



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il private equity in Italia

Febbraio 2009

Numero

41

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Sintesi

Questo lavoro analizza l'industria del private equity e venture capital in Italia. In una prima parte si descrivono le caratteristiche e l'evoluzione del mercato italiano. In una seconda parte il lavoro propone i risultati di un'indagine effettuata attraverso interviste alle imprese e questionari rivolti agli intermediari, effettuati dalla Banca in collaborazione con l'AIFI (Associazione italiana del private equity e venture capital), al fine di ricavare informazioni sulle caratteristiche dei contratti utilizzati, delle imprese finanziate e degli intermediari. Infine, si discutono i principali fattori di ostacolo al maggiore sviluppo del private equity in Italia, utilizzando le informazioni ricavate dai questionari rivolti agli intermediari.

Classificazione JEL: G24, G32.

Parole chiave: private equity, venture capital.

Sommario

1. Introduzione	5
2. Le principali caratteristiche del mercato del private equity italiano	6
2.1 L'evoluzione del mercato del private equity e venture capital	6
2.2 Caratteristiche degli operatori attivi nel mercato	7
2.3 Lo sviluppo delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi italiani.....	8
2.4 I principali trend degli investimenti di private equity e venture capital in Italia	9
2.5 Raccolta e disinvestimenti	11
3. Rassegna della letteratura	12
4. La struttura del questionario	15
5. I risultati del questionario	16
5.1 Il campione di imprese.....	16
5.2 Le caratteristiche dei contratti.....	17
5.3 Il coinvolgimento dell'intermediario nell'attività dell'impresa	20
5.4 Il profilo demografico degli imprenditori e le valutazioni degli imprenditori sulla relazione con l'intermediario.....	21
5.5 Le caratteristiche degli intermediari e l'incontro tra impresa e intermediario	23
5.6 Le modalità di uscita dell'intermediario	24
5.7 I Buyout	25
6. Fattori di ostacolo al maggiore sviluppo del private equity in Italia : il giudizio degli intermediari	25
7. Conclusioni	26

Il paper è stato curato da un gruppo di lavoro composto da Chiara Bentivogli, Amanda Carmignani, Diana Marina Del Colle, Roberto Del Giudice (AIFI), Massimo Gallo, Andrea Generale, Anna Gervasoni (AIFI), Massimiliano Rigon, Paola Rossi, Enrico Sette e Bruna Szegö. Cristiana Rampazzi ha fornito un prezioso contributo nella predisposizione dei questionari, della base dati e delle tavole. Il lavoro riflette esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

Introduzione¹

Il dibattito di politica economica sui fattori alla base dello sviluppo delle imprese sottolinea il ruolo di riforme strutturali nei mercati dei prodotti e del lavoro, della diffusione delle conoscenze tecniche e organizzative, degli investimenti in ricerca e sviluppo. Dopo essere stato a lungo trascurato, di recente, è stato analizzato più a fondo il contributo dei fattori finanziari (Philippon e Veron, 2008).

In particolare, il private equity è considerato uno strumento importante nel favorire la nascita di nuove imprese e la crescita di quelle esistenti, specialmente se operanti in settori legati a nuove tecnologie (ICT, biotecnologie, etc.) in cui è particolarmente forte la presenza di asimmetrie informative. Al contrario degli Stati Uniti, e in parte, del Regno Unito, lo sviluppo del private equity in Europa e in Italia è ancora limitato.

Semplificando, la definizione di private equity include due tipologie di investimento nel capitale di rischio delle imprese: la prima (operazioni di venture capital) si rivolge a imprese giovani e con elevate prospettive di crescita, che difficilmente sarebbero in grado di reperire capitale di rischio con mezzi tradizionali. Per queste imprese è spesso anche difficile indebitarsi con le banche, dal momento che nelle prime fasi dello sviluppo si caratterizzano per una bassa redditività e una scarsa dotazione di capitale fisso da utilizzare come garanzia a fronte dei prestiti.

Nella seconda tipologia di investimento rientrano operazioni verso imprese più grandi, spesso caratterizzate da abbondanti risorse finanziarie. Mentre le operazioni di “expansion” sono giustificate dalla necessità di consolidare lo sviluppo di imprese mature, i buyout implicano di frequente un ricambio degli amministratori, spesso in occasione della successione all’interno di imprese a controllo familiare, e sono intrapresi con l’obiettivo di aumentare l’efficienza operativa e gestionale. Di frequente i buyout sono finanziati accrescendo la leva finanziaria e si caratterizzano per l’adozione di meccanismi di incentivo che legano la retribuzione degli amministratori agli andamenti aziendali. Infine, alcune operazioni verso imprese mature sono finalizzate alla ristrutturazione di aziende in crisi.

Ma come funziona veramente il private equity? Comune alle varie tipologie di operazioni è la possibilità per gli investitori nel capitale di rischio di esercitare un intenso controllo sulle decisioni dell’imprenditore.

Il private equity investe nell’impresa acquisendo una partecipazione nel capitale; le successive erogazioni di fondi sono generalmente subordinate al raggiungimento di obiettivi prefissati. Caratteristiche contrattuali specifiche quali l’uso di strumenti ibridi di capitale-debito, il diritto di nominare propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, la presenza di diritti di veto e di clausole di non competizione favoriscono il vaglio delle decisioni dell’imprenditore. Questi meccanismi sono stati messi in luce dall’ampia letteratura teorica ed empirica sviluppatasi soprattutto con riferimento all’esperienza degli Stati Uniti. Le informazioni sulle condizioni contrattuali relative a paesi diversi dagli Stati Uniti sono piuttosto scarse.

Questo lavoro analizza il mercato del private equity in Italia sia dal punto di vista aggregato (peso degli investimenti, principali caratteristiche degli intermediari che operano in Italia), sia a livello microeconomico, utilizzando i risultati di un’indagine specifica condotta dalla Banca d’Italia e dall’Aifi (Associazione italiana del private equity e venture capital). L’analisi aggregata descrive i tratti salienti che caratterizzano l’operatività degli intermediari in Italia, con particolare attenzione

¹ Gli Autori desiderano ringraziare tutti gli imprenditori e gli intermediari che hanno partecipato a questa indagine, senza il supporto e la pazienza dei quali questo lavoro non sarebbe stato realizzabile.

alla tipologia degli intermediari stessi (società indipendenti, di emanazione estera, di emanazione bancaria, ecc.) e alla rilevanza della loro specializzazione nelle diverse fasi dell'investimento. Il confronto con la realtà di altri paesi permette di fare luce sulle peculiarità del caso italiano. Vengono poi discusse le recenti tendenze che hanno caratterizzato gli investimenti, sia sulla base di dati aggregati, sia con riferimento alle principali disaggregazioni di interesse (fase dell'investimento, dimensione dell'impresa partecipata, settore di attività economica) degli investimenti. Viene fornita una stima della rilevanza "sistemica" del private equity, sulla base dello "stock" di partecipazioni detenute. Per quanto riguarda la raccolta di fondi, si analizza il ruolo dei diversi investitori (banche, assicurazioni, fondi pensione, ecc.).

Sulla base di interviste rivolte sia alle imprese sia ai principali intermediari operanti in Italia sono state raccolte evidenze qualitative che riguardano gli investimenti effettuati in 57 imprese. La motivazione principale dell'analisi è quella di documentare le caratteristiche dei finanziamenti in Italia e di fornire una prima valutazione su similarità e differenze rispetto a quanto descritto con riferimento agli Stati Uniti, dove questa tipologia di finanziamento è relativamente sviluppata. L'analisi cerca anche di individuare la relazione tra le forme contrattuali utilizzate e alcune caratteristiche dell'impresa.

Le indicazioni dalle analisi empiriche svolte soprattutto con riferimento agli Stati Uniti mostrano che il venture capital avrebbe aiutato imprese con alte potenzialità di crescita a superare i vincoli finanziari; avrebbe anche apportato servizi di consulenza per lo sviluppo dei prodotti e per la ricerca di mercati di sbocco. Nel caso dei buyout i risultati non sono univoci. Da un lato, infatti, gli elevati livelli di leva finanziaria e l'adozione di appropriati schemi di incentivo per gli amministratori, tipici di queste operazioni, possono favorire il raggiungimento di livelli più elevati di efficienza; dall'altro, l'aumento dell'indebitamento accresce la fragilità finanziaria dell'impresa e può costituire un fattore di rischio per l'imprenditore e i finanziatori.

L'analisi relativa alle operazioni effettuate in Italia intende fornire una prima parziale valutazione della relazione tra le condizioni contrattuali e le caratteristiche dell'impresa finanziata. Particolare attenzione viene prestata anche al giudizio "soggettivo" dell'imprenditore sul contributo fornito dal private equity non solo in termini di disponibilità di risorse finanziarie, ma anche nella consulenza e nel supporto alle strategie di impresa e alle attività di gestione. Le interviste hanno anche fornito indicazioni sui fattori di ostacolo all'ulteriore sviluppo del private equity in Italia.

Il lavoro è così organizzato: il paragrafo 2 presenta l'analisi sulle principali caratteristiche del private equity in Italia. Nel paragrafo 3 si fornisce una breve rassegna della letteratura che sintetizza le modalità con le quali l'intermediario di private equity esercita il controllo sull'impresa. Queste indicazioni hanno ispirato il contenuto dei questionari-intervista che vengono descritti nel paragrafo 4. Il paragrafo 5 presenta il campione di imprese oggetto delle interviste e i principali risultati ottenuti da tali evidenze; nel paragrafo 6 si discutono i fattori di ostacolo a un maggior sviluppo del private equity in Italia. Il paragrafo 7 conclude.

1. Le principali caratteristiche del mercato del private equity italiano

2.1 L'evoluzione del mercato del private equity e venture capital

La nascita in Italia di un vero e proprio settore di operatori professionali e specializzati nell'attività di investimento nel capitale di rischio può essere fatta risalire alla metà degli anni Ottanta, quando nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si raggrupparono per dare vita ad

un'associazione di categoria, l'AIFI (all'epoca Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital²).

Negli anni, il numero degli operatori e il loro profilo hanno subito una notevole evoluzione in relazione ai mutamenti del contesto economico e finanziario nazionale e al quadro normativo che ha disciplinato le strutture giuridiche utilizzate per svolgere l'attività di investimento nel capitale di rischio (Bracchi e Gervasoni, 2006). Va ricordato che inizialmente e fino al 1986 l'attività di investimento nel capitale di rischio non era consentita alle aziende di credito. Solo successivamente, con la delibera del CICR e l'emanazione della normativa da parte della Banca d'Italia, anche questi istituti furono abilitati all'attività di investimento, seppur nel rispetto di precisi vincoli. Per lo sviluppo del settore è risultata fondamentale l'istituzione formale, nel 1993, dei fondi chiusi di diritto italiano che sono, nel tempo, divenuti il principale strumento per lo svolgimento dell'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate (Berlanda 1993).

L'espansione del private equity è stata rapida a partire dagli anni novanta; un sostenuto processo di crescita è tuttora in atto. Mentre, in una prima fase (tra il 1986 e il 1996) un numero limitato e stabile di operatori svolgeva attività di investimento in capitale di rischio, un vero e proprio sviluppo del settore si osserva tra il 1997 e il 2001, quando la diffusione delle nuove tecnologie dell'ITC ha attratto risorse finanziarie favorendo la nascita di nuovi operatori. Successivamente è seguito un periodo di relativa stabilità, interrotto, nel 2005, dall'avvio di un nuovo ciclo, contraddistinto da uno sviluppo ulteriore del settore e da segnali di rinnovata vivacità del segmento dell'early stage.

2.2 Caratteristiche degli operatori attivi nel mercato

L'ambito istituzionale nel quale gli investitori nel capitale di rischio operano ha subito, e continua tuttora a subire, una significativa evoluzione, che si riflette nel profilo degli operatori e nelle caratteristiche delle operazioni effettuate.

Le principali categorie di investitori professionali attivi nelle operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese, classificati in base alle caratteristiche operative, sono individuabili in:

- fondi chiusi italiani gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) e altri fondi locali generalisti;
- fondi specializzati nel segmento dell'early stage;
- fondi pan-europei;
- banche italiane e loro sussidiarie;
- investitori pubblici e regionali³.

Negli anni di avvio dell'attività di private equity e venture capital furono gli operatori locali, per lo più organizzati sotto forma di finanziarie di investimento, private e industriali, a promuovere la crescita del settore, rappresentando la quasi totalità degli operatori attivi. Successivamente, il mercato ha visto la progressiva diffusione di operatori internazionali: i fondi cosiddetti "pan europei" o globali, praticamente assenti in origine, sono passati oggi a rappresentare una quota compresa

² AIFI è stata costituita nel 1986 con l'obiettivo di rappresentare gli interessi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio. Tra le attività svolte dall'associazione, finalizzate a supportare lo sviluppo del mercato sia in Italia che all'estero, oltre ad un continuo sforzo per migliorare il quadro normativo attraverso l'interazione con gli organi legislativi e un costante impegno per migliorare la percezione e lo sviluppo dell'attività di investimento in capitale di rischio, vi è la predisposizione delle periodiche ricerche volte ad analizzare l'andamento dell'attività di investimento sul territorio nazionale.

³ Si veda Del Giudice e Bettonica (2006).

tra il 25 per cento e il 30 per cento dell'intero mercato, dimostrando un'apertura del nostro sistema verso il contesto europeo e nord americano.

Verso la metà degli anni novanta hanno invece iniziato ad operare le prime SGR di fondi mobiliari chiusi, istituite dalla Legge n. 344 del 14 agosto del 1993. Tali società, che costituivano appena l'1 per cento del mercato alla fine del primo anno di vita della nuova legge, hanno successivamente progressivamente consolidato la loro presenza, arrivando a rappresentare, alla fine del 2007, oltre il 30 per cento degli operatori.

Anche gli investitori di diretta emanazione bancaria hanno registrato una notevole diffusione alla fine degli anni ottanta, fino a contare, in termini di numero di operatori, per circa il 50 per cento del totale dell'offerta e assestandosi, poi, su una quota pari a circa il 30 per cento del mercato verso la fine degli anni novanta. Dopo il 2000 la presenza delle divisioni bancarie sul totale degli operatori ha iniziato a calare per effetto della creazione di numerosi fondi chiusi di emanazione degli stessi gruppi creditizi. Recentemente anche questa tendenza si è interrotta in presenza di una riduzione del numero di SGR promosse dal settore bancario e di una crescita della rilevanza degli operatori indipendenti. Di fatto, le banche partecipano in maniera sempre più consistente all'attività di private equity come investitori nei fondi, sostituendo tale ruolo a quello di promotore di veicoli di investimento o, addirittura, di investitore diretto.

Anche gli operatori pubblici, sia di carattere nazionale sia regionale, hanno rappresentato una quota importante del mercato, specialmente nel comparto delle operazioni di start up e espansione.

Guardando alle quote di mercato riconducibili all'attività svolta, nel periodo 2005-2007 circa la metà delle operazioni realizzate è stata effettuata da società di gestione del risparmio (SGR) e da operatori specificamente dedicati all'attività di investimento in Italia (*country funds*), seguiti dai fondi pan-europei (21 per cento) dagli operatori regionali/pubblici (11 per cento), dalle banche (10 per cento) e dagli operatori di early stage (8 per cento). In particolare, sono stati i fondi pan-europei a registrare la crescita più sostenuta nel numero di operazioni realizzate, a conferma dell'attrattività del mercato italiano per gli investitori internazionali.

Un'altra classificazione in base alla quale è possibile esaminare l'evoluzione delle tipologie di operatori presenti sul mercato riguarda la distinzione tra gli investitori *captive* e quelli "indipendenti". I fondi *captive* sono promossi e gestiti da una struttura che è emanazione diretta di istituzioni finanziarie o industriali; essi hanno come fonte di approvvigionamento dei capitali, esclusiva o prevalente, la società capogruppo o altre imprese affiliate, non ricorrendo quindi direttamente al mercato dei capitali per la raccolta delle risorse finanziarie. Caratteristiche opposte hanno, invece, i fondi promossi e gestiti da una società di gestione che raccoglie le risorse direttamente sul mercato. Gli operatori *captive* hanno rappresentato i soggetti prevalenti nella fase di sviluppo iniziale del mercato, mentre attualmente è in crescita il peso degli operatori indipendenti. Questa tendenza è riconducibile all'evoluzione del mercato dalla prima fase di avvio ad una fase di consolidamento e di maturità, in cui i manager delle società che hanno maturato un'esperienza presso un'istituzione di riferimento tendono a separarsi da essa e operare autonomamente, avendo consolidato la propria reputazione.

2.3 Lo sviluppo delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi italiani

Nell'ambito del processo di evoluzione dell'offerta, i più recenti dati indicano una diffusione sempre maggiore dei fondi chiusi di diritto italiano, che rappresentano oggi il veicolo più utilizzato per lo svolgimento di tale attività nel nostro paese. A fine dicembre 2007 risultavano autorizzate 60⁴

⁴ In questo paragrafo, per i dati sull'evoluzione del numero dei fondi chiusi e delle SGR che li gestiscono si fa riferimento alle informazioni contenute nelle Relazioni annuali di Banca d'Italia.

società di gestione del risparmio (SGR) aventi per oggetto la gestione di fondi mobiliari chiusi, le quali, complessivamente, controllavano 98 fondi.

Il numero di SGR autorizzate a gestire fondi mobiliari chiusi è aumentato progressivamente soprattutto dopo il 1999, cioè da quando è entrata in vigore la disciplina attuativa del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 58/98), che ha ampliato la flessibilità operativa nell'attività di gestione di questi fondi. Rispetto alla totalità degli intermediari specializzati nell'attività di private equity e venture capital, infatti, le SGR rappresentavano poco meno dell'8 per cento nel 1995, il 15 per cento nel 1998 e quasi il 30 per cento a fine dicembre 2007.

Inoltre, può essere importante segnalare come i primi gestori di fondi mobiliari chiusi erano anche gestori di fondi aperti ed erano, per lo più, di emanazione bancaria⁵: nel 1995 questa tipologia di gestori corrispondeva alla totalità delle SGR operative. Al contrario, negli ultimi anni si è notevolmente accresciuto il numero delle SGR "indipendenti" che, nel 2007, rappresentavano circa il 75 per cento delle società di gestione attive nel settore.

Riguardo alle tipologie di fondi gestiti, generalmente si distingue tra veicoli retail, offerti al pubblico indistinto dei risparmiatori, e veicoli riservati a operatori qualificati (banche, società di investimento, fondi pensione, imprese assicurative, ecc.)⁶. La gestione di quest'ultima tipologia di fondi prevede una maggiore flessibilità nelle politiche di investimento e nelle strategie di raccolta dei capitali, così come un più rapido iter autorizzativo, visto il maggiore grado di competenza e di propensione al rischio dei sottoscrittori. Considerando la tipologia di investitori a cui i fondi sono destinati, risultano attualmente più numerosi i fondi riservati a investitori qualificati, che sono pari a 85 sui 98 autorizzati a fine dicembre 2007. Inoltre, il dato relativo al numero dei fondi riservati è in costante aumento, soprattutto negli ultimi anni. I fondi di tipo retail hanno invece rappresentato la totalità del mercato fino al 2000. Successivamente e in concomitanza con gli sviluppi normativi, il mercato dei fondi riservati ha conosciuto uno sviluppo più accelerato rispetto a quello dei retail, anche grazie alla loro maggiore flessibilità.

Sotto il profilo quantitativo, il patrimonio dei fondi mobiliari chiusi nel loro complesso, misurato in termini di valore complessivo netto⁷, ha mostrato un trend crescente, e negli ultimi quattro anni è aumentato passando da 1,4 a 3,9 miliardi di euro, riflettendo la crescita del numero dei veicoli di investimento. Per quanto attiene i parametri dimensionali, la dimensione media dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano risulta pari a 145 milioni di euro, con un ammontare medio dei capitali raccolti per avviare un fondo retail pari a circa 80 milioni di euro, e una dimensione media dei fondi riservati pari a circa 154 milioni di euro. Tali valori includono anche i sei maggiori fondi, che sono riservati e che superano i 500 milioni di euro. Se si escludono questi ultimi veicoli, la dimensione media dei fondi mobiliari chiusi italiani scende a 87 milioni di euro.

2.4 Principali tendenze degli investimenti di private equity e venture capital in Italia

Nel corso dell'ultimo triennio (2005-2007) il mercato italiano del private equity e venture capital ha assistito a un processo di crescita sia del numero di operazioni sia dell'ammontare investito. Quest'ultimo è risultato in media pari a circa 3,7 miliardi di euro in ciascun anno, mentre il numero di operazioni si è attestato intorno ad un valore medio di poco inferiore a 300, coinvolgendo ogni anno circa 250 diverse imprese. A livello di stock, alla data del 31 dicembre 2007, il valore al costo del portafoglio degli operatori di private equity e venture capital ammontava a 12,6 miliardi di euro, pari a circa l'1,7 per cento del valore aggiunto delle imprese non finanziarie; queste risorse

⁵ Società di gestione il cui capitale è posseduto in misura superiore al 50 per cento da banche.

⁶ Per la definizione di investitore qualificato si fa riferimento al DMT del 24 maggio 1999, n.228.

⁷ I dati si riferiscono al valore complessivo netto dei fondi, rilevato dai rendiconti annuali.

sono investite in 1.120 società. Se si considerano, inoltre, i fondi disponibili per investimenti, ad esclusione dei fondi pan-europei, le disponibilità degli investitori *captive* e degli operatori regionali pubblici, il valore dell'ammontare complessivo gestito sale a più di 18,5 miliardi.

Nel triennio considerato, la maggior parte del capitale è stato investito in operazioni di buy out, che hanno mediamente attratto ogni anno poco meno del 75 per cento del totale dei capitali impiegati nell'intero mercato, seguiti dalle operazioni di expansion (21 per cento), di replacement (4 per cento) e, infine, di seed e start up (1 per cento).

Guardando alla distribuzione del numero di investimenti per tipologia, primeggiano invece le operazioni di expansion, con poco meno di 120 interventi ogni anno, distribuiti mediamente su 105 diverse società. Seguono le operazioni di buy out (87 per un totale di 68 società), seed e start up (69 operazioni su 56 società) e di replacement (18 operazioni, distribuite su 16 società).

Nel confronto con gli altri mercati europei il segmento dell'early stage e, in particolare, degli investimenti in nuove imprese ad alta tecnologia, risulta ancora poco sviluppato, a fronte di una progressiva crescita delle operazioni indirizzate verso imprese mature o in fase di crescita, di medie dimensioni. Tuttavia, negli ultimi anni sono stati avviati alcuni fondi privati specializzati e iniziative, in gran parte promosse da finanziarie regionali e dalle amministrazioni locali, dedicate al segmento cosiddetto "seed".

Altre tipologie di interventi, quali operazioni di turnaround su imprese da ristrutturare, sebbene già relativamente diffuse in altri paesi, sono ancora in via di sviluppo in Italia. Attorno a questo segmento si segnala un accresciuto interesse, anche a seguito delle modifiche normative apportate alla legge fallimentare, tese a favorire il rilancio dell'attività imprenditoriale in crisi. L'elevato ricorso ad operazioni di buy out, volte ad una sostituzione della compagine azionaria, spesso a favore dei manager che guidano l'impresa, è in parte legato alle caratteristiche strutturali delle PMI italiane e al loro ciclo di vita: sempre più spesso, infatti, queste imprese si trovano a dover fronteggiare delicati processi di ricambio generazionale (Peveraro 2007).

La forte incidenza, sia per ammontare sia per numero, dei buy out non è, tuttavia, tipica del mercato italiano, ma si riscontra anche in altri paesi, quali Germania e Francia, date le caratteristiche simili delle imprese europee.

L'analisi dell'attività di investimento per classi di investitori indica che ai fondi pan europei sono attribuibili, nel triennio 2005-2007, i valori di investimento medio annuo più elevati (oltre 2 miliardi di euro distribuiti su circa 30 investimenti), seguiti da SGR e *country funds*, che hanno mediamente impiegato un ammontare di poco inferiore al miliardo di euro, effettuando circa 120 investimenti. Più contenuta risulta, invece, l'attività degli operatori bancari, degli investitori regionali e pubblici, e quella dei fondi specializzati sull'early stage con un ammontare complessivamente investito ogni anno pari a circa 500, 45 e 20 milioni di euro. Tali evidenze indicano che i fondi pan europei tendono a concentrare i propri investimenti su poche operazioni di dimensioni elevate (grandi e mega deal), mentre gli altri operatori effettuano numerosi deal di dimensioni più contenute.

Nel complesso, il mercato ha registrato negli ultimi anni un incremento dell'ammontare medio unitario dell'investimento per singola operazione, salito nel 2007 a circa 14 milioni di euro, da 12,8 milioni nel 2006. Il dato normalizzato, al netto, cioè, delle operazioni di grandi dimensioni (large e mega deal) realizzate nel corso dell'anno, risulta, tuttavia, in diminuzione, a quota 7 milioni di euro nel 2007, rispetto agli 8,5 milioni del 2006.

Con specifico riferimento alle operazioni di grandi dimensioni, nel corso degli ultimi tre anni le società oggetto di un investimento nelle quali sono stati impiegati, a titolo di equity, più di 150 milioni di euro sono state tredici. Tali investimenti hanno attratto risorse complessive per circa 4,4 miliardi di euro, pari al 40 per cento dell'ammontare complessivamente investito negli anni considerati, registrando una lieve tendenza alla crescita.

L'analisi delle dimensioni medie delle imprese target evidenzia tuttavia come la maggior parte delle operazioni si sia concentrata su aziende di taglio medio-piccolo. Le imprese con meno di 250 dipendenti nel triennio in considerazione sono infatti state oggetto del 76 per cento degli interventi: la maggioranza degli operatori concentra infatti i propri investimenti nelle aziende con le caratteristiche tipiche del tessuto industriale italiano.

L'analisi della distribuzione del numero di operazioni di investimento per classi di fatturato delle aziende target conferma che le aziende di piccola e media dimensione (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro) hanno rappresentato, nei tre anni, il principale target verso cui sono stati indirizzati gli investimenti degli operatori attivi in Italia, con una quota media del 70 per cento sul numero complessivo di operazioni.

Analizzando più in dettaglio le dimensioni delle imprese oggetto di intervento, risulta in Italia ancora scarsamente presidiato il segmento degli operatori che si dedicano alle imprese che, seppure già esistenti, sono caratterizzate da soglie "critiche" di fatturato, che mettono la loro esistenza a rischio in mancanza di una spinta verso la crescita e di un partner finanziario che la supporti. Si tratta di imprese con fatturato tra i 2 e i 10 milioni di euro, che non risultano appetibili né per un operatore puro di venture capital, né per un operatore di private equity, che si muove su aziende target più mature.

Per quanto riguarda, infine, la distribuzione geografica degli investimenti sul territorio italiano, permane una situazione di squilibrio che ha visto, nel triennio, le regioni del Nord attrarre l'87 per cento dei capitali investiti e il 75 per cento del numero di imprese oggetto di investimento, mentre il Centro si è aggiudicato l'11 per cento dell'ammontare e il 18 per cento del numero di imprese. Nel Mezzogiorno, infine, è stato investito appena il 2 per cento dell'ammontare, corrispondente al 7 per cento del numero di imprese. La dinamica degli investimenti suggerisce, tuttavia, una maggiore attenzione degli operatori verso le imprese localizzate nelle regioni del Centro, mentre rimangono pressoché costanti le operazioni effettuate nelle regioni del Mezzogiorno.

2.5 Raccolta e disinvestimenti

Ogni anno mediamente 20 fondi svolgono attività di fund raising: la raccolta media nel triennio 2005-2007 è stata pari a circa 2,2 miliardi di euro. La maggior parte di tali fondi proviene da raccolta indipendente svolta sul mercato nazionale ed internazionale (1,5 miliardi di euro medi nel triennio), mentre circa il 25 per cento è riconducibile a capitali forniti dalle società capogruppo ai cosiddetti fondi *captive* (circa 550 milioni di euro). Rimane, infine, marginale la quota di capital gain provenienti dalla medesima attività di private equity che vengono resi disponibili per reinvestimenti (circa 110 milioni di euro). Secondo la metodologia internazionale, tali dati non considerano le risorse riconducibili ai fondi pan-europei con base stabile nel nostro paese, sottostimando, dunque, il valore complessivo delle risorse disponibili sul mercato. Con riferimento alla provenienza geografica delle risorse raccolte, nell'ultimo triennio la quota di capitali di origine internazionale ha stabilmente superato il 50 per cento, da un lato confermando l'interesse degli investitori istituzionali esteri, soprattutto europei, per il mercato italiano, dall'altro evidenziando la scarsa propensione degli investitori domestici ad allocare parte del loro patrimonio verso il settore del private equity.

Considerando, poi, i soggetti da cui provengono i capitali, le risorse provenienti da banche e fondi di fondi continuano a rappresentare la quota più importante del totale delle risorse affluite sul mercato, rappresentando entrambi poco meno del 30 per cento nel triennio 2005-2007. La restante quota della raccolta si suddivide, invece, fra investitori individuali (11 per cento), assicurazioni (8 per cento) e fondazioni bancarie e accademiche (7 per cento), mentre svolgono un ruolo relativamente marginale i gruppi industriali, i fondi pensione e le istituzioni pubbliche.

La dinamica dei disinvestimenti e dei valori dell'ammontare disinvestito riflette quella degli altri indicatori. Nel corso dell'ultimo triennio l'ammontare medio disinvestito annualmente è stato pari a circa 1,7 miliardi di euro, mentre il numero delle società oggetto di disinvestimento risulta pari a 180. Sotto il profilo del canale attraverso cui le partecipazioni vengono dismesse, il mercato italiano si caratterizza per la prevalenza delle cessioni delle partecipazioni a partner industriali (*trade sale*), utilizzate in circa il 45 per cento dei casi. Seguono, al 20 per cento, le operazioni di cessione ad altri investitori finanziari, mentre la quotazione in Borsa rimane ancora poco utilizzata, con una quota media pari all'11 per cento, un fenomeno in linea con quanto osservato a livello europeo. Se si escludono le società operanti nel settore immobiliare e finanziario, dal 2005 al 2007 sono state 28 le imprese cosiddette "venture backed" quotate sul mercato borsistico italiano, circa il 50 per cento del totale delle IPO registrate nel nostro paese.

2. Rassegna della letteratura

A partire dagli anni novanta si è sviluppata un'ampia letteratura sulle caratteristiche dei contratti di private equity. I problemi "classici" presenti in ogni relazione di finanziamento – incertezza, asimmetrie informative, costi di agenzia – diventano particolarmente intensi nel mercato del private equity, considerato il tipo di impresa finanziata e le caratteristiche dell'intervento del finanziatore. Le indicazioni della letteratura suggeriscono che l'uso "ottimale" di particolari strumenti contrattuali e di governance permette di selezionare i progetti migliori, di incentivare l'imprenditore e attribuire al finanziatore incisivi poteri di controllo sull'impresa. Studi empirici hanno confermato l'utilizzo, soprattutto nel contesto nord-americano, di tali strumenti contrattuali e hanno individuato i loro effetti positivi sull'andamento aziendale.

La struttura ottimale di un'operazione di venture capital comprende, secondo la letteratura, alcuni tratti caratteristici.

In primo luogo, è diffuso l'uso dello stage financing, cioè il ricorso a pattuizioni che suddividono il finanziamento in più stadi, ognuno dei quali subordinato al raggiungimento da parte dell'impresa di determinati risultati oggettivi (Sahlman, 1988; Gompers, 1995; Klausner e Litvak, 2001; Gilson, 2003; Cornelli e Yosha, 2003; Cuny e Talmor, 2004; Bienz e Hirsch, 2006). La ripartizione per stadi diminuisce l'esposizione del finanziatore al rischio complessivo dell'operazione; inoltre, poiché ogni nuova tranche di finanziamento è subordinata alla produzione, da parte dell'imprenditore, di informazioni specifiche sull'andamento del progetto, vengono in questo modo attenuate le asimmetrie informative nel corso del rapporto di finanziamento e aumenta la possibilità di valutare ex post la capacità dell'imprenditore. Al tempo stesso, la minaccia implicita che il venture capitalist esercita sull'impresa attraverso il diritto di abbandonare il progetto a ogni successivo stadio ha effetti ex ante: agisce come un implicito metodo di selezione degli imprenditori più capaci; contribuisce a rendere più trasparente e obiettiva l'informazione fornita dall'imprenditore in sede di definizione degli accordi di finanziamento⁸. A questi pregi si accompagnano alcuni difetti: l'efficacia della minaccia di abbandonare il progetto può essere bassa se il finanziatore ha già investito in misura considerevole nell'impresa; la suddivisione del finanziamento per stadi può indurre l'imprenditore a privilegiare strategie di breve termine. Ciò spiega perché lo stage financing venga spesso abbinato ad altri meccanismi, dei quali si discute più avanti. Le analisi empiriche confermano un largo uso dello staging, soprattutto nel finanziamento di imprese giovani e innovative dove i rischi, le asimmetrie informative e i costi di agenzia sono maggiori.

⁸ I parametri cui è ancorata la decisione in ordine alla prosecuzione del progetto vengono definiti sulla base dei risultati previsionali descritti nel *business plan* fornito dall'imprenditore; questi avrà interesse a non sovrastimare tali risultati (considerato che il loro mancato raggiungimento determina l'abbandono del progetto da parte del venture capitalist) né a sottostimarli (pena un prezzo più alto dell'operazione).

Le operazioni di venture capital si riflettono in una particolare struttura finanziaria dell'azienda oggetto dell'investimento. Dalle analisi empiriche svolte su imprese statunitensi (Gompers, 1997; Trester, 1998; Kaplan e Strömberg, 2003) emerge che la partecipazione dell'imprenditore è solitamente di maggioranza: in un contesto nel quale l'impegno dell'imprenditore è cruciale per il successo del progetto, questa scelta è volta a promuovere il suo investimento in capitale umano. In secondo luogo, l'apporto del finanziatore prende di frequente la forma di strumenti ibridi di capitale-debito che permettono un'allocazione non proporzionale dei cash flows e variabile in funzione dell'andamento del progetto. La superiorità di questi strumenti rispetto all'alternativa della "pura azione" o della "pura obbligazione" trova ampio riscontro nella letteratura teorica (Sahlman, 1990; Gompers, 1997; Tykvová, 2000; Schertler, 2000; Bratton, 2001; Triantis, 2001; Schmidt, 2003; Hellmann, 2006; Megginson, 2004) che - sia pure con varietà di argomenti - ne sottolinea gli aspetti positivi. In generale, gli strumenti ibridi di patrimonializzazione proteggono il finanziatore in scenari sfavorevoli mentre massimizzano il rendimento dell'investimento in scenari favorevoli; svolgono una funzione di selezione degli imprenditori "migliori"; contribuiscono ad allineare gli incentivi delle parti.

Altra caratteristica rilevante è l'attribuzione al finanziatore di incisivi poteri di monitoraggio e di governo sull'impresa finanziata, anch'essi variabili in relazione all'andamento del progetto e realizzati attraverso diritti di nomina di componenti del consiglio di amministrazione e poteri di veto sulle più importanti scelte gestionali e strategiche dell'impresa (Sahlman, 1991; Lerner, 1995; Gompers e Lerner, 1996; Hellmann, 1998; Basha e Walz, 2001; Cumming, 2002; Kaplan e Strömberg, 2003; Megginson, 2004). Questi ultimi riguardano, ad esempio, il veto sulle decisioni relative ad aumenti di capitale, al grado di indebitamento, ai compensi del management e dell'imprenditore; per quest'ultimo profilo è generalmente previsto l'uso intensivo di schemi di incentivazione finalizzati a riconoscere una remunerazione legata a risultati aziendali non di breve periodo. Sempre al fine di proteggere l'investimento del finanziatore, vengono solitamente negoziate anche clausole di non competizione che impediscono all'imprenditore attività in settori analoghi a quelli in cui opera l'impresa finanziata o l'utilizzo del nome dell'azienda.

Infine, è diffuso l'impiego di clausole che garantiscono per il finanziatore le condizioni di uscita dall'investimento (fase di exit, cioè la cessione della partecipazione) e, nel contempo, limitano la facoltà di "uscita" dell'imprenditore dalla società (Chemla, Habib e Ljungqvist, 2004; Megginson, 2004; Klausner e Litvak, 2001; Cumming, 2002). Una serie di elementi rendono delicata la fase dell'exit - del finanziatore e dell'imprenditore - e motivano la presenza di clausole specifiche. Tipicamente nelle operazioni di venture capital l'impresa non è quotata, la partecipazione dell'investitore esterno è di minoranza, le capacità personali dell'imprenditore assumono un ruolo essenziale per la buona riuscita del progetto. La cessione a terzi della partecipazione (di controllo) di quest'ultimo ha evidenti effetti sul valore della partecipazione di minoranza del finanziatore. Da ciò la necessità di ricorrere a clausole che regolano, limitano o escludono del tutto la facoltà di uscita del socio imprenditore e, nel contempo, garantiscono al venture capitalist una via per il disinvestimento se l'impresa non è sufficientemente profittevole dopo un determinato periodo di tempo.

Le operazioni di buyout si differenziano dagli investimenti di venture capital, in particolare per quanto riguarda la quota di partecipazione dell'intermediario che è spesso di maggioranza e la minore frequenza dello staging del finanziamento. Gli incentivi alla realizzazione dei piani aziendali vengono di norma messi in atto mediante l'aumento del grado di indebitamento dell'impresa, che induce a ricercare progetti dal rendimento elevato, una relazione più forte tra retribuzione del management e performance dell'impresa e un intenso controllo degli intermediari sulle azioni del management (Jensen 1989; Kaplan 1989). Anche nel caso dei buyout le clausole contrattuali specifiche sono essenziali per comprendere gli strumenti utilizzati per accrescere il valore dell'azienda.

Kaplan e Strömberg (2003) analizzano le caratteristiche contrattuali di 213 investimenti di venture capital effettuati da 14 intermediari statunitensi su 119 imprese. Le informazioni di interesse

nell'analisi dei contratti riguardano gli aspetti appena descritti; la loro analisi mira a ricondurre l'utilizzo di tali condizioni contrattuali alla rilevanza delle principali teorie dei contratti. Il primo aspetto considerato da Kaplan e Strömberg rileva per le teorie che fanno riferimento all'incompletezza dei contratti (alcune caratteristiche non possono essere specificate ex ante). L'analisi di questo primo aspetto riguarda quindi i diritti di voto e la rappresentanza nel consiglio di amministrazione. In secondo luogo si esamina la presenza di clausole che assimilano il finanziamento a un contratto di debito, una forma contrattuale efficiente in presenza di asimmetrie informative. Vengono quindi analizzati i diritti in caso di liquidazione dell'impresa e i privilegi che il venture capitalist si assicura in caso di andamento non soddisfacente del progetto, la presenza dello staging e il lasso temporale che intercorre tra un finanziamento e quello successivo. Il terzo aspetto concerne i meccanismi di incentivazione: modalità di remunerazione del management e dell'imprenditore, ripartizione degli utili tra imprenditore e intermediario, presenza di clausole che specificano un lasso temporale minimo dopo il quale l'imprenditore può godere dei profitti aziendali (vesting), i diritti dell'imprenditore in caso di disinvestimento da parte del venture capitalist. L'utilizzo di determinate tipologie contrattuali viene messo in relazione con alcune misure di asimmetria informativa, di incertezza e di incompletezza dei contratti; tra queste, variabili che misurano la redditività, l'esperienza dell'imprenditore, l'incertezza che caratterizza il settore economico in cui opera l'impresa. I risultati indicano che i diritti del venture capitalist sono graduati in relazione all'andamento dell'azienda e che le diverse condizioni contrattuali vengono utilizzate come complementi più che come sostituti. Inoltre, per proteggersi dal problema dell'hold-up da parte dell'imprenditore (Hart e Moore, 1994) l'evidenza per gli Stati Uniti (Kaplan e Strömberg, 2003) mostra che i contratti includono di frequente clausole di non competizione.

Sahlman (1990) documenta un ampio ricorso ad obbligazioni convertibili negli Stati Uniti; peraltro, Kaplan e Strömberg, pur confermando l'ampio ricorso a forme di debito convertibile, indicano che di frequente vengono utilizzate azioni ordinarie e che la protezione dell'investimento è ottenuta utilizzando altre clausole contrattuali. Tra le altre condizioni a protezione dell'investimento risulta rilevante l'eventuale presenza di clausole di conversione automatica per i titoli detenuti dall'intermediario e di quelle che limitano la possibilità dell'imprenditore di emettere nuove azioni o indebitarsi ulteriormente.

La letteratura si è anche concentrata sul grado di attivismo in concreto esercitato dal venture capitalist e sulla relazione tra questo e le caratteristiche dell'operazione. Kaplan e Strömberg (2004) mostrano che l'attivismo del venture capitalist è maggiore quanto più ampio è il controllo dell'intermediario sulle decisioni d'impresa e che la consulenza e il supporto fornito all'imprenditore crescono con la quota di capitale detenuta dall'intermediario. Bottazzi, Da Rin e Hellmann (2004), utilizzando dati europei, analizzano il grado di attivismo del venture capitalist in funzione delle caratteristiche dell'investimento e dell'intermediario e la relazione tra il grado di interventismo dell'intermediario e la probabilità che alla fine dell'investimento la società venga quotata in borsa. I risultati indicano che gli intermediari con maggiore esperienza e quelli "indipendenti", ossia non legati a intermediari bancari, sono più interventisti. Inoltre, un maggiore attivismo dell'intermediario sembrerebbe accrescere le probabilità di quotazione in borsa.

Hellmann e Puri (2000) verificano se il venture capital finanzia più di frequente imprese innovative o quelle che basano la loro produzione sull'imitazione di prodotti già esistenti; valutano anche la relazione tra il tipo di finanziamento e il tempo impiegato per lanciare un nuovo prodotto sul mercato. I risultati indicano che gli intermediari di venture capital tendono a finanziare imprese innovative e che queste ultime commercializzano il proprio prodotto più rapidamente quando sono finanziate da un venture capitalist. Hellmann e Puri (2002) analizzano l'impatto del venture capital sulle strategie di assunzione di personale qualificato nell'azienda (ad esempio, specialisti marketing, specialisti nelle vendite) e valutano se l'ingresso del venture capitalist favorisca l'ingresso dall'e-

sterno di un nuovo amministratore delegato. Gli autori documentano un impatto significativo degli intermediari di venture capital sulla probabilità di assumere personale qualificato.

Bienz e Hirsch (2006) analizzano lo staging e il tipo di obiettivi di performance richiesti nei contratti di venture capital in funzione di misure di opacità dell'azienda basate sul grado di sviluppo del prodotto (ancora in fase di progettazione oppure già in produzione), sull'ampiezza del mercato potenziale, sulla situazione economica dell'impresa, sulla presenza di certificazione dei bilanci aziendali. I risultati mostrano che lo staging è utilizzato più frequentemente quando è maggiore l'incertezza sulla qualità dell'azienda, mentre il grado di tangibilità dell'attivo sembra rivestire un ruolo marginale. Bienz e Walz (2006) usano le stesse informazioni di Bienz e Hirsch per valutare l'utilizzo da parte del venture capitalist di diritti di veto su decisioni aziendali e dei diritti in caso di liquidazione dell'azienda. I risultati suggeriscono che i diritti attribuiti agli intermediari si modificano qualitativamente, ma non quantitativamente con il passare del tempo: gli intermediari perdono i diritti che riguardano aspetti operativi della gestione, ma accrescono i diritti nella fase di disinvestimento.

L'indagine da noi condotta sul caso italiano si differenzia rispetto a quelle degli altri paesi per il fatto che le informazioni sono state raccolte sia presso le imprese sia presso gli intermediari. Dal lato delle imprese è così possibile cogliere non soltanto aspetti oggettivi relativi alla struttura dei contratti e allo sviluppo aziendale, ma anche il giudizio soggettivo dell'imprenditore sui servizi forniti dal finanziatore. Dal lato degli intermediari si può trarre una valutazione complessiva sul mercato del private equity e sulle caratteristiche degli imprenditori ritenute più rilevanti per il buon esito dell'operazione.

3. La struttura del questionario

Il questionario raccoglie informazioni sulle caratteristiche dei contratti di private equity e si rivolge sia alle imprese oggetto di finanziamento, presso le quali sono state effettuate interviste con gli imprenditori, sia agli intermediari di private equity, che hanno fatto pervenire le risposte all'Aifi (Associazione italiana del private equity e venture capital).

Il questionario-intervista è suddiviso in 6 sezioni. La prima raccoglie informazioni anagrafiche sull'impresa, quali la denominazione, la localizzazione, l'età, la forma societaria, la dimensione in termini di occupati, l'eventuale quotazione in borsa e alcuni dati di bilancio (cash-flow, redditività e grado di indebitamento, spese in ricerca e sviluppo) e indicazioni sull'intermediario. La seconda esamina l'operazione di private equity: l'anno e la fase dell'investimento (operazione verso imprese nelle fasi iniziali dello sviluppo, quali seed e start-up, espansione, sostituzione di uno o più soci, buyout o ristrutturazione); se il finanziamento è stato effettuato con altri intermediari di private equity (operazione in sindacato); se e in che modo l'erogazione di fondi è stata suddivisa in più rounds, condizionati al raggiungimento di obiettivi specifici (cd. staging). La terza sezione esamina la struttura dell'operazione cercando di identificare le principali caratteristiche contrattuali. Queste, come si è già osservato, determinano gli incentivi delle parti e sono un fattore cruciale per il successo dell'operazione. Il questionario esamina i principali profili di rilievo segnalati in letteratura. Le informazioni riguardano: la struttura finanziaria dell'impresa (percentuale di capitale detenuto dall'intermediario; tipologia di titoli utilizzati e diritti in essi incorporati); il grado di rappresentatività del finanziatore nel consiglio di amministrazione (facoltà di nomina di componenti espressione del private equity, peso dei diritti di voto ad essi attribuiti); i diritti di veto previsti e la tipologia di operazioni sui quali essi insistono; l'eventuale graduazione dei poteri di intervento del finanziatore in funzione dell'andamento dell'impresa; la presenza di clausole di non competizione e di pattuizioni sulla fase di disinvestimento (exit). La quarta sezione raccoglie indicazioni sulle motivazioni, in termini di visibilità, di reputazione e di specifiche conoscenze tecniche, che hanno portato l'impre-

ditore a scegliere quel particolare intermediario. Sono anche analizzate le modalità con cui è avvenuto l'incontro tra impresa e intermediario. La sezione identifica alcune caratteristiche dell'imprenditore, quali l'età, il grado di istruzione, precedenti esperienze imprenditoriali e/o contatti con il private equity. Inoltre, per le imprese a controllo familiare, si chiede se il capo azienda sia il fondatore e quale sia il grado di parentela con il fondatore della società. Si analizzano, infine, le modalità con cui l'impresa ha finanziato le prime fasi del suo sviluppo. La quinta sezione raccoglie informazioni sul disinvestimento (conclusione dell'operazione); nel caso l'operazione sia ancora in corso si chiede una valutazione sulle prospettive di uscita. Si raccolgono informazioni sulle modalità del disinvestimento (quotazione dell'impresa, vendita ad altra azienda, cessione della partecipazione ad altri intermediari); su eventuali contrasti nella scelta delle modalità di uscita. Infine, nel caso della quotazione si formulano domande specifiche sul ruolo di consulenza svolto dall'intermediario in questa fase.

L'ultima sezione del questionario alle imprese riguarda la valutazione dell'operazione da parte dell'imprenditore. In particolare un giudizio sugli effetti in termini di crescita, sviluppo e internazionalizzazione dell'impresa; una valutazione complessiva dei servizi di consulenza offerti dall'intermediario; indicazioni sul perché il finanziamento di private equity sia stato preferito al credito bancario.

Il questionario riservato agli intermediari omette quest'ultima sezione e include invece una serie di domande tese a cogliere quali elementi di forza, in termini di potenzialità di crescita e/o finanziarie presentasse l'impresa finanziata, nonché una sezione di valutazione degli ostacoli a un maggiore sviluppo del private equity in Italia.

4. I risultati del questionario

4.1 Il campione di imprese

I dati disponibili includono informazioni relative a 57 operazioni (23 interviste alle imprese e 34 questionari compilati dagli intermediari). Il campione include imprese che hanno accettato di partecipare alle interviste e operazioni scelte dagli intermediari per essere descritte nei questionari. Il campione potrebbe pertanto includere operazioni che hanno avuto esiti particolarmente positivi. Analoghi problemi di possibile "selection bias" si riscontrano in altri contributi della letteratura.

La Tavola 1 sintetizza le caratteristiche anagrafiche delle imprese analizzate. Circa metà delle imprese incluse nel campione, nell'anno di inizio dell'operazione, aveva un fatturato inferiore ai 30 milioni di euro. Vi sono 16 operazioni di "early stage", che coinvolgono imprese nascenti e 26 buyout, che tipicamente interessano imprese grandi. 15 operazioni erano volte a finanziare l'espansione dell'impresa. La distribuzione per classi di età delle imprese riflette la tipologia di operazioni incluse. La composizione settoriale, in linea con la popolazione di riferimento, mostra una significativa presenza di imprese attive in settori tecnologicamente avanzati (biomedicale, lusso, aerospaziale) e dell'"ICT", pur se la numerosità più elevata è nel settore manifatturiero, dove si concentrano le operazioni di espansione e di buyout.

Alle diverse fasi dell'investimento si associano diverse finalità dell'operazione. Nel complesso del campione a disposizione, il riequilibrio della struttura finanziaria e l'introduzione di nuovi prodotti o brevetti sono la motivazione principale all'incirca della stessa frazione di operazioni (Tav. 2).

Quest'ultima finalità è, invece, decisamente preponderante nel caso delle operazioni di "early stage", mentre per le operazioni nei confronti delle imprese più mature predomina la necessità di un mutamento della composizione della struttura finanziaria.

Il campione di imprese intervistate

CARATTERISTICHE	Numerosità delle imprese	STATISTICHE DESCRITTIVE	Valori
Classi di fatturato (nell'anno precedente l'investimento) (1)		Tasso medio annuo di crescita del fatturato	
<10 milioni di euro	16	Media	17,8%
10-30 milioni di euro	10	Mediana	8,2%
30 – 200 milioni di euro	11	Standard Deviation	0,4
>200 milioni di euro	10	Numero di operazioni	31
Fase dell'investimento		Media	17,8%
Seed e Start-up	13	Mediana	8,2%
Altro early Stage	3	Tasso medio annuo di crescita degli occupati	
Expansion	11	Media	11,0%
Buyout	26	Mediana	4,2%
Altro	4	Standard Deviation	0,28
Settori di attività economica		Numero di operazioni	34
Biotech, Medicale	7	Tasso medio annuo di crescita del MOL	
ICT	5	Media	23,6%
Manifattura	21	Mediana	10,4%
Manifattura "skilled"	7	Standard Deviation	0,61
Servizi	15	Numero di operazioni	27
Edilizia	2	Media	23,6%
Altro			
Età dell'impresa (in anni)			
<10	17		
10-25	12		
>25	28		
Totale	57		

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

(1) Il dato relativo al fatturato di 10 operazioni è mancante.

Finalità dell'operazione

(percentuali)

FINALITÀ	Tutte le operazioni	di cui: Seed e Start-Up	di cui: Espansione
Riequilibrio della struttura finanziaria	45	14	45
Introduzione di nuovi prodotti e/o brevetti	40	88	18
Riequilibrio della struttura finanziaria	45	14	45

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

4.2 Le caratteristiche dei contratti

Le principali caratteristiche dei contratti di finanziamento sono graduate in funzione del grado di opacità e della rischiosità dell'investimento. La ripartizione del finanziamento in "rounds" successivi, la presenza di "milestones" cui l'erogazione dei finanziamenti era condizionata, la previsione di diritti di voto dell'imprenditore condizionati ai risultati sono più frequenti in operazioni di early stage e in operazioni finalizzate a finanziare imprese che si propongono di sviluppare prodotti nuovi o innovazioni con l'obiettivo di brevettarle (Tavv. 3 e 6). Ciò risponderebbe all'esigenza di

strutturare il finanziamento in maniera da modulare l'erogazione dei fondi nel tempo in funzione delle informazioni sulla capacità dell'impresa di generare reddito che si rendono via via disponibili.

Tav. 3

Principali caratteristiche dei contratti di finanziamento

(percentuali)

CARATTERISTICHE	Tutte le operazioni	di cui: Seed e Start-Up	di cui: Espansione
Il finanziamento è stato concesso in rounds successivi	30	56	27
La concessione del finanziamento (anche rounds successivi al primo) dipendeva dal raggiungimento di milestones	34	46	36
Il private equity deteneva una partecipazione di maggioranza	33	0	27
Sono stati utilizzati strumenti finanziari con particolari "garanzie"	9	12	0
L'operazione è stata effettuata in sindacato	34	56	45
L'intermediario ha indotto la nomina di soggetti esterni all'impresa nel CDA	56	63	64
Erano previste clausole di conversione automatica dei titoli detenuti dall'intermediario	2	0	0
I diritti di voto detenuti dall'imprenditore dipendono dal raggiungimento di obiettivi	6	14	0
Il finanziamento è stato concesso in rounds successivi	30	56	27
La concessione del finanziamento (anche rounds successivi al primo) dipendeva dal raggiungimento di milestones	34	46	36

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

La maggiore frequenza, nelle operazioni di early stage, di diritti di veto a favore degli intermediari di private equity è coerente con la volontà dell'intermediario di predisporre ulteriori tutele agli investimenti caratterizzati da un profilo di rischio più elevato (Tav. 5), così come indicato dalla letteratura teorica. È interessante notare che nel corso delle interviste è emerso che quando non vengono specificati nel dettaglio diritti di veto per l'intermediario, il contratto o lo statuto della società stabiliscono che alcune decisioni particolarmente rilevanti debbano essere prese a maggioranza qualificata.

Tav. 4

Composizione dell'azionariato delle imprese partecipate dal vc/pe (1)

(valori percentuali; quota media del capitale detenuto dai diversi soggetti)

COMPOSIZIONE	I round	II round	III round (2)
Principale intermediario di private equity	31.3	32.8	44.0
Fondatore	57.6	41.3	37.0
Altri soci non fondatori (2)	24.5	28.7	23.0

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

(1) include solo i dati dalle interviste alle imprese. - (2) il fenomeno è presente in un numero limitato di operazioni.

Diritti di veto e clausole restrittive della concorrenza

(percentuali)

COMPOSIZIONE	Tutte le imprese	di cui: Seed e Start-Up	di cui: Espansione
Diritto di veto su:			
cambiamenti degli accordi tra azionisti	71	57	56
Vendite/acquisti di attività dell'impresa	64	50	44
cessione di partecipazioni	67	50	44
mutamenti nella struttura finanziaria	64	57	33
distribuzione di dividendi	47	50	33
Era vietato:			
avere rapporti con società concorrenti	53	50	20
utilizzare il nome dell'impresa	58	56	30
intraprendere attività concorrenti	67	100	30

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

Principali caratteristiche dei contratti di finanziamento in funzione di alcune caratteristiche dell'impresa

(percentuali)

CARATTERISTICHE	L'impresa ha cercato fondi con l'obiettivo di introdurre prodotti nuovi	L'impresa ha cercato fondi con l'obiettivo di riequilibrare la struttura finanziaria
Il finanziamento è stato concesso in rounds successivi	50	35
La concessione di ulteriori tranche di finanziamento dipendeva dal raggiungimento di milestones	47	27
Il private equity deteneva una partecipazione di maggioranza	18	39
Sono stati utilizzati strumenti finanziari con particolari "garanzie"	9	17
L'operazione è stata effettuata in sindacato	45	27
L'intermediario ha indotto la nomina di soggetti esterni all'impresa nel CDA	64	48
Erano previste clausole di conversione automatica dei titoli detenuti dall'intermediario	0	4
I diritti di voto detenuti dall'imprenditore dipendono dal raggiungimento di obiettivi	10	5

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

I contratti tendono a includere clausole di non competizione per l'imprenditore, con maggiore frequenza nelle operazioni di "early stage" rispetto alle operazioni di espansione. Tale utilizzo riflette, tra l'altro, il fatto che l'attività dell'imprenditore e le sue idee, costituiscono un'importante "garanzia" per l'intermediario (Tav. 5); la sua rilevanza in termini di possibilità di recupero dell'investimento è più elevata laddove l'impresa non è ancora dotata di un sufficiente ammontare di garanzie reali.

Si evidenzia un limitato utilizzo di clausole che attribuiscono privilegi particolari ai titoli detenuti dagli intermediari, mentre sono maggiormente utilizzate le clausole che limitano il diritto di uscita dell'imprenditore e proteggono l'uscita dell'intermediario (Tav. 7). Nella maggior parte dei casi queste clausole sono inserite nello statuto, piuttosto che stabilite da patti parasociali.

Diritti dei titoli di equity e protezione dell'uscita (percentuali)			
TIPO DI DIRITTI	Tutte le imprese	di cui: Seed e Start-Up	di cui: Espansione
Privilegi negli utili	20	62	0
Postergazione nelle perdite	5	8	0
Privilegio in sede di cessione dell'azienda	32	82	40
Diritto di conversione	2	9	0
Diritto di vendita all'imprenditore a un prezzo prefissato (1)	19	50	14
Limitazione al diritto di uscita (es. lock-in, clausole di covendita)	74	85	70
Facilitazioni all'uscita del finanziatore (es: put, diritto di recesso)	45	69	22
Clausole statutarie	62	71	40
Patto parasociale	41	62	33
Diritto inerente al titolo sottoscritto	14	17	0

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.
(1) Escluse le operazioni di buyout.

4.3 Il coinvolgimento dell'intermediario nell'attività dell'impresa

In presenza di clausole contrattuali che specificano i suoi diritti di controllo, l'intermediario di private equity ha la possibilità, almeno teorica, di incidere significativamente nella gestione aziendale.

Nel caso delle operazioni di early stage, rispetto ad altre tipologie di operazioni, il possesso di specifiche competenze riveste un ruolo più importante nell'orientare la scelta dell'intermediario di private equity da parte dell'impresa (Tav. 9). È, quindi, importante comprendere in quale misura gli intermediari che operano in Italia svolgano un ruolo attivo nella gestione dell'azienda e i profili principali del contributo da loro apportato. I risultati indicano che gli intermediari hanno fornito un supporto prevalentemente sugli aspetti finanziari e sulla definizione delle strategie (Tav. 8). Inoltre, avrebbero svolto un ruolo di “certificazione”, facilitando la raccolta di mezzi da altri finanziatori e migliorato i rapporti con le banche.

Coinvolgimento del vc/pe nell'attività dell'impresa (percentuali)			
TIPO DI COINVOLGIMENTO	Tutte le imprese	di cui: Seed e Start-Up	di cui: Espansione
Sono state avviate operazioni all'estero (1)	67	63	80
Consulenza su aspetti tecnico-produttivi	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.
(1) Escluse le operazioni di buyout.

Al contrario, gli intermediari sembrano offrire contributi limitati per quanto concerne gli aspetti relativi allo sviluppo tecnico del prodotto, la gestione delle risorse umane, le politiche di marke-

ting e il miglioramento dell'accesso a fornitori e distributori. Le informazioni qualitative raccolte nel corso delle interviste suggeriscono che i modesti contributi sugli aspetti tecnico-produttivi della gestione sarebbero però in parte ascrivibili all'approccio dell'imprenditore che, specialmente nel caso di operazioni di espansione, ha già acquisito esperienza nel settore e ritiene poco utili "intrusioni" da parte di soggetti talvolta privi di un'approfondita conoscenza del mercato in cui l'azienda opera.

È interessante notare che l'intermediario di private equity sembra essere un elemento importante nel favorire l'avvio di operazioni all'estero, attraverso acquisizioni o attraverso la stipula di accordi di collaborazione con altre imprese, specialmente nelle operazioni di espansione.

La partecipazione dell'intermediario alla vita aziendale è anche connessa, in teoria, con la quota azionaria posseduta. I dati mostrano che, mentre per le operazioni di buyout l'intermediario di private equity detiene una partecipazione che gli garantisce il controllo, per le altre operazioni (early stage ed expansion) la partecipazione, con riferimento al primo round di finanziamento, è pari in media a circa il 31 per cento (Tav. 4). Questo risultato è coerente con le indicazioni della letteratura (l'ammontare della partecipazione detenuta dall'imprenditore è uno dei fattori di incentivo); pure coerente con la letteratura è la maggior presenza, in questi casi, di quel complesso di pattuizioni che tendono ad attribuire al socio di minoranza (cioè all'intermediario di private equity) poteri di controllo e monitoraggio. La quota dell'intermediario è comunque relativamente consistente e, assieme alla presenza di clausole statutarie e di patti parasociali, può consentire un suo elevato attivismo nella gestione.

Per quanto riguarda la propensione dell'imprenditore ad aprire la compagine sociale, prime evidenze (relative a un campione di sole 22 imprese) indicano che solo in un quinto dei casi gli intermediari sarebbero stati interessati ad acquisire una quota di capitale superiore, ma l'imprenditore ha rifiutato, verosimilmente per il timore di perdere il controllo.

Sulla base delle risposte fornite è possibile calcolare un indicatore di "attivismo" dell'intermediario nella gestione dell'impresa, tenendo conto dell'attività di "consulenza" effettivamente svolta (definizione delle strategie, aspetti finanziari, aspetti tecnico-produttivi, marketing). Tale indicatore mostra una relazione positiva con la presenza di clausole a protezione dell'investimento e con la quota posseduta dall'intermediario. Anche la relazione tra la quota posseduta dall'intermediario e la frequenza delle visite all'impresa da un lato e l'indicatore di "attivismo" dall'altro, è positiva. Questo potrebbe suggerire che l'intermediario tende a impegnarsi maggiormente quando il proprio investimento è adeguatamente protetto. L'evidenza si basa tuttavia su una semplice correlazione riferita al campione che esclude le operazioni di buyout, per le quali presumibilmente i contributi diversi da quello finanziario non rivestono molta importanza. I risultati vanno, pertanto, interpretati con cautela.

Un altro indicatore sintetico è stato calcolato con riferimento a cambiamenti messi in atto dall'intermediario, relativi alla strategia di crescita dell'impresa, alla tipologia di prodotti offerti, alla loro distribuzione e il marketing, più "invasivi" rispetto alla semplice fornitura di consulenza e suggerimenti. I risultati indicano che tali cambiamenti sono meno frequenti in operazioni di early stage e nel caso di imprenditori con precedenti esperienze imprenditoriali.

4.4 Il profilo demografico degli imprenditori e le valutazioni degli imprenditori sulla relazione con l'intermediario

Un aspetto rilevante per la propensione a fare ricorso a operazioni di private equity riguarda le caratteristiche dell'imprenditore. Dall'indagine emerge che circa il 40 per cento degli imprenditori è il fondatore o figlio del fondatore dell'azienda (Tav. 9). La maggioranza ha precedenti esperienze

imprenditoriali e circa un terzo ha già avuto rapporti con operatori di private equity. Questo potrebbe suggerire che aver svolto attività imprenditoriale nel passato sia un fattore importante per l'avvio di un'operazione di private equity, anche se non si può stabilire se ciò dipenda da un meccanismo di auto selezione degli imprenditori, oppure da scelte degli intermediari. Infine, gli imprenditori finanziati sono relativamente giovani, il 53 per cento ha meno di 49 anni, e particolarmente istruiti, il 64 per cento è laureato e il 15 per cento ha effettuato studi post-laurea (Tav. 9). I risultati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Banca d'Italia, 2007) indicano un'età media degli imprenditori più elevata (il 45,9 per cento ha meno di 55 anni) e un grado di istruzione notevolmente inferiore (solo il 45 per cento ha conseguito la laurea o una specializzazione post-laurea).

Tav. 9

Caratteristiche dell'imprenditore e dell'intermediario (percentuali)				
CARATTERISTICHE DELL'IMPRENDITORE	Numero di imprese	CARATTERISTICHE DELL'INTERMEDIARIO (1)	Tutte le imprese	di cui: Seed e Start-Up
L'imprenditore è il fondatore	43	Managers dell'intermediario avevano competenze tecniche	38	69
L'imprenditore è il figlio del fondatore	16	L'imprenditore conosceva personalmente l'intermediario prima dell'operazione	43	44
L'imprenditore ha precedenti esperienze imprenditoriali	57	L'intermediario ha contattato l'impresa	69	77
L'imprenditore ha precedenti esperienze con intermediari di VC/PE	33	L'impresa ha contattato l'intermediario	35	35
Età dell'imprenditore		CARATTERISTICHE DELL'INTERMEDIARIO IMPORTANTI PER LA SCELTA DA PARTE DELL'IMPRENDITORE (2)	Tutte le imprese	di cui: Seed e Start-Up
30-39	16	Reputazione dell'intermediario	4,0	3,6
40-49	37	Dimensione dell'intermediario	3,0	2,8
50+	47	Competenze specifiche dell'intermediario	2,4	2,9
Titolo di studio		L'intermediario ha offerto condizioni di finanziamento più favorevoli	1,9	2,0
Diploma	19	L'intermediario ha accettato di acquisire una quota di capitale più bassa	2,0	2,7
Laurea	64			
Post Laurea	15			

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

(1) Vi sono diverse risposte mancanti nei questionari riguardanti operazioni di buy out. (2) Valori medi. Gli imprenditori hanno valutato l'importanza di ciascun fattore attribuendo un punteggio su una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo).

Con riferimento alla valutazione del rapporto con l'intermediario, il quadro si presenta variegato. Nel complesso, per circa un quinto dei finanziamenti il private equity ha determinato miglioramenti per almeno uno dei seguenti profili: accesso a fornitori e distributori, relazioni con altri finanziatori, accesso a nuove fonti finanziarie esterne. Sulla base delle indicazioni qualitative raccolte nel corso delle interviste con le imprese è stato possibile identificare alcuni elementi che ricorrono in maniera più sistematica. Diversi imprenditori, specialmente quelli coinvolti in operazioni di espansione, si attendevano un maggior contributo da parte degli intermediari anche su aspetti prettamente finanziari o strategici, quali l'adozione di strategie di hedging contro le fluttuazioni dei corsi delle materie prime, oppure un ruolo più attivo nel facilitare acquisizioni di altre imprese. È stato inoltre sottolineato che l'intermediario possedeva una conoscenza superficiale del mercato di riferimento dell'impresa e tendeva a fornire suggerimenti strategici basati su schemi "standard" che non tenevano sufficientemente conto delle specificità settoriali. Infine, alcuni imprenditori hanno sottolineato una forse eccessiva attenzione al rispetto di ratios finanziari che potrebbe aver generato tensioni sulla capacità dell'impresa di creare valore su un orizzonte di più lungo termine.

Al contrario, imprenditori coinvolti in operazioni di early stage hanno apprezzato la presenza, tra gli intermediari, di soggetti capaci di comprendere il profilo tecnico-scientifico del progetto d'impresa, indicando che questo non sarebbe stato realizzabile utilizzando fonti di finanziamento alternative. Inoltre, è stata sottolineata l'importanza di affiancare amministratori in grado di tra-

sformare l'idea in un prodotto con un valore commerciale a quegli imprenditori - inventori che provengono da esperienze nel mondo accademico.

In generale, diversi imprenditori hanno sottolineato che gli intermediari hanno determinato l'adozione di modelli gestionali più professionali (in termini di controllo dei risultati, dei costi, del rapporto con fornitori e distributori), necessario supporto al processo di crescita dell'azienda (Tav. 10).

Tav. 10

Modifiche apportate dal private equity			
<i>(percentuali)</i>			
TIPO DI MODIFICHE	Tutte le imprese	<i>di cui:</i>	
		Seed e Start-Up	Espansione
Strategia di crescita dell'impresa	66	50	45
Tipologia di prodotti offerti	25	36	0
Strategia di distribuzione	24	8	18
Strategia di marketing	28	15	18

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

Incrociando le informazioni provenienti dai questionari con i dati di bilancio delle imprese interessate, è possibile fornire delle prime valutazioni sull'andamento di alcuni indicatori quali la crescita del fatturato, degli occupati e del margine operativo lordo. I risultati sono riportati nella Tavola 1. Il tasso medio annuo di crescita del fatturato delle imprese interessate da operazioni di private equity è stato pari al 17,8 per cento (quello mediano all'8 per cento circa), gli occupati sono cresciuti in media dell'11 per cento all'anno (4 per cento il valore mediano), infine il margine operativo lordo è cresciuto del 23,5 per cento all'anno in media (10,4 per cento il valore mediano). Si tratta di valori elevati⁹, che possono riflettere l'effetto dell'attivismo dell'intermediario nella gestione e nel fornire consulenza all'imprenditore, ma che con ogni probabilità riflettono il fatto che le imprese che hanno ricevuto il finanziamento avevano un forte potenziale di crescita. Non è possibile, con i dati al momento a nostra disposizione, distinguere tra questi due effetti.

4.5 Le caratteristiche degli intermediari e l'incontro tra impresa e intermediario

In base alle informazioni desumibili dalle interviste, gli intermediari utilizzano raramente amministratori dotati di competenze tecniche specifiche (ingegneri, informatici, chimici, etc.), salvo il caso delle operazioni di early stage, in cui nella gran parte dei casi i soggetti preposti all'operazione posseggono una specializzazione tecnico – operativa (Tav. 9). Questo fattore è molto importante e suggerisce che gli intermediari siano, in principio, dotati delle risorse umane adeguate a gestire operazioni di early stage, in cui è cruciale la capacità del finanziatore di comprendere le potenzialità di un prodotto o servizio innovativo. Tuttavia, un fattore che frena lo sviluppo di questo tipo di operazioni è la limitata presenza di intermediari italiani specializzati nelle operazioni di early stage.

L'incontro tra l'impresa e l'intermediario avviene in forme eterogenee. Il 41 per cento degli incontri è avvenuto per iniziativa dell'intermediario, il 20 per cento per iniziativa dell'impresa e i restanti sono stati favoriti da soggetti terzi, quali conoscenti dell'imprenditore, banche o altri finanzia-

⁹ Un campione di controllo costruito sull'universo delle imprese manifatturiere nella base dati CERVED indica che nello stesso arco temporale il tasso di crescita medio annuo del fatturato è stato pari al 5 per cento circa (quello mediano al 3), gli occupati sono cresciuti in media dell'1 per cento (attorno allo zero il valore mediano), infine il margine operativo lordo è cresciuto dell'1,5 per cento (-5 per cento quello mediano). Occorre ricordare, tuttavia, che tale campione di controllo include imprese relativamente più mature di quelle interessate da operazioni di private equity e venture capital, che quindi presumibilmente registrano tassi di crescita più moderati.

tori. Gli incontri per iniziativa delle imprese sembrano essere relativamente più frequenti nel caso delle operazioni di early stage. La reputazione dell'intermediario è il fattore più importante nell'orientare la scelta dell'impresa (Tav. 9) sia nelle operazioni di early stage, che nel complesso delle operazioni. Ciò suggerisce l'importanza attribuita al ruolo di certificazione ricoperto dagli intermediari di private equity.

Non sembrano avere molto rilievo, invece, fattori che riguardano la quota di partecipazione desiderata e la dimensione dell'intermediario. Il maggior peso dato dall'imprenditore alla reputazione piuttosto che alla dimensione dell'intermediario potrebbe indicare che in un'economia come quella italiana, caratterizzata dalla presenza di imprese di piccole e medie dimensioni, lo sviluppo del private equity dipenderebbe non tanto dalla disponibilità di ulteriori risorse finanziarie, quanto dal consolidamento delle capacità gestionali degli intermediari.

Per le operazioni di early stage le competenze specifiche dell'intermediario nel settore costituiscono il secondo fattore più importante nell'influenzare le scelte delle imprese. Ciò è coerente col fatto che nelle operazioni di early stage è importante che l'intermediario svolga un ruolo attivo anche nella definizione degli aspetti tecnico – produttivi della gestione.

Infine, è importante sottolineare che alcuni degli intermediari coinvolti, specialmente in operazioni di early stage, erano partecipati da enti di ricerca pubblici (CNR). Alcuni imprenditori coinvolti valutano positivamente tale aspetto, in quanto avrebbe assicurato la presenza, tra i finanziatori, di soggetti dotati di competenze altamente specialistiche.

In una sezione rivolta agli intermediari si è chiesta una valutazione dei rischi e delle opportunità del progetto. Pur con le cautele dovute al fatto che le informazioni tratte dai questionari agli intermediari riguardano soprattutto operazioni verso imprese medio-grandi, emerge che sono soprattutto la qualità del management dell'impresa e la possibilità di cedere la partecipazione nei tempi desiderati le più importanti nella scelta dell'investitore, mentre altri fattori, quali la qualità delle attività dell'impresa, sembrano avere una rilevanza minore. Nel caso delle operazioni di early stage e di espansione i fattori rilevanti nel determinare la scelta dell'intermediario sono soprattutto il grado di novità del prodotto e della tecnologia.

4.6 Le modalità di uscita dell'intermediario

Il campione include sia operazioni tuttora in corso sia operazioni già concluse. Tra queste, sei (su un totale di nove operazioni, escludendo i buyout) si sono concluse con la quotazione in borsa della società, due con la cessione delle quote a terzi (inclusi altri operatori di private equity) e una attraverso l'esercizio del diritto di uscita. Nei dieci buyout "conclusi", in un caso l'intermediario è uscito attraverso la quotazione in borsa della società, in sette attraverso la cessione della quota ad altri intermediari, in un caso la quota è stata acquisita da un'altra impresa e la restante operazione si è conclusa in parte con la cessione ad altra società e in parte con la cessione delle quote a terzi.

Tre delle sei imprese in cui l'intermediario è uscito attraverso la quotazione in borsa della società hanno valutato come determinante il contributo del private equity per accedere al listino. Tra le operazioni ancora in corso, le evidenze qualitative raccolte durante le interviste indicano che due imprenditori hanno già programmato di quotare l'azienda e il private equity costituirebbe un mezzo per accelerare i tempi della quotazione.

4.7 I Buyout

Mediante i questionari-interviste sono state raccolte evidenze relative a 27 operazioni di buyout, di cui 7 management buyin¹⁰, 7 management buyout, 1 family buyout, e 12 leveraged buyout. La cessione dell'azienda familiare ha motivato l'impresa ad effettuare l'operazione nel 37 per cento dei casi; la cessione di un ramo aziendale, il delisting di un'impresa quotata, la sostituzione di un socio hanno motivato l'operazione, ciascuno, nel 10 per cento dei casi.

Nel 60 per cento delle operazioni l'intermediario coinvolto nei buyout deteneva una partecipazione di maggioranza, mentre soltanto nell'11 per cento dei casi sono stati utilizzati strumenti ibridi di debito o di capitale di rischio; in circa la metà delle operazioni, l'intermediario ha indotto la nomina di soggetti esterni nel consiglio di amministrazione dell'impresa.

Il rapporto medio tra debito e margine operativo lordo è di circa 4, con il debito indicizzato al tasso Euribor più uno spread, che varia da pochi punti base fino a circa 3 punti percentuali. La quota di debito (senior, junior o mezzanino) sul totale del capitale si è attestata, in media, attorno al 70 per cento. La durata media del debito senior è pari a circa 7 anni (con un massimo di 10), di quello junior è pari a 9,5 anni (con un massimo di 12).

Tra i fattori determinanti, per gli intermediari, della scelta di effettuare un'operazione di buyout figurano la quota di mercato dell'impresa, la qualità del management (principalmente nelle operazioni di management buyout e buyin), la possibilità di disinvestimento, la presenza di flussi di cassa sufficientemente elevati e la possibilità di migliorare i meccanismi di incentivo del management. A questo proposito, la gran parte degli intermediari ha introdotto schemi di incentivo, per lo più basati sull'attribuzione di stock options ai managers. Rilevano assai meno la possibilità di cedere attività dell'impresa e il grado di innovazione dell'azienda, un risultato quest'ultimo che non sorprende, data la natura di queste operazioni.

5. Fattori di ostacolo al maggiore sviluppo del private equity in Italia : il giudizio degli intermediari

Gli intermediari hanno fornito una valutazione relativa ai fattori che frenerebbero lo sviluppo del private equity in Italia. Nei questionari rivolti agli intermediari si chiede di indicare, in ordine di importanza, una serie di aspetti afferenti sia al contesto normativo – fiscale, che alla propensione degli imprenditori a cedere quote di capitale a soggetti esterni quali gli intermediari di private equity (Tav. 11).

Tav. 11

Opinione dell'intermediario sui principali ostacoli allo sviluppo del vc/pe in Italia (1)	
(valori medi)	
TIPO DI OSTACOLI	Valori
Normativa sull'operatività degli intermediari	2,6
Trattamento fiscale	2,7
Limitato sviluppo dei fondi pensione che potrebbero accrescere l'afflusso di risorse agli operatori di VC/PE	3,0
Difficoltà a instaurare rapporti con ricercatori (università, CNR)	2,0
Concorrenza da parte di progetti di investimento pubblici	2,0
Normativa fallimentare	2,8
Diritto societario	2,0

¹⁰ I management buyin (buyout) sono operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager esterni (interni) alla stessa.

Fonte: Indagine Banca d'Italia – AIFI.

(1) Gli intermediari hanno valutato l'importanza di ciascun fattore attribuendo un punteggio su una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo).

Il limitato sviluppo dei fondi pensione, il trattamento fiscale e la normativa fallimentare sono ritenuti i più importanti fattori di ostacolo. Per quanto riguarda i fattori fiscali, una recente riforma della tassazione dei redditi di impresa poneva un limite alla deducibilità fiscale degli interessi sul debito, disincentivando l'utilizzo della leva finanziaria per finalizzare acquisizioni di imprese e, quindi, le operazioni di buyout (Bracchi, 2008). Più in generale, la normativa italiana non prevede incentivi fiscali all'operatività del private equity.

L'importanza del diritto fallimentare per lo sviluppo del private equity è riconosciuta in letteratura (Jeng e Wells, 2000; Armour e Cumming, 2006); rilevano sia la presenza di meccanismi di "fresh start", sia il complessivo grado di afflittività del sistema. La recente riforma del diritto fallimentare ha inciso su questi aspetti in modo positivo, ma probabilmente non sufficiente. Le nuove norme hanno introdotto l'istituto della cd. esdebitazione, che permette al fallito – a determinate condizioni – di liberarsi dai debiti che residuano dopo la chiusura del fallimento, con la possibilità di essere subito reinserito nel circuito produttivo. Per quanto attiene al carattere punitivo del fallimento, questo è stato attenuato per alcuni profili; non è invece stato modificato il versante delle sanzioni penali, ancora mirate a reprimere condotte anche solo di natura colposa.

La concorrenza da parte di progetti di investimento pubblici, la normativa sull'operatività degli intermediari e il diritto societario sono ritenuti relativamente meno importanti. A proposito di quest'ultimo aspetto è importante ricordare che la riforma del diritto societario, entrata in vigore nel corso del 2004, ha eliminato possibili incompatibilità tra alcune operazioni, in particolare i buyout, e la normativa vigente; più in generale, ha rimosso molti dei vincoli di natura giuridica che impedivano all'intermediario di adottare strumenti contrattuali e di governance volti a dare adeguata tutela al proprio investimento.

Infine, gli intermediari sembrano attribuire scarsa importanza a una serie di fattori strutturali ritenuti importanti in letteratura (si veda ad esempio Gompers e Lerner 2004), quali la difficoltà di collaborazione con l'ambiente accademico italiano. Va sottolineato che questo risultato può dipendere dalla presenza nel campione di operazioni effettuate verso imprese medio-grandi e più mature; la collaborazione tra industria e università ha infatti importanti implicazioni soprattutto per le start-up tecnologiche.

6. Conclusioni

L'analisi sul mercato del private equity in Italia mostra che gli intermediari italiani effettuano principalmente operazioni di buy-out e di espansione. Il settore più specifico del venture capital, seppur in crescita, rimane al di sotto della media europea sia per ammontare investito sia per numero di operazioni. Nel corso del tempo, gli intermediari indipendenti hanno acquisito un peso sempre più importante rispetto agli intermediari *captive*. Analogamente le risorse raccolte presso società capogruppo rappresentano una quota limitata del totale della raccolta, che proviene principalmente dalla raccolta effettuata sul mercato. I dati più recenti indicano una diffusione sempre maggiore dei fondi chiusi di diritto italiano. Nell'ultimo triennio la quota di capitali di origine internazionale ha stabilmente superato il 50 per cento, da un lato confermando l'interesse degli investitori istituzionali esteri, soprattutto europei, per il mercato italiano, dall'altro evidenziando la scarsa propensione degli investitori domestici ad allocare parte del loro patrimonio verso il settore del private equity.

Per quanto riguarda i risultati dei questionari-intervista, emerge che la struttura dei contratti di early stage è sostanzialmente in linea con l'evidenza relativa al mercato statunitense. Anche in Italia

i finanziamenti vengono offerti di frequente in “rounds” successivi, condizionati al raggiungimento di specifici obiettivi; l’intermediario nomina propri elementi nel consiglio di amministrazione dell’impresa; i contratti prevedono varie clausole che limitano le attività consentite all’imprenditore. Tuttavia, rispetto a quanto riportato in Kaplan e Strömberg, gli intermediari italiani sembrano utilizzare meno frequentemente clausole che condizionano i diritti di voto o la distribuzione degli utili all’imprenditore al conseguimento di risultati (“vesting”) e strumenti di capitale ibridi; questi ultimi risultavano peraltro di difficile configurazione prima della riforma del diritto societario (2003). L’uso di semplici titoli azionari (“plain vanilla equity”) sembra compensato dalla previsione di varie clausole che limitano le attività consentite all’imprenditore, da patti parasociali e diritti di veto attribuiti all’intermediario.

I contratti utilizzati nelle operazioni di espansione sono più semplici, in linea con le caratteristiche di minor rischio e incertezza di queste operazioni.

Nel caso dei buyout, pur trattandosi di operazioni complesse dal punto di vista finanziario, l’utilizzo di titoli ibridi di debito è molto limitato. I buyout si caratterizzano anche per l’impiego di schemi di incentivo per il management, spesso in forma di stock options. La quota di debito si è attestata in media attorno al 70 per cento. Il debito senior ha una durata media di circa 7 anni (con un massimo di 10), quello junior di 9,5 (con un massimo di 12).

Gli intermediari sembrano essere soci relativamente poco attivi negli aspetti che riguardano la dimensione tecnico-produttiva. Se per le operazioni di espansione tali contributi sono meno importanti, lo sono al contrario nelle operazioni di early stage. Gli intermediari forniscono spesso un contributo, oltre che su aspetti di natura finanziaria, anche per la definizione delle strategie e sembrano favorire l’internazionalizzazione delle imprese finanziate attraverso l’avvio di operazioni all’estero.

La quota acquisita dagli intermediari nelle operazioni di early stage e di expansion, attorno al 30 per cento, è inferiore a quanto risulta da indagini analoghe riferite agli Stati Uniti. La quota dell’intermediario è comunque relativamente consistente e, assieme alla presenza di clausole statutarie e di patti parasociali, può consentire un suo elevato attivismo nella gestione.

Lo scarso sviluppo dei fondi pensione, il trattamento fiscale e la normativa fallimentare sono ritenuti dagli intermediari il principale fattore di freno alla crescita del settore in Italia.

Riferimenti bibliografici

- AIFI (2008) *Libro Bianco*, pubblicazione interna, Milano.
- AIFI (2008) *Yearbook 2008*, Bancaria Editrice, Roma.
- AIFI (2004) *Il private equity come motore di sviluppo*, in *Quaderni AIFI sull'investimento nel capitale di rischio*, n.1, EGEA, Milano.
- AIFI (2004) *Private equity e corporate governance delle imprese*, pubblicazione interna, Milano.
- AIFI (2004) *L'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore*, Pubblicazione interna AIFI, consultabile sul sito www.aifi.it.
- AIFI (1996) *Capitali per lo sviluppo*, Guerini e Associati, Milano.
- ARMOUR, J. e D. CUMMING (2006) *The Legislative Road to Silicon Valley*, Oxford Economic Papers, Vol. 58, Issue 4, pp. 596-635.
- BANCA D'ITALIA (2007) *Supplemento al Bollettino Statistico anno 2006*
- BASHA A. e U. WALZ (2001) *Financial practices in the German venture capital industry: an empirical assessment*, febbraio 2001, su www.ssrn.com.
- BERLANDA, P. (1993) *Ifondi chiusi. Aspetti istituzionali e operativi*, IMI, Roma.
- BIENZ, C. e J. HIRSH (2006) *The Dynamics of Venture Capital Contracts*, CFS WP n. 2006/11 su www.ssrn.com.
- BIENZ, C. e U. WALZ (2006) *Evolution of Decision and Control Rights in Venture Capital Contracts: An Empirical Analysis*, su www.ssrn.com.
- BOTTAZZI, L., M. DA RIN e T. F. HELLMANN (2004) *The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis*, in *Journal of Private Equity* Vol. 8, pp. 26-53.
- BRACCHI, G. (2007) *Il ruolo del private equity nella trasformazione dell'impresa*, in *Quaderni AIFI sull'investimento nel capitale di rischio*, n. 14, EGEA, Milano.
- BRACCHI, G. e GERVASONI, A. (2006) *Venti anni di private equity*, EGEA, Milano.
- BRACCHI, G. (2008) *Il private equity nell'attuale contesto economico*, Atti del convegno annuale Aifi, www.aifi.it.
- BRATTON, W. (2001) *Venture Capital on The Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, GWU Law School, Public Law Research Paper No. 033, 2001.
- CHEMLA, G., M. HABIB e A. LJUNGGQVIST (2004) *An Analysis of Shareholder Agreements*, RICAFE Working Paper No. 006, 2004, su www.ssrn.com.
- CORNELLI, F. e O. YOSHA (2003) *Stage financing and the role of Convertible Debt*, in *Review of Economic Studies* 2003, Vol. 70, Issue 1.
- CUMMING, D. (2002) *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*, University of Alberta Working Paper 2002, su www.ssrn.com.
- CUMMING, D., D. SCHMIDT e U. *Legality and Venture Capital Around the World*, su www.ssrn.com.

- WALZ (2008)
- CUMMING, D., G. FLEMING e A. SCHWIENBACHER (2006) *Legality and Venture Capital Exits, Journal of Corporate Finance.*
- CUNY, C. e E. TALMOR (2004) *The Staging of Venture Capital Financing: Milestone Vs. Rounds*, su www.ssrn.com.
- DEL GIUDICE, R. e BETTONICA, C. (2006) *Quaderni AIFI sull'investimento nel capitale di rischio. Caratteristiche del mercato italiano del private equity e venture capital*, n. 9, EGEA, Milano.
- EVCA (anni vari) *Yearbook*, Evca, Zaventem.
- EVCA (2006) *Benchmarking European Tax & Legal Environment*, Evca, Zaventem.
- GERVASONI, A. e SATTIN, F. (2008) *Private equity and venture capital*, Edizioni Angelo Guerini e Associati, Milano.
- GERVASONI, A. (2000) *I fondi mobiliari chiusi*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- GERVASONI, A. e BECHI, A. (2000) *Fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna.
- GILSON, R. (2003) *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, Vol. 55.
- GOMPERS P. e J. LERNER (1996) *The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements*, in *Journal of Law and Economics*, p. 463.
- GOMPERS, P. (1995) *Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital*, in *Journal of Finance*, p. 1461.
- GOMPERS, P. (1997) *Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments*, Harvard Business School Working Paper.
- HEGE, U. F. PALOMINO e A. SCHWEINBACHER (2003) *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*, RICAFA Working Paper N. 001, su www.ssrn.com.
- HELLMANN, T. (1998) *The allocation of control rights in venture capital contracts*, in *Rand Journal of Economics*, vol. 29, I, p. 57.
- HELLMANN, T. (2006) *IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, Issue 3, pp. 649-679.
- HELLMANN, T. F. e M. PURI (2000) *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: the Role of Venture Capital*, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, pp. 959-984.
- HELLMANN, T. F. e M. PURI (1999) *Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence*, WP Stanford University.
- JENG L. e P. WELLS (2000) *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*, *Journal of Corporate Finance*, p. 241.
- JENSEN M. C. (1989) *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harvard Business Review*, September-October.
- KAPLAN S. (1989) *The effects of management buyouts on operating performance and value*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n. 2, pp. 217-254.
- KAPLAN S. e P. STRÖMBERG (2003) *Financial contracting theory meets the real world: and empirical analysis of*

- venture capital contracts, in *Review of Economic Studies*, Vol. 70, Issue 2, p. 281.
- KAPLAN S. e P. STRÖMBERG (2004) *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*, in *Journal of Finance*, Vol. 59, 2177-2210.
- KLAUSNER M. e K. LITVAK (2001) *What economists have taught us about venture capital contracting*, In *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance with Regulatory Policy*, Michael Whincop Ed.
- LERNER, J. (1995) *Venture capitalists and the oversight of private firms*, in *Journal of Finance*, p. 301.
- MEGGINSON, W. (2004) *Towards A Global Model Of Venture Capital?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, No 1.
- NICOLAI, M. e CASTALDO, F. (2007) *Quaderni AIFI sull'investimento nel capitale di rischio. I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture*, n. 16, EGEA, Milano.
- PEVERARO, S. (2007) *Private equity e aziende familiari*, EGEA, Milano.
- PHILIPPON, T. e N. VERON (2008) *Financing Europe's Fast Movers*, in *Bruegel Policy Brief*, n.1, Gennaio.
- PRICEWATERHOUSE COOPERS (2008) *The economic impact of private equity and venture capital in Italy*, pubblicazione interna.
- SAHLMAN, W. (1988) *Aspects of financial contracting in venture capital*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, p. 23.
- SAHLMAN, W. (1990) *The structure and governance of venture capital organization*, in *Journal of Financial Economics*, p. 473.
- SAHLMAN, W. (1991) *Insights from the American venture capital organization*, Harvard Business School Working Paper.
- SCHERTLER, A. (2000) *Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature*, Kiel Working Paper No. 1017.
- SCHMIDT, K. M. (2003) *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *Journal of Finance*, p. 1139.
- SCHWEINBACHER, A. (2005) *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States*, EFA 2002 Berlin Meeting Discussion Paper.
- TRESTER, J. (1998) *Venture capital contracting under asymmetric information*, in *Journal of Banking and Finance* Vol. 22, p. 675.
- TRANTIS, G. (2001) *Financial contract design in the world of venture capital*, University of Chicago Law Review 2001, Vol. 68.
- TYKVOVÁ, T. (2000) *What Do Economists Tell Us about Venture Capital Contracts?* ZEW Discussion Paper No. 00-62.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI "QUESTIONI DI ECONOMIA E FINANZA" (*)

- N. 16 – *How to interpret the CPIS data on the distribution of foreign portfolio assets in the presence of sizeable cross-border positions in mutual funds. Evidence for Italy and the main euro-area countries*, di Alberto Felettigh e Paola Monti (agosto 2008).
- N. 17 – *Prices of residential property in Italy: Constructing a new indicator*, by Salvatore Muzzicato, Roberto Sabbatini e Francesco Zollino (agosto 2008).
- N. 18 – *La riforma della regolamentazione dei servizi pubblici locali in Italia: linee generali e insegnamenti per il futuro*, di Magda Bianco e Paolo Sestito (settembre 2008).
- N. 19 – *I servizi pubblici locali tra mercato e regolazione*, di Daniele Sabbatini (settembre 2008).
- N. 20 – *Regolamentazione ed efficienza del trasporto pubblico locale: i divari regionali*, di Chiara Bentivogli, Roberto Cullino e Diana Marina Del Colle (settembre 2008).
- N. 21 – *La distribuzione di gas naturale in Italia: l'attuazione della riforma e i suoi effetti*, di Silvia Giacomelli (settembre 2008).
- N. 22 – *Il settore dei rifiuti urbani a 11 anni dal decreto Ronchi*, di Paolo Chiades e Roberto Torrini (settembre 2008).
- N. 23 – *Il servizio idrico in Italia: stato di attuazione della legge Galli ed efficienza delle gestioni*, di Michele Benvenuti e Elena Gennari (settembre 2008).
- N. 24 – *Il servizio di taxi e di noleggio con conducente dopo la riforma Bersani: un'indagine sulle principali città italiane*, di Chiara Bentivogli (settembre 2008).
- N. 25 – *Il project finance nei servizi pubblici locali: poca finanza e poco progetto?*, di Chiara Bentivogli, Eugenia Panicara e Alfredo Tidu (settembre 2008).
- N. 26 – *Le grandi imprese italiane dei servizi pubblici locali: vincoli, opportunità e strategie di crescita*, di Magda Bianco, Daniela Mele e Paolo Sestito (settembre 2008).
- N. 27 – *Domanda e offerta di servizi ospedalieri. Tendenze internazionali*, di Giovanni Iuzzolino (settembre 2008).
- N. 28 – *L'assistenza ospedaliera in Italia*, di Maurizio Lozzi (settembre 2008).
- N. 29 – *L'efficienza tecnica degli ospedali pubblici italiani*, di Alessandro Schiavone (settembre 2008).
- N. 30 – *Il difficile accesso ai servizi di istruzione per la prima infanzia in Italia: i fattori di offerta e di domanda*, di Francesco Zollino (settembre 2008).
- N. 31 – *Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi. Una ricostruzione della serie storica*, di Maura Francese e Angelo Pace (ottobre 2008).
- N. 32 – *Il rischio dei mutui alle famiglie in Italia: evidenza da un milione di contratti*, di Emilia Bonaccorsi di Patti e Roberto Felici (ottobre 2008).
- N. 33 – *New policy challenges from financial integration and deepening in the emerging areas of Asia and Central and Eastern Europe*, di Valeria Rolli (ottobre 2008).
- N. 34 – *La banda larga in Italia*, di Emanuela Ciapanna e Daniele Sabbatini (ottobre 2008).
- N. 35 – *Emerging market spreads in the recent financial turmoil*, di Alessio Ciarlone, Paolo Piselli e Giorgio Trebeschi (novembre 2008).
- N. 36 – *Remote processing of firm microdata at the bank of Italy*, di Giuseppe Bruno, Leandro D'Aurizio e Raffaele Tartaglia-Polcini (dicembre 2008).
- N. 37 – *Stress testing credit risk: a survey of authorities' approaches*, di Antonella Foglia (dicembre 2008).
- N. 38 – *Assessing the vulnerability of emerging Asia to external demand shocks: the role of China*, di Daniela Marconi e Laura Painelli (febbraio 2009).
- N. 39 – *Il sistema portuale italiano: un'indagine sui fattori di competitività e di sviluppo*, di Enrico Beretta, Alessandra Dalle Vacche e Andrea Migliardi (febbraio 2009).
- N. 40 – *La giustizia civile in Italia: i divari territoriali*, di Amanda Carmignani e Silvia Giacomelli (febbraio 2009).

* Le copie dei "QEF" sono disponibili sul sito Internet www.bancaditalia.it.