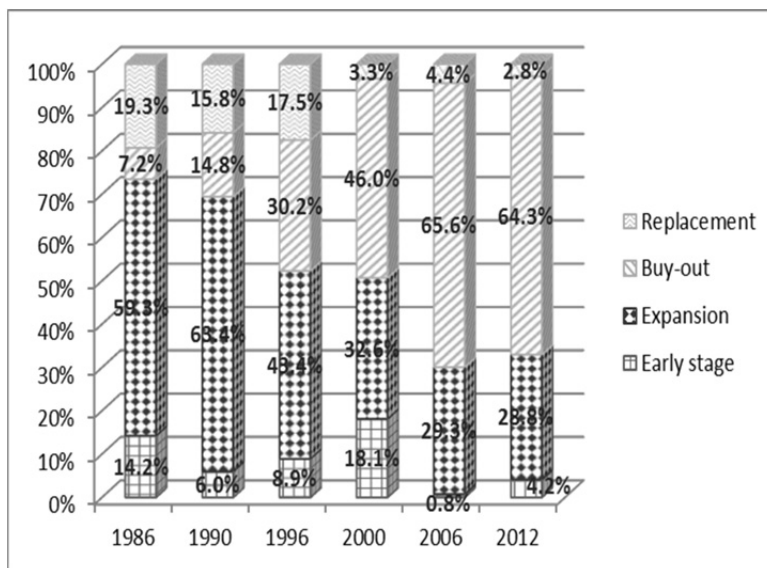
Il *finanziamento del cambiamento*, infine, include tipologie di intervento che generalmente interessano le aziende in fase di maturità, per le quali l'*equity injection* può servire a conseguire obiettivi tra loro piuttosto diversi. In tale ottica si parla di *replacement capital* per identificare gli investimenti in aziende che necessitano di una parziale sostituzione degli azionisti. Tali interventi sono necessari in quelle situazioni in cui tra i soggetti che detengono il controllo dell'azienda e i soci di minoranza, non c'è più omogeneità d'intenti sulle strategie di sviluppo da intraprendere. Il termine BO, infine, identifica, come già citato in precedenza, i finanziamenti atti a sostenere le azioni intraprese da gruppi manageriali interni o esterni all'impresa, con lo scopo di acquisirne il controllo. L'esigenza di ricorrere a simili operazioni può scaturire da molteplici motivi, come ad esempio la volontà dell'imprenditore di cedere la propria azienda o un ramo di essa, l'impossibilità di individuare un successore adeguato nei casi di ricambio generazionale, o la volontà di privatizzare un'azienda pubblica. Infine, si parla di *turnaround*, qualora l'esigenza di cambiamento abbia origine dal verificarsi di crisi aziendali (più o meno gravi), per la cui risoluzione è necessaria una variazione rilevante degli assetti proprietari e/o manageriali, unitamente all'impiego di nuovi capitali e nuove tecniche di gestione.

Rielaborando le statistiche pubblicate annualmente dall'associazione italiana del PE (AIFI), è possibile catturare valide indicazioni sulla dinamica evolutiva degli investimenti di PE realizzati in Italia negli ultimi 25 anni (Fig. 1.2³). Mentre nella fase pionieristica (fino alla prima metà degli anni Ottanta), le operazioni nel capitale di rischio effettuate erano orientate soprattutto verso il finanziamento di imprese in fase di avvio (Bracchi e Gervasoni, 2006), caratterizzate da un elevato rapporto rischio-rendimento, a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta, le deludenti performance conseguite hanno ridotto drasticamente l'interesse verso questa tipologia di investimento, indirizzando l'attenzione degli operatori verso investimenti in imprese in via di consolidamento (*expansion financing*).

³ Nella figura non sono riportati i dati sulle operazioni di *turnaround* poiché AIFI fino al 2009, seguendo la prassi internazionale, le ha inglobate nel segmento *expansion*. Si tratta, comunque, di interventi marginali, come confermato dai dati più recenti (nel 2012, le operazioni di *turnaround* hanno rappresentato lo 0,3% degli investimenti totali).

³ Nella prima metà degli anni Novanta le operazioni di BO avevano avuto un peso piuttosto marginale rispetto agli altri interventi a causa sia dell'incerto quadro normativo vigente, sia delle difficoltà organizzative ad esse legate.

Fig. 1.2 – Distribuzione ammontare investito per tipologia (1986-2012)



Fonte: ns. elaborazione su dati AIFI

A partire dalla fine degli anni Novanta, invece, il mercato ha subito evidenti trasformazioni poiché le risorse finanziarie degli operatori sono state canalizzate per lo più verso operazioni finalizzate all'acquisizione del controllo societario⁴. Gli interventi di BO, soprattutto all'interno di processi di ricambio generazionale e di rimpiazzo del management, hanno iniziato a catalizzare elevati volumi di investimento, e la realizzazione dei primi mega deals (operazioni caratterizzate da interventi nell'equity per un valore superiore a 150 milioni di euro) ha contribuito alla crescita dei volumi complessivi. La focalizzazione degli investimenti in imprese in uno stadio avanzato del ciclo di vita, ha, tuttavia, drenato risorse dai settori a maggiore contenuto tecnologico spostandoli a favore dei settori consolidati, come quello manifatturiero, sollevando evidenti questioni di policy e generando una condizione che è generalmente definita di *equity gap* (Mason e Harrison, 1995; Sohl, 1999). Esiste, cioè, sul mercato del capitale di rischio, un vuoto di offerta per le nuove imprese innovative, non essendo disponibili risorse finanziarie in grado di colmare il divario esistente fra il fabbisogno

⁴ Nella prima metà degli anni Novanta le operazioni di BO avevano avuto un peso piuttosto marginale rispetto agli altri interventi a causa sia dell'incerto quadro normativo vigente, sia delle difficoltà organizzative ad esse legate.