



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target"

di Mariagrazia Granturco e Maria Grazia Miele

Luglio 2011

Numero

98



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il private equity in Italia: una analisi sulle “imprese target”

di Mariagrazia Granturco e Maria Grazia Miele

Numero 98 – Luglio 2011

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: UNA ANALISI SULLE “IMPRESE TARGET”

di Mariagrazia Granturco e Maria Grazia Miele¹

Sommario

Il private equity italiano ha mostrato una rilevante crescita negli anni recenti, pur rimanendo meno sviluppato che in altri paesi. Con la crisi finanziaria il comparto ha subito una marcata contrazione dei flussi e un netto peggioramento delle condizioni reddituali delle imprese partecipate (c.d. imprese target). Sebbene i fondi di private equity non siano soggetti ai problemi di equilibrio finanziario presenti in altre tipologie di fondi non tradizionali e derivanti dal deprezzamento degli *asset* in portafoglio (in quanto il debito è assunto non dai fondi stessi ma direttamente dalle aziende partecipate), l'eventuale deprezzamento degli *asset* espone i sottoscrittori dei fondi al rischio di perdite. Inoltre anche i fondi di private equity attraversano una fase critica, che espone il settore a significativi rischi strategici e reputazionali.

Scopo del presente lavoro è svolgere un'analisi sugli equilibri economico-finanziari delle aziende partecipate dai fondi di private equity. A tal fine è stata condotta una indagine mirata presso le società di gestione del risparmio (SGR), che ha permesso di costruire indicatori di fragilità economico-finanziaria per le 341 imprese target italiane per le quali è risultato disponibile il bilancio 2008. Una analisi statistica multivariata, basata su indicatori di Centrale dei Rischi e di Centrale dei Bilanci, ha evidenziato un insieme di 41 imprese, caratterizzate da rischio elevato e bassa redditività. Combinando i risultati dell'analisi statistica con quelli derivanti dall'esame di altri indicatori di fragilità è stato individuato un insieme più ampio (137 società) di imprese potenzialmente critiche, pari al 40 per cento circa di quelle analizzate. La maggior parte di esse risulta acquisita negli anni più recenti e sembra risentire negativamente dell'impatto della crisi economica e finanziaria, rallentando il processo di valorizzazione delle partecipazioni condotto dai fondi.

Classificazioni JEL: C13, G24, G32

Parole chiave: *private equity*, società target, bilancio, rating, leva.

Indice

1. Introduzione	5
2. Una rassegna della letteratura sul private equity	5
3. Il mercato del private equity in Italia	7
4. L'indagine condotta presso le società di gestione di fondi mobiliari chiusi: i risultati	9
4.1 La situazione economica e finanziaria dei fondi di private equity	10
4.2 La situazione economica e finanziaria delle imprese target	12
5. Classificazione delle società target in base ai profili di rischio e rendimento: un'analisi multivariata	16
Conclusioni	20
APPENDICE N. 1	21
A 1) Definizioni e classificazioni	21
A 2) I principali operatori di private equity: lo sviluppo delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi ..	22
APPENDICE N. 2	25
Cluster analysis	25
Tavole	26
Riferimenti bibliografici	32

¹ Banca d'Italia, Servizio Supervisione intermediari specializzati, Divisione Analisi dei rischi e dell'innovazione finanziaria. Le autrici desiderano ringraziare in particolar modo Carlo Gola per i preziosi commenti e suggerimenti. Ringraziano inoltre Sergio Sinisi, per avere collaborato all'analisi sulla performance dei fondi nonché Agostino Chiabrera, Corrado Baldinelli, Roberto Rinaldi, Luca Zucchelli, Giovanni Guazzarotti, e la Prof. Anna Gervasoni dell'AIFI. Le opinioni espresse nel presente lavoro di ricerca rimangono, in ogni caso, di esclusiva competenza delle autrici e non impegnano in alcun modo la Banca d'Italia.

1. Introduzione

Tra il 2000 e il 2010 il comparto del *private equity* ha registrato una crescita significativa: il numero delle SGR attive in tale comparto è passato da 11 a 68, quello dei fondi operativi da 7 a 126; nello stesso periodo l'attivo dei fondi gestiti è cresciuto da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro. Il settore ha risentito nel 2009 e nella prima parte del 2010 - in Italia come nel resto d'Europa - della recente crisi finanziaria, dopo anni di costante crescita; alcuni miglioramenti in termini di raccolta sono stati registrati nella seconda parte del 2010.

Al fine di valutare le possibili ripercussioni della situazione congiunturale sui rendimenti dei fondi è stato svolto un approfondimento sulle imprese target presenti nei portafogli dei fondi di *private equity* gestiti dalle SGR. A tal fine è stata condotta una rilevazione cui hanno preso parte 56 SGR (la quasi totalità delle società specializzate del settore), alle quali fanno capo 120 fondi comuni di investimento mobiliari chiusi, di cui 104 operativi.

Con il presente lavoro viene condotta una analisi della situazione reddituale e patrimoniale delle società target partecipate dai fondi di *private equity* attraverso la costruzione di vari indicatori sintetici di fragilità economica, con l'obiettivo di cogliere eventuali situazioni di criticità suscettibili di produrre effetti negativi sui rendimenti dei fondi stessi.

Il lavoro si articola come segue. Dopo una breve rassegna della letteratura sull'argomento (paragrafo 2) e sui recenti andamenti del *private equity* in Italia (paragrafo 3), è stata svolta una ricognizione sulle caratteristiche economiche delle imprese target anche in base alla tassonomia Pavitt (paragrafo 4.2). Sono stati quindi sviluppati alcuni indicatori di fragilità anche attraverso i punteggi o *rating* attribuiti alle imprese da parte di Centrale dei Bilanci sulla base dei dati depositati. I punteggi ad esse assegnati sono stati confrontati con quelli relativi all'universo delle imprese italiane con bilancio 2008 presente in Centrale dei Bilanci ed appartenenti al medesimo macro-settore di attività. Un'analisi multivariata ha permesso di individuare l'incidenza delle società caratterizzate da rischio di credito elevato e bassa redditività (paragrafo 5).

2. Una rassegna della letteratura sul *private equity*

A partire dagli anni '90 si è sviluppata un'ampia letteratura sul *private equity* che ne descrive la natura e le caratteristiche, facendo ricorso alla teoria dei contratti (Diamond, 1984): l'imprenditore (*l'agente*) che ha un progetto di investimento potenzialmente profittevole deve superare il conflitto d'interesse con l'investitore che lo finanzia (*il principale*) connesso alla presenza di incertezza e di asimmetrie informative, sia in termini di informazioni private (*adverse selection o costly monitoring*), che di comportamenti non osservabili o verificabili (*moral hazard*) (Kaplan S. e P. Stromberg, 2001). In questo ambito l'operatore di *private equity* individua una serie di possibili soluzioni in grado di limitare, se non di eliminare, il conflitto di interesse, quali (Bonini, 2002):

- l'attivazione di procedure di *screening* e di valutazione dei progetti (la c.d. *due diligence*²);
- la previsione di clausole contrattuali che incentivino l'agente ad un comportamento virtuoso;
- la definizione di modalità di fruizione dei diritti di intervento e dei flussi finanziari;
- l'effettuazione di controlli periodici, sia in sede di esecuzione che di completamento del progetto.

Nel *private equity*, le esigenze delle parti non possono essere soddisfatte attraverso un tradizionale contratto bancario, vista la necessità di disporre di professionalità altamente

² L'espressione *due diligence* identifica l'insieme delle attività poste in essere dall'investitore al fine di analizzare valore e condizioni di un'azienda o di un ramo di essa, per la quale vi siano intenzioni di acquisizione o investimento, prendendo in considerazione tutte le informazioni relative all'impresa, con particolare riferimento alla struttura societaria e organizzativa, al mercato di riferimento, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, agli aspetti fiscali e legali e ai rischi potenziali.

specializzate, né con il ricorso diretto ai mercati istituzionali dei capitali, caratterizzati da eccessivi oneri di accesso.

Alcuni studi analizzano, in particolare, il ruolo svolto da clausole particolari previste nei contratti di acquisto delle partecipazioni, come ad esempio quelle di *stage financing*³, di non competizione a carico dell'imprenditore⁴, di limitazione delle condizioni di uscita per le parti. Uno dei lavori più citati è quello di Kaplan e Strömberg (2003) che analizza le caratteristiche contrattuali di 213 investimenti di venture capital effettuati da 14 intermediari statunitensi in 119 imprese; i risultati indicano che i diritti del *venture capitalist* sono graduati in relazione all'andamento dell'azienda e che le condizioni contrattuali utilizzate sono complementari tra loro e non alternative.

La letteratura si è anche concentrata sul grado di attivismo concretamente esercitato dal *venture capitalist* e sulla relazione tra questo e le caratteristiche dell'operazione. Kaplan e Strömberg (2004) mostrano che l'attivismo è tanto maggiore quanto più ampi sono i poteri di controllo sulle decisioni d'impresa; inoltre, il supporto fornito all'imprenditore cresce al crescere della quota di capitale detenuta.

Bienz e Walz (2006) usano le stesse informazioni impiegate in un loro studio precedente per valutare le modalità di esercizio dei diritti da parte dell'intermediario in caso di liquidazione dell'azienda e di esercizio del diritto di veto sulle decisioni aziendali. I risultati suggeriscono che i diritti attribuiti agli intermediari si modificano qualitativamente, ma non quantitativamente, con il passare del tempo; in generale, infatti, a fronte dell'affievolimento dei diritti relativi agli aspetti operativi della gestione aziendale si ha un rafforzamento di quelli esercitabili in fase di disinvestimento.

Tra gli studi aventi ad oggetto gli aspetti più marcatamente quantitativi del mercato del private equity spiccano quelli riguardanti le performance conseguite a livello di singolo investimento e di intero fondo.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il recente lavoro di Hege et al. (2008) – in cui viene effettuato un confronto tra i risultati degli investimenti di *venture capital* realizzati negli Stati Uniti e in Europa - evidenzia per i primi un tasso interno di rendimento più elevato. Le motivazioni che gli autori individuano alla base della migliore performance statunitense risiedono, principalmente, nel maggior livello di specializzazione degli investitori, che induce una maggiore abilità in fase di selezione dell'azienda target, di monitoraggio dell'attività e di offerta di servizi di consulenza⁵.

Per l'Italia, un recente studio condotto dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) in collaborazione con PriceWaterHouseCoopers (2008) analizza le *performance* delle aziende possedute da operatori di private equity nel periodo 1999–2006 con un focus sulle operazioni di buy out e di venture capital, mostrando che tali aziende, una volta cedute dal fondo, registrano tassi di crescita in termini di ricavi, margine operativo lordo e numero di dipendenti superiori a quelli di altre aziende italiane di dimensioni similari.

Relativamente alla performance dei fondi di private equity, il lavoro di Kaplan e Schoar (2005) individua un c.d. "*effetto persistenza*", vale a dire un legame diretto tra le *performance* dei fondi di *private equity* e i rendimenti degli altri fondi gestiti dalla stessa società di gestione; rendimenti, peraltro, crescenti all'aumentare dell'età del fondo. Phalippou e Zollo (2005) dimostrano, invece, che i rendimenti dei fondi di private equity statunitensi e giapponesi sono

³ In tal caso, l'operatore di *private equity* effettua una prima sostanziosa immissione di fondi al momento dell'acquisto della partecipazione, subordinando le erogazioni successive al raggiungimento di obiettivi prefissati e oggettivamente quantificabili. In tal modo, si riduce il rischio complessivo a carico dell'operatore di private equity e si incentiva l'imprenditore al perseguimento di obiettivi intermedi.

⁴ Si tratta di clausole che impongono di non svolgere attività in settori analoghi a quelli in cui opera l'impresa finanziata.

⁵ Allo stesso filone di ricerca appartengono i lavori di:

- Woodward e Hall (2003): si pongono l'obiettivo di identificare un indicatore che misuri il rendimento e la rischiosità degli investimenti di private equity;
- Hand (2004): esamina i rendimenti degli investimenti di private equity in aziende del settore biotecnologico statunitense;
- Gompers e Lerner (1997) e Cochrane (2005): dimostrano l'esistenza di una relazione diretta tra i rendimenti degli investimenti in venture capital e i rendimenti dei titoli azionari quotati.

caratterizzati da una relazione diretta con il PIL e da una relazione inversa con i tassi di rendimento dei corporate bond; i rendimenti risultano, peraltro, più elevati per i fondi di *private equity* di maggiore dimensione e caratterizzati da esperienza consolidata⁶.

Per quanto riguarda più in particolare il mercato italiano del *private equity*, da segnalare il recente lavoro promosso dalla Banca d'Italia⁷, avente ad oggetto l'industria del *private equity* e del *venture capital* in Italia, che illustra i risultati di un'indagine effettuata in collaborazione con l'AIFI su un campione di imprese e intermediari, diretta ad analizzare le caratteristiche dei contratti utilizzati, delle imprese finanziate e degli intermediari; particolare attenzione è riservata ai principali fattori di ostacolo al maggiore sviluppo del settore, tra i quali si evidenziano il trattamento fiscale e la normativa fallimentare vigente.

3. Il mercato del *private equity* in Italia

Tra il 2000 e il 2010 il numero delle SGR attive nella gestione di fondi di *private equity* è passato da 11 a 68, quello dei fondi operativi da 7 a 126; nello stesso periodo l'attivo dei fondi gestiti è cresciuto da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro⁸.

Considerando anche gli importi sottoscritti dagli investitori e richiamabili dai fondi per nuovi investimenti (quasi 9 miliardi di euro), nel complesso le masse facenti capo ai fondi di *private equity* di diritto italiano sono pari a 14,3 miliardi di euro nell'ipotesi di completo versamento degli impegni assunti dagli investitori⁹ nei confronti dei gestori.

Sulla base di dati dell'AIFI, nel periodo 2007-2010 la maggior parte delle risorse raccolte è stata impiegata per operazioni di *buy out* (65 per cento) - spesso affiancate da operazioni finanziarie a leva - che comportano, di frequente, un ricambio degli amministratori. Rilevano, inoltre, le operazioni di *expansion* (18 per cento), finalizzate a sostenere la crescita di imprese già operanti sul mercato. La parte restante delle risorse raccolte è stata impiegata per altre tipologie di operazioni (cfr. Figura 1)¹⁰.

⁶ Allo stesso filone di ricerca appartengono i lavori di:

- Ljungqvist e Richardson (2003) che mostrano che durante i periodi di espansione impieghi e disinvestimenti si susseguono a cadenza ravvicinata, sfruttando il clima economico favorevole, mentre in periodi caratterizzati da un livello elevato di concorrenzialità tra i fondi i portafogli sono meno dinamici e gli investimenti hanno maggiore durata con risultati significativamente inferiori;
- Phalippou e Zollo (2005) e Kaplan e Schoar (2005).

⁷ Questioni di Economia e Finanza, n.41, Il mercato del *private equity* in Italia, 2009.

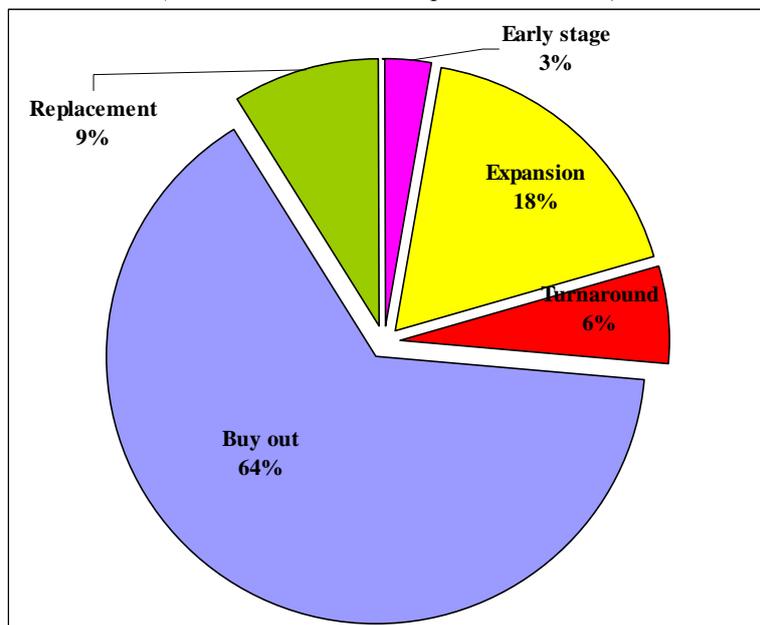
⁸ Nel decennio si è osservata, oltre alla crescita dimensionale, l'evoluzione della struttura del settore: alla fine del 2000, esso era rappresentato soprattutto da SGR di emanazione bancaria e da fondi quotati destinati al pubblico retail. Attualmente la maggior parte delle SGR autorizzate fa capo a soggetti indipendenti, in precedenza imprenditori ovvero consulenti attivi nel settore per conto di investitori italiani ed esteri.

⁹ Una caratteristica dei fondi di *private equity* è la possibilità del gestore del fondo di "richiamare" gli importi sottoscritti dagli investitori ma non ancora versati.

¹⁰ Sulle caratteristiche di queste tipologie di investimento si veda l'Appendice N.1. Il quadro descritto è coerente con le tendenze osservate nel mercato europeo del *private equity*, che ha registrato un massimo nei volumi investiti nel corso del 2007 (oltre 70 miliardi di euro), con una quota preponderante di operazioni di *buy out* (superiore al 70 per cento tra il 2005 e il 2008 e ad oltre la metà del totale nel 2009) (cfr. *European Private Equity and Venture Capital Association* web site).

VALORE DELLE OPERAZIONI POSTE IN ESSERE NEL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY

(anni 2007-2010 - valori percentuali medi)

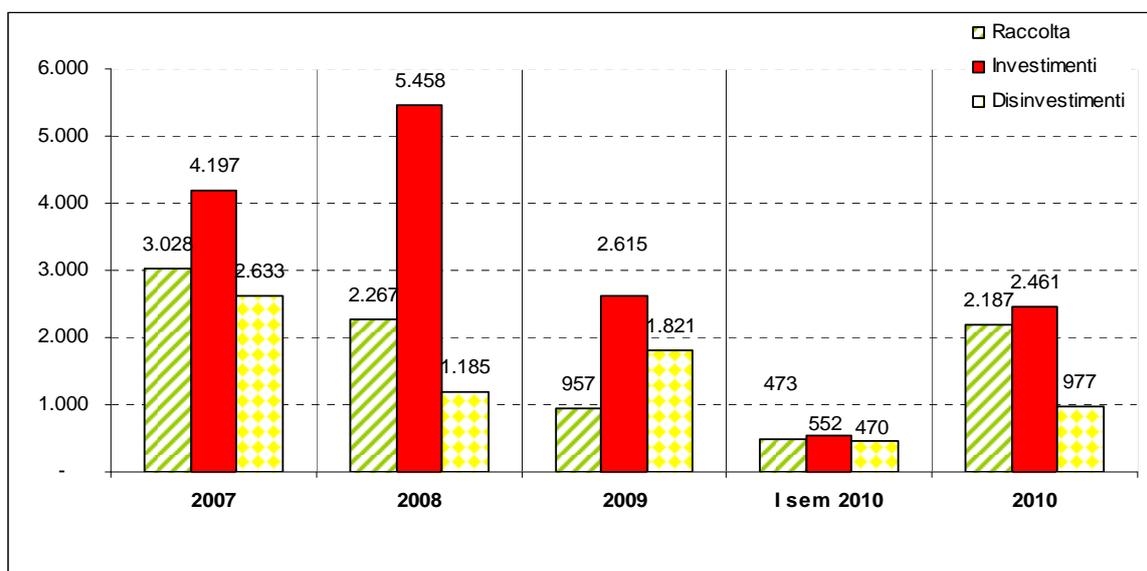


Fonte: dati AIFI

Nel 2009 e nella prima parte del 2010, il settore ha risentito, in Italia come nel resto d'Europa, - della recente crisi finanziaria dopo anni di costante crescita. L'attività di raccolta e di investimento nelle società target e in altre attività finanziarie - ai valori massimi in termini di flussi nel periodo 2007/2008 - ha registrato una sensibile contrazione nel 2009; in tale anno la quasi totalità delle operazioni di disinvestimento (85 per cento) è riconducibile a svalutazioni totali o parziali delle società in portafoglio¹¹. Nel secondo semestre del 2010 l'attività di investimento e, soprattutto, di raccolta hanno registrato, invece, una sensibile ripresa, anche grazie all'avvio di un fondo ad iniziativa pubblico-privata, sottoscritto per oltre un miliardo di euro (cfr. Figura 2).

¹¹ Sono invece risultate essenzialmente stabili le fonti della raccolta nell'ultimo biennio: essa proviene per oltre l'80 per cento da operatori indipendenti, di cui oltre il 70 per cento di competenza di SGR generaliste che gestiscono fondi chiusi di diritto italiano.

RACCOLTA, INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY
(dati in milioni di euro)



Fonte: dati AIFI

In tale quadro, si è ritenuto opportuno condurre un'analisi sulla situazione delle società target nel portafoglio partecipativo dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano gestiti da SGR, soggetti sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, con l'obiettivo di verificare l'impatto della crisi sulla performance di tali società e di prefigurare i possibili esiti sui rendimenti dei fondi.

4. L'indagine condotta presso le società di gestione di fondi mobiliari chiusi: i risultati

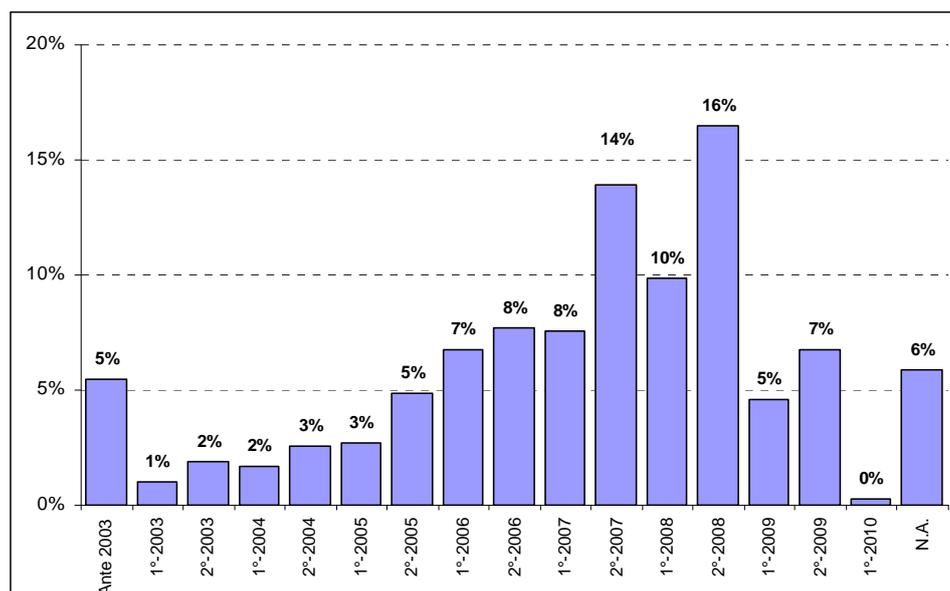
Nel maggio 2010 è stata avviata una rilevazione mediante l'invio di un questionario alle società di gestione dei fondi di private equity, al fine di approfondire la situazione dei fondi, delle partecipazioni in portafoglio e soprattutto la condizione patrimoniale e reddituale delle società target. I dati ottenuti con la rilevazione sono stati integrati con quelli di Centrale dei Bilanci e Centrale dei Rischi.

Hanno preso parte all'indagine 56 SGR, cui fanno capo 120 fondi comuni di investimento mobiliari chiusi, di cui 104 operativi¹². Sono state segnalate 698 partecipazioni in società target in portafoglio a maggio 2010; di esse 498 sono relative ad imprese italiane (cfr. Tavola 1a in Appendice N.3). Per quanto riguarda il profilo temporale, la maggior parte delle partecipazioni risulta acquisita nel triennio 2006-2008 (74 per cento delle partecipazioni in portafoglio a maggio 2010) (cfr. Figura 3).

¹² Per fondi operativi si intendono quelli che alla data di riferimento del questionario (maggio 2010) hanno dichiarato di avere in portafoglio una o più partecipazioni in altrettante società target. In particolare, sono state segnalate, a maggio 2010, partecipazioni in 698 società target di cui 498 relative a imprese italiane; il bilancio d'esercizio per il 2008 risulta presente nell'archivio per il 68 per cento dei casi (341 società).

SEMESTRE DI ACQUISIZIONE DELLA PARTECIPAZIONE NEL PORTAFOGLIO ATTUALE DEI FONDI

(percentuale rispetto al numero di partecipazioni in essere a maggio 2010)



Fonte: dati rilevazione Banca d'Italia

4.1 La situazione economica e finanziaria dei fondi di private equity

Prima di analizzare la situazione economico-finanziaria delle imprese target, può essere utile fornire alcune informazioni relative ai fondi di private equity che le partecipano.

Utilizzando i dati acquisiti attraverso la rilevazione, riferiti a fine 2009, è stato possibile ricostruire il risultato conseguito da ciascun fondo dall'inizio dell'operatività. È emerso che il valore complessivo netto dei fondi è pari a 5,2 miliardi di euro, al netto di rimborsi pregressi e distribuzioni di proventi per circa 3,1 miliardi di euro e a fronte di versamenti effettuati dai sottoscrittori per complessivi 8,6 miliardi di euro; ne deriva che il sistema dei fondi ha espresso per i sottoscrittori un rendimento cumulato dall'inizio dell'operatività negativo (-260 milioni di euro) (cfr. Tavola 1); su 116 fondi solo 24 presentano un rendimento positivo. Occorre tuttavia sottolineare che per i fondi di recente avvio il rendimento è fisiologicamente negativo (considerati i tempi minimi necessari per realizzare l'attività di investimento e di vendita delle partecipazioni a fronte di oneri di gestione che sono addebitati al fondo dall'avvio dell'operatività). L'andamento negativo dei fondi scaturisce dal fatto che il risultato cumulato positivo prodotto dalla gestione delle partecipazioni¹³ (pari a 897 milioni di euro, ammontare che, tra l'altro, sconta un ridimensionamento nel biennio 2008-2009 dovuto a svalutazioni delle partecipazioni in portafoglio per circa un miliardo di euro) e il rendimento prodotto dalla gestione degli altri *asset* (altri strumenti finanziari, cambi, crediti etc.) sono stati assorbiti dagli oneri di gestione gravanti sui fondi (principalmente commissioni di pertinenza delle SGR).

¹³ Utili e perdite da realizzi e plusvalenze e minusvalenze del portafoglio partecipativo.

VARIAZIONE DEL VALORE DEI FONDI DA INIZIO OPERATIVITÀ*(Dati al 31.12.2009 in milioni di euro ⁽¹⁾)*

Valore nominale dei fondi	Versamenti effettuati dai sottoscrittori	Rimborsi e proventi distribuiti	Valore complessivo netto	Rendimento prodotto dalla gestione	Importi da richiamare (A-B)
(A)	(B)	(C)	(D)	(C+D-B)	
16.606	8.598	3.140	5.198	-260	8.064

*(1) Nei primi mesi del 2010 sono divenuti operativi 11 nuovi fondi per un valore nominale di 915 milioni di euro.**Fonte: rilevazione Banca d'Italia*

Per valutare in che misura il rendimento cumulato fino all'anno 2009 abbia risentito della crisi, è stato esaminato il risultato di gestione di ciascun anno tra il 2003 e il 2010 per la generalità dei fondi di private equity (cfr Tavola 1 bis). Emerge che il biennio 2008-2009 ha evidenziato esiti negativi dopo alcuni anni (tra il 2005 e il 2007) di buoni risultati. Una leggera ripresa del settore si registra nel 2010.

Tav. 1 bis**RISULTATO DI GESTIONE DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY***(Dati in miliardidi euro)*

Anno	Risultato del periodo
2003	-68,60
2004	-76,78
2005	46,72
2006	719,36
2007	337,85
2008	-114,06
2009	-715,31
2010	62,21

Fonte: segnalazioni di vigilanza

Peraltro, considerando la media dei risultati di ciascun fondo tra il 2003 e il 2010 si rileva che meno del 30 per cento di essi (36 su circa 140 complessivamente operativi nel periodo considerato) hanno prodotto un valore positivo della gestione.

In sintesi, si ricava il quadro di un settore fortemente esposto ai fattori congiunturali, che non sempre è stato in grado di esprimere rendimenti positivi per i sottoscrittori.

Circa la struttura dell'attivo, alla fine del 2010 la componente azionaria era pari a circa il 55 per cento (64 per cento nel 2009); la parte restante era investita in quote di fondi comuni (18 per cento), titoli di Stato e liquidità (6 per cento) e altre attività (18 per cento), in prevalenza costituite da crediti verso partecipate.

Per quanto concerne l'equilibrio finanziario, si osserva che l'indebitamento risulta contenuto per la presenza di disposizioni che limitano la possibilità per i fondi di assumere prestiti superiori al 10 per cento del valore complessivo netto; alla fine del 2010 i fondi risultavano indebitati nel complesso per 147 milioni di euro (98 nel 2009), pari a circa il 2,3 per cento del valore complessivo netto.

Relativamente alla struttura delle sottoscrizioni, i dati ottenuti tramite la rilevazione evidenziano che il numero degli investitori è assai basso: per il 38 per cento dei fondi operativi (corrispondente al 42 per cento di quelli costituiti ma ancora privi di partecipazioni in portafoglio) il

numero degli investitori risulta mediamente non superiore alle dieci unità, mentre solo 3 fondi (di cui 2 operativi) hanno segnalato un numero di sottoscrittori superiore a 40 (cfr. Tavola 2a in Appendice N.3). Inoltre la maggioranza assoluta delle quote dei 120 fondi segnalati è stata sottoscritta da un unico soggetto nel 40 per cento dei casi, da non più di tre nel 68 per cento dei casi (cfr. Tavola 3a in Appendice N.3).

4.2 La situazione economica e finanziaria delle imprese target

La rilevazione ha evidenziato la prevalenza di partecipazioni in imprese appartenenti al settore manifatturiero (in particolare “fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici”, cfr. Tavole 4a e 5a in Appendice N.3); rilevante è anche la presenza di società specializzate nella prestazione di servizi alle imprese (cfr. Tavola 6a in Appendice N.3). Aggregando le imprese target in base alla tassonomia Pavitt¹⁴, emerge la netta prevalenza di imprese con attività a contenuto tecnologico medio-alto (cfr. Tavola 2).

Utilizzando i dati dell’archivio Centrale dei Bilanci è stato possibile analizzare la situazione economico-finanziaria delle società target italiane ricorrendo ai dati dei bilanci d’esercizio per il 2008; non è stato possibile utilizzare dati più recenti, riferiti al bilancio 2009, in quanto ciò avrebbe comportato l’esclusione del 30 per cento delle società target; per queste ultime, infatti, il bilancio non risultava ancora presente nell’archivio di Centrale Bilanci al momento dell’analisi.

Un primo esame delle informazioni disponibili ha posto in luce una percentuale notevole di società target (il 58 per cento delle 341 “imprese utili”, cioè con il bilancio dell’anno 2008 presente nell’archivio) con redditività negativa¹⁵ (cfr. Tavola 7a in Appendice N.3): oltre il 3 per cento delle stesse è in stato di liquidazione e altrettante hanno segnalato un patrimonio netto negativo a causa di perdite pregresse; l’11 per cento delle imprese registra invece un ROE superiore a 20. Poiché gli investimenti del private equity sono tipicamente caratterizzati da un’elevata combinazione rischio-rendimento, la presenza in portafoglio di molte imprese poco redditizie e poche ad alta redditività, che consentano di recuperare quanto perso negli altri investimenti, potrebbe costituire un evento fisiologico.

¹⁴ Come noto la tassonomia proposta dall’economista inglese Keith Pavitt è una classificazione dei settori merceologici compiuta sulla base delle fonti e della natura delle opportunità tecnologiche e delle innovazioni, dell’intensità della ricerca e sviluppo (*R&D intensity*), e della tipologia dei flussi di conoscenza.

¹⁵ L’indicatore di redditività prescelto è il ROE (*return on equity*), definito dal rapporto tra reddito netto e capitale proprio, che misura la redditività del capitale investito nell’azienda dai sottoscrittori di capitale proprio.

RICLASSIFICAZIONE DELLE SOCIETÀ TARGET IN BASE ALLA TASSONOMIA PAVITT

Attività secondo la classificazione Pavitt	Numero imprese	Percentuale di imprese sul totale
Industriali a medio-alta tecnologia	71	20,8
Servizi di mercato ad elevata conoscenza	76	22,3
Servizi tecnologici ad elevata conoscenza	36	10,6
Altri servizi	39	11,4
Industriali a medio-bassa tecnologia	29	8,5
Industriali a bassa tecnologia	38	11,1
Prodotti tradizionali e standard	18	5,3
Industriali ad alta tecnologia	18	5,3
Servizi finanziari ad elevata conoscenza	9	2,6
Agricoltura, prodotti energetici, materie prime	1	0,3
<i>Dato mancante</i>	6	1,8
Totale	341	100

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

Analizzando i livelli di indebitamento delle società target emerge che il 22 per cento di esse ha un *leverage* molto elevato, superiore a 5 (cfr. Tavola 3)¹⁶, che potrebbe rappresentare un ostacolo al processo di stabilizzazione economico-finanziaria.

Sempre in tema di indebitamento si è provveduto a confrontare i dati ottenuti attraverso la rilevazione con quelli risultanti da Centrale dei Rischi. A maggio 2010 delle 341 imprese target “utili”, 275 risultano censite anche in Centrale dei Rischi; a tale data risulta che sistema finanziario ha accordato alle aziende partecipate dai fondi di private equity crediti per cassa e per firma per quasi 23 miliardi di euro, di cui oltre 17 già utilizzati¹⁷. Limitando l’attenzione alle 263 imprese censite in Centrale dei Rischi a maggio 2010 e per le quali risulta disponibile il bilancio 2008, il credito totale accordato e il credito utilizzato risultano rispettivamente pari al 52 e al 39 per cento dell’attivo di bilancio (cfr. Tavole 8a e 9a in Appendice N.3).

Al fine di esprimere un giudizio più ampio sulla situazione reddituale e patrimoniale sono stati presi in considerazione anche i punteggi o *rating* attribuiti alle imprese da parte di Centrale dei Bilanci sulla base dei bilanci depositati¹⁸. Tali *rating* segnalano che le imprese in condizioni di “rischio” nel 2008 erano 142 (42 per cento del totale). Con riferimento allo stesso insieme di imprese, quelle che risultavano in condizioni di “rischio” nell’anno precedente l’intervento di private equity erano 99 (29 per cento del totale), (cfr. Tavola 4 e Figura 4). Limitando l’analisi alle sole 239 imprese per le quali il bilancio 2009 risulta presente nell’archivio di Centrale dei Bilanci le imprese in condizioni di “rischio” passano dal 40 per cento del 2008 al 46 per cento del 2009.

¹⁶ Il leverage, definito dal rapporto tra l’attivo e il capitale proprio, rappresenta indirettamente la proporzione esistente tra risorse proprie e risorse di terzi utilizzate per finanziare gli impieghi. Il finanziamento delle attività d’impresa con capitale di terzi risulta conveniente finché il rendimento dell’investimento finanziato è superiore al costo dei capitali stessi; quando tale rapporto è eccessivamente elevato, l’impresa viene percepita come molto rischiosa, con conseguente difficoltà di ottenimento/rinnovo di finanziamenti e relativo incremento degli oneri finanziari. In generale l’assoluta indipendenza finanziaria è segnalata da un valore dell’indice pari a 1; l’indice viene valutato positivamente per valori inferiori a 3, mentre indica situazioni di potenziale criticità quando superiore a 5.

¹⁷ Va precisato che i livelli di indebitamento risultanti da Centrale dei Rischi sono sicuramente inferiori a quelli reali, in quanto, in primo luogo, sono obbligati alla comunicazione i soli intermediari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d’Italia e, in secondo luogo, vanno segnalati solo i crediti in bonis di importo non inferiore a 30.000 euro e quelli in sofferenza (cfr. Circ. Banca d’Italia N. 139 del 1991 e successive modifiche).

¹⁸ La procedura implementata da Centrale dei Bilanci, sulla base dei rispettivi bilanci di esercizio e consolidati, classifica le imprese in nove categorie di rischio economico-finanziario (cfr. Tavola 7); il profilo, ottenuto applicando metodologie di analisi discriminante (*scoring*) ad un insieme di indicatori finanziari, opportunamente selezionati e pesati, viene confrontato con i valori medi espressi in mediane e quartili riferiti al settore di appartenenza della società. Allo scopo di evidenziare eventuali punti di forza e di debolezza dell’impresa vengono calcolate sei funzioni di valutazione parziale, rappresentanti altrettante aree gestionali, riguardanti: la struttura finanziaria, l’equilibrio finanziario complessivo, la liquidità, la capacità di accumulazione, la redditività lorda, il peso degli oneri finanziari sul conto economico.

VALORE DEL LEVERAGE

Leverage (classi)	Numero di imprese	Percentuale di imprese sul totale	Percentuali cumulate
>10	17	5	5
9-10	3	1	6
8-9	7	2	8
7-8	6	2	10
6-7	23	7	17
5-6	18	5	22
4-5	40	12	34
3-4	62	18	52
2-3	55	16	68
1-2	97	28	96
1	2	1	97
≤0 ⁽¹⁾	11	3	100
Totale	341	100	

(1) I valori negativi del leverage sono relativi alle 11 imprese con capitale proprio negativo generato da perdite pregresse

(2) Il valore unitario del leverage è relativo a 2 imprese target che hanno segnalato bilanci con indebitamento nullo

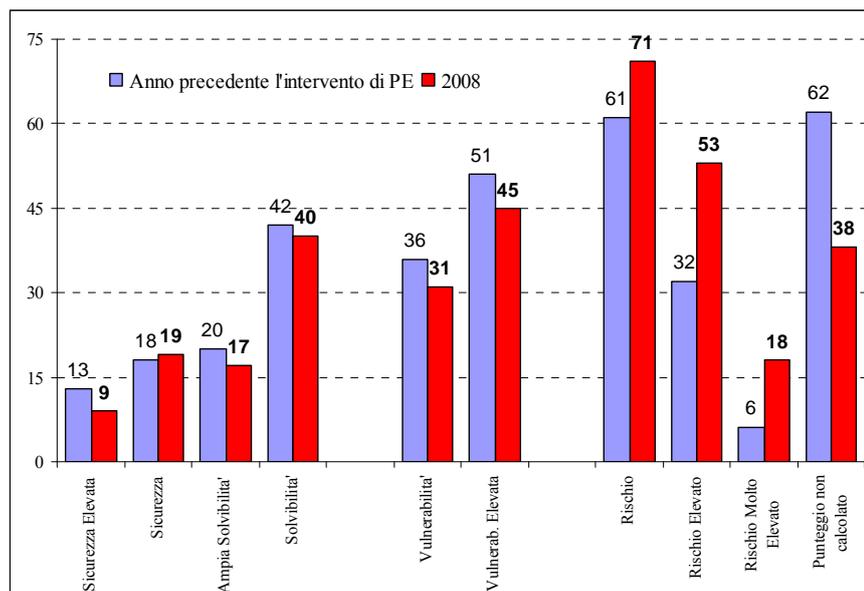
Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

PUNTEGGIO ASSEGNATO DA CENTRALE DEI BILANCI ALLE SOCIETÀ TARGET

Punteggio Centrale dei Bilanci	2008		Anno precedente l'intervento di private equity	
	Numero di imprese target	Percentuale di imprese sul totale	Numero di imprese target	Percentuale di imprese sul totale
Sicurezza elevata	9	3	13	4
Sicurezza	19	6	18	5
Ampia solvibilità	17	5	20	6
Solvibilità	40	12	42	12
Sicurezza o solvibilità	85	25	93	27
Vulnerabilità	31	9	36	11
Vulnerabilità elevata	45	13	51	15
Vulnerabilità	76	22	87	26
Rischio	71	21	61	18
Rischio elevato	53	16	32	9
Rischio molto elevato	18	5	6	2
Rischio	142	42	99	29
<i>Punteggio non calcolato</i>	38	11	62	18
Totale imprese target	341	100	341	100

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

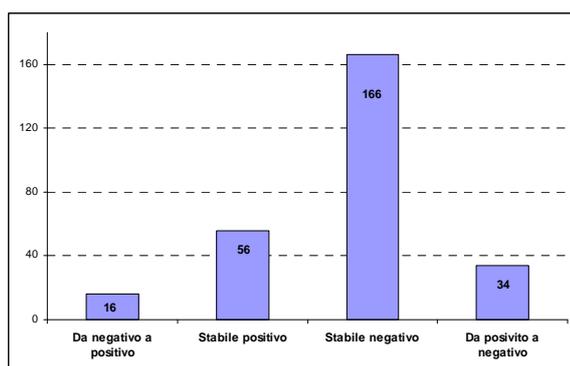
PUNTEGGIO ASSEGNATO DA CENTRALE DEI BILANCI ALLE SOCIETÀ TARGET
(numerodi imprese)



Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

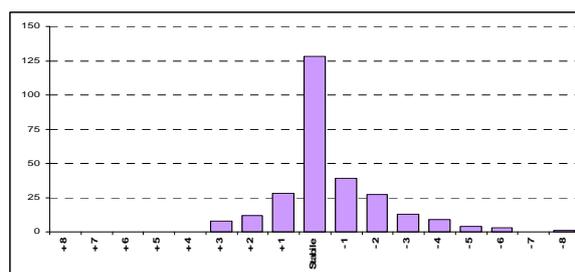
In particolare, rispetto al punteggio pre-acquisizione, sono contraddistinte da un punteggio stabilmente negativo o positivo nel 2008 rispettivamente 166 e 56 società; il punteggio migliora per 16 società e peggiora per le restanti 34 (cfr. Figure 5 e 6). Sembra quindi che l'apporto fornito dall'investimento di private equity in termini di mezzi finanziari, di *know how*, consulenza e contributo attivo alla gestione strategica della partecipata sia risultato ostacolato dall'impatto della crisi economica.

Figura 5: Variazione punteggio sintetico 2008 rispetto all'anno di pre-intervento di private equity



Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

Figura 6: Variazione livello di punteggio 2008 rispetto all'anno di pre-intervento di private equity



I punteggi assegnati alle imprese target sono stati anche confrontati con quelli relativi all'universo delle imprese italiane cui Centrale dei Bilanci ha assegnato un rating per l'anno 2008 ed appartenenti al medesimo macro-settore di attività (cfr. Tavola 5).

IMPRESE IN SITUAZIONE DI RISCHIO/VULNERABILITÀ IN BASE AL PUNTEGGIO DI CENTRALE DEI BILANCI

Settore di attività	Numero di imprese		Percentuale di imprese sul totale di settore	
	Target	Universo	Target	Universo
Industriale	92	87.598	66	56
Commerciale	14	71.890	82	53
Produzione pluriennale	21	48.894	78	62
Servizi	54	146.970	90	64
Altro	36	86.395	61	51
Totale*	217	441.747	72	57

* Dal totale sono escluse le imprese il cui bilancio 2008 è presente nell'archivio di Centrale dei Bilanci ma alle quali non è stato attribuito il punteggio (221 imprese di cui 38 target)

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

Dal confronto si evince che la percentuale di imprese target oggetto di rilevazione in situazione di “rischio/vulnerabilità” è sempre superiore a quella, peraltro alquanto elevata, relativa all’universo di imprese italiane censite da Centrale dei Bilanci in ogni macro settore di attività,. Anche tale risultato potrebbe risultare fisiologico se si tiene conto delle finalità di sviluppo e crescita del private equity che spesso si indirizza alle aziende in situazioni di maggiore difficoltà.

5. Classificazione delle società target in base ai profili di rischio e rendimento: un’analisi multivariata

Al fine di approfondire ulteriormente la situazione delle società target e, di conseguenza, la redditività dei fondi di private equity e delle relative SGR, è stata condotta una *cluster analysis*, (cfr. Appendice N.2); considerando 10 indicatori di natura patrimoniale, finanziaria e reddituale basati su dati tratti da Centrale dei Rischi e Centrale dei Bilanci, il collettivo delle 312¹⁹ imprese target su cui è stata condotta l’analisi è stato suddiviso in 7 gruppi sufficientemente (cfr. Tavola 12a in Appendice N.3). Il gruppo di società maggiormente critiche è costituito dal *cluster* 4 nel quale sono contenute 7 imprese caratterizzate da oggettiva difficoltà sotto il profilo reddituale, nonché da livelli elevati di indebitamento, di cui una parte segnalata insofferenza dall’intermediario creditore.

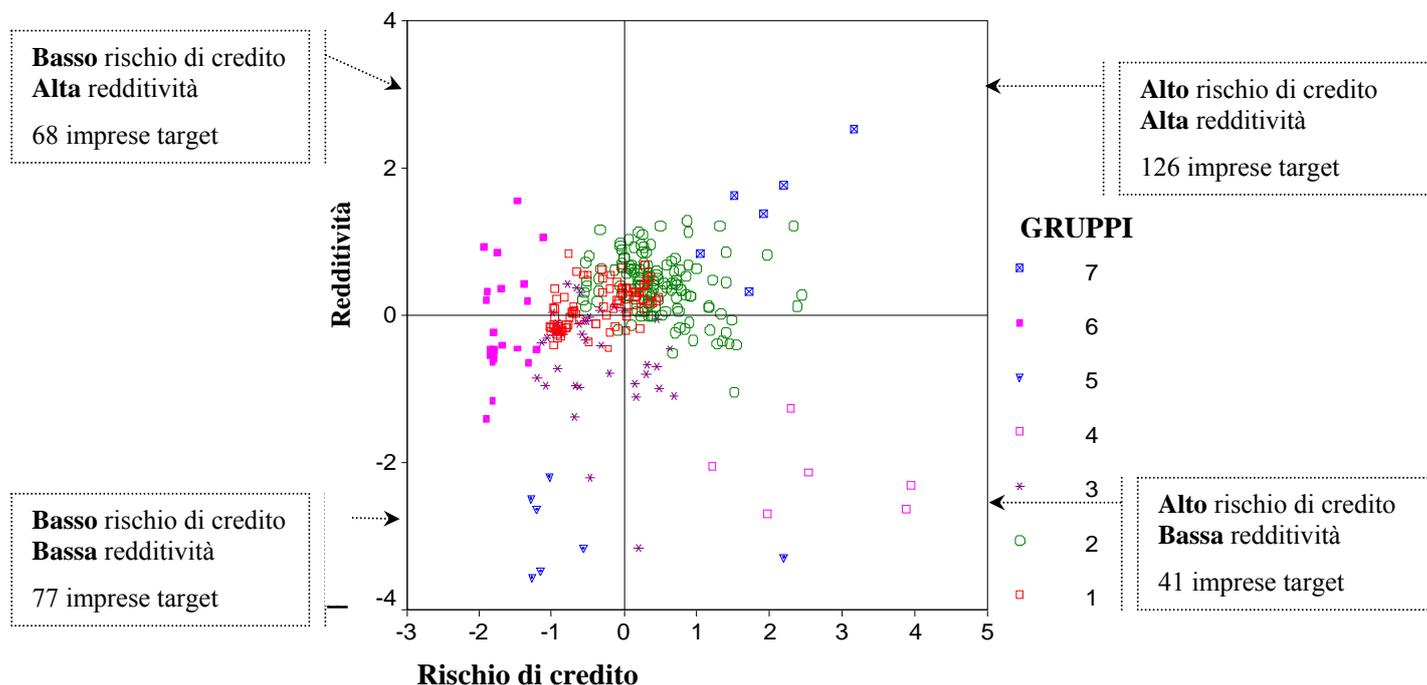
Le imprese analizzate sono state poi rappresentate nello spazio generato dalle prime due componenti principali²⁰ (cfr. Figura 7). L’esame della matrice di correlazione tra le 10 variabili utilizzate e le prime due componenti evidenzia che la prima componente è fortemente correlata, in senso positivo, con gli indicatori di Centrale dei rischi, che esprimono il rischio di credito, mentre la seconda componente risulta correlata, sempre in senso positivo, con gli indicatori di redditività.

¹⁹ Delle 341 imprese target residenti segnalate nel questionario con bilancio 2008 depositato in Centrale dei Bilanci sono state escluse dall’analisi cluster in quanto risultavano mancanti i dati per una o più delle variabili utilizzate.

²⁰ Le componenti principali sono variabili “artificiali”, ordinabili in base alla variabilità spiegata del fenomeno cui si riferiscono, generate dalla combinazione lineare delle variabili rilevate con coefficienti ottenuti in modo che le componenti siano tra loro incorrelate e che la varianza del fenomeno spiegata da ciascuna di esse sia massima.

Fig. 7

COMPONENTI PRINCIPALI

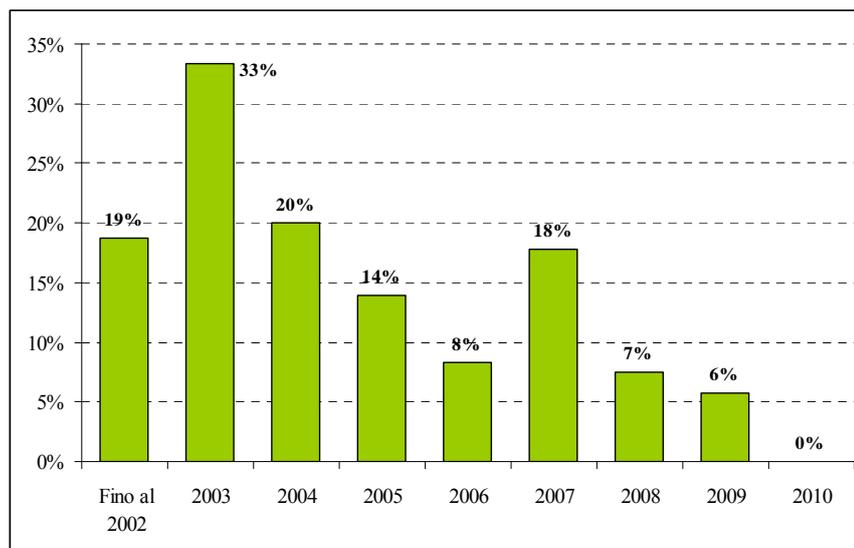


Tale analisi, che ha sostanzialmente confermato i risultati della *cluster*, ha consentito, inoltre, di effettuare un ulteriore raggruppamento delle imprese target in quattro classi contraddistinte dalle diverse combinazioni rischio di credito/redditività.

La classe più critica è costituita dalle 41 imprese nel quadrante in basso a destra, caratterizzate da rischio di credito elevato e bassa redditività; esse comprendono, tra l'altro, tutte le 7 imprese del *cluster* 4 - che si dispongono nei punti estremi del quadrante – nonché 20 imprese del gruppo 2, per le quali le difficoltà attengono prevalentemente alla sfera del rischio di credito e 10 imprese del gruppo 3 maggiormente critiche dal punto di vista della redditività.

Rileva, infine, la circostanza che la maggior parte degli investimenti in società critiche si concentra tra quelli di vecchia data (2002-2004) (cfr. Figura 8); potrebbe trattarsi, quindi, di partecipazioni in iniziative imprenditoriali che non hanno registrato il successo sperato.

PARTECIPAZIONI IN TARGET “ALTO RISCHIO E BASSO RENDIMENTO”
(valori percentuali rispetto al totale delle partecipazioni acquisite)



Fonte: elaborazione su rilevazione Banca d'Italia

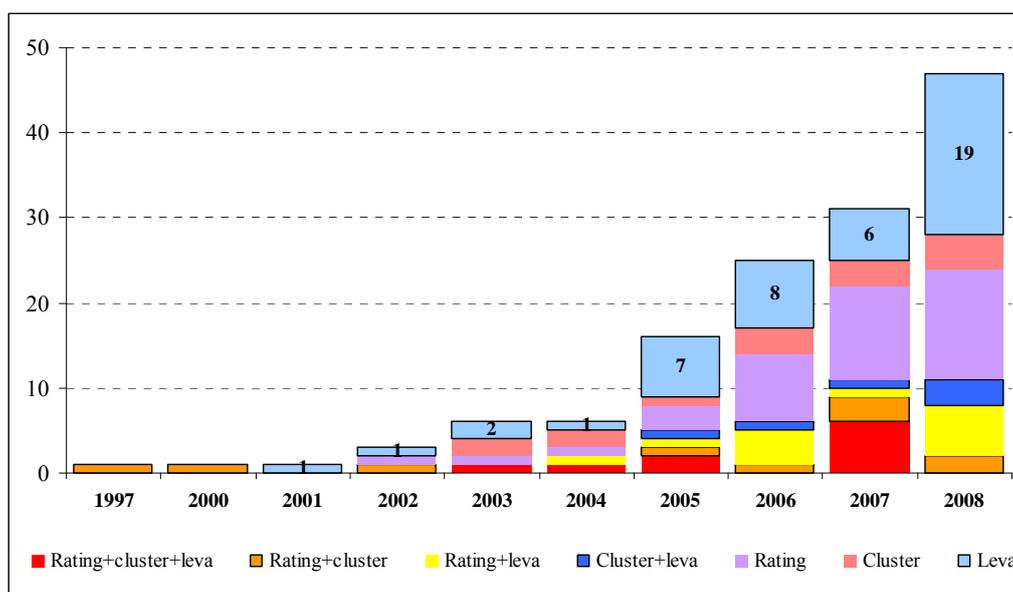
Infine, allo scopo di costruire un sintetico indicatore di fragilità economico-finanziario delle imprese, sono state selezionate le società target che risultano caratterizzate da almeno uno dei seguenti tre criteri di rischiosità:

- leva superiore a 5;
- rating di Centrale dei Bilanci corrispondente alle 3 classi “rischiose” (rischio, rischio elevato, rischio molto elevato);
- classificazione attraverso in base alle prime due componenti principali nel gruppo di imprese ad alto rischio e basso rendimento.

Si tratta di 137 imprese, pari a circa il 40 per cento di quelle analizzate, che fanno capo a 58 fondi di private equity controllati da 43 SGR. L'elevata percentuale di imprese critiche potrebbe dipendere dalla circostanza che non vengono considerate le imprese che sono uscite dal portafoglio e che potrebbero avere avuto migliore redditività (l'analisi è, infatti, condotta su quelle in portafoglio al momento dell'indagine).

Purtroppo non si dispone di dati sulle partecipazioni cedute che possano avvalorare questa tesi, ma è possibile indagare ulteriormente sulla composizione dei portafogli ripartendo le società critiche per anno di acquisizione della partecipazione ed analizzandone le caratteristiche.

SOCIETA' TARGET IN SITUAZIONE DI FRAGILITA'
(caratteristiche e classificazione per anno di acquisizione della partecipazione)



Fonte: elaborazione su rilevazione Banca d'Italia

Circa la metà delle 137 partecipazioni a rischio riguarda imprese svalutate (60 aziende svalutate, 7 imprese in liquidazione); solo 6 sono state rivalutate, mentre per 61 partecipazioni (circa il 45 per cento di quelle a rischio) il valore è rimasto invariato (per 3 imprese il dato relativo alla variazione di valore della partecipazione non risulta disponibile).

Analizzando la ripartizione delle partecipazioni per anno di acquisizione emerge che la maggior parte di esse (103 su 137) risulta acquisita negli anni più recenti, tra il 2006 e il 2008; tra queste 38 risultano svalutate e 3 in liquidazione; 70 società su 103 (circa il 70 per cento) rivelano una situazione critica in base al rating o alla classificazione condotta con l'analisi multivariata e sembrano risentire negativamente dell'impatto della crisi economica e finanziaria, rallentando il consolidamento dell'investimento effettuato dai fondi di private equity. Se la situazione di rischio di tali imprese dovesse protrarsi nel tempo i rendimenti dei fondi potrebbero risentirne negativamente.

Dal punto di vista della struttura finanziaria, 45 imprese sono caratterizzate da una leva elevata e non da altri fattori di rischio; anche se per gli investimenti relativamente recenti, il ricorso alla leva potrebbe costituire un fattore fisiologico, rileva la circostanza che 15 partecipazioni (pari a circa il 30 per cento delle imprese con leva elevata), più o meno equamente distribuite tra il 2003 e il 2008, risultano svalutate; una di esse, acquisita nel 2004, è stata svalutata ed è in liquidazione.

La leva elevata appare invece atipica per le 3 partecipazioni di più vecchia data – perfezionate tra il 2002 e il 2003 – che sono state tutte svalutate.

In tutti gli altri casi si tratta di partecipazioni acquisite da tempo evidentemente connesse a scelte di investimento in iniziative imprenditoriali che non hanno fornito i ritorni sperati. Si tratta, infatti, di imprese il cui valore risulta svalutato in 17 casi su 20 (per le restanti 3 il valore della partecipazione risulta invariato).

**CLASSIFICAZIONE DELLE IMPRESE TARGET IN SITUAZIONE DI FRAGILITA' IN BASE AI
FATTORI DI RISCHIO**

Anno di acquisizione della partecipazione	Rating + Cluster + leva	Rating + cluster	Rating + leva	Cluster + leva	Rating	Cluster	Leva	Totale
1997		1						1
2000		1						1
2001							1	1
2002		1			1		1	3
2003	1				1	2	2	6
2004	1		1		1	2	1	6
2005	2	1	1	1	3	1	7	16
2006		1	4	1	8	3	8	25
2007	6	3	1	1	11	3	6	31
2008		2	6	3	13	4	19	47
Totale imprese	10	10	13	6	38	15	45	137

Fonte: elaborazione su, dati Centrale dei Rischi e Centrale dei bilanci

Conclusioni

In sintesi, dall'analisi, condotta utilizzando i dati dell'indagine effettuata nel maggio 2010, emerge che i fondi di private equity non sono soggetti ai problemi di equilibrio finanziario presenti in altre tipologie di fondi non tradizionali e derivanti dal deprezzamento degli *asset* in portafoglio e dalla necessità di onorare il debito finanziario. Ciò in quanto il debito è assunto non dai fondi stessi ma direttamente dalle aziende partecipate; il rischio dei fondi resta limitato al capitale azionario apportato alle operazioni di investimento; peraltro, l'eventuale deprezzamento degli *asset* espone i sottoscrittori dei fondi al rischio di perdite.

Tuttavia anche i fondi di private equity attraversano una fase critica, che espone il settore a significativi rischi strategici e reputazionali; ne sono dimostrazione le rilevanti svalutazioni delle partecipazioni in portafoglio effettuate nell'ultimo biennio, che hanno annullato per i sottoscrittori di numerosi fondi i guadagni cumulati dall'inizio dell'operatività.

L'analisi *multivariata*, condotta sulle società target segnalate nell'ambito della rilevazione utilizzando alcuni indici relativi alla situazione reddituale e patrimoniale nonché al livello di indebitamento delle società, ha posto in luce la situazione di criticità di 41 di esse, caratterizzate da un alto grado di rischio e da bassa redditività.

Si è provveduto inoltre a selezionare le società caratterizzate alternativamente da alto rischio e bassa redditività, alto livello di indebitamento o basso rating di Centrale dei Bilanci (137 imprese, pari a circa il 40 per cento di quelle analizzate). Tali società fanno capo a 58 fondi di private equity controllati da 43 SGR.

Circa la metà delle 137 partecipazioni a rischio riguarda imprese svalutate (60 aziende svalutate, 7 imprese in liquidazione); solo 6 sono state rivalutate, mentre per 61 partecipazioni (circa il 45 per cento di quelle a rischio) il valore è rimasto invariato (per 3 imprese il dato relativo alla variazione di valore della partecipazione non risulta disponibile.). La maggior parte delle imprese in difficoltà (circa 100) risulta acquisita negli anni più recenti, tra il 2006 e il 2008. Tra queste circa la metà sembra risentire negativamente dell'impatto della crisi economica e finanziaria, rallentando il processo di valorizzazione delle partecipazioni da parte fondi di private equity. Se la situazione di rischio di tali imprese dovesse protrarsi nel tempo i rendimenti dei fondi potrebbero risentirne negativamente. In altri casi si tratta di partecipazioni acquisite da tempo evidentemente connesse a scelte di investimento in iniziative imprenditoriali che non hanno fornito i ritorni sperati.

A 1) Definizioni e classificazioni

Secondo la definizione dell'AIFI il termine “investimento istituzionale nel capitale di rischio” (*venture capital e private equity* secondo la terminologia anglosassone²¹) identifica l'apporto di risorse finanziarie, per un arco temporale medio-lungo, in imprese (c.d. *target*) dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo dimensionale e reddituale tali da consentire il conseguimento di un guadagno in conto capitale in sede di dismissione della partecipazione, da parte di operatori specializzati.

Caratteristica distintiva del *private equity* è l'apporto congiunto di mezzi finanziari e di *know how* (esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali, rete di contatti con investitori e istituzioni finanziarie), con un contributo attivo alla gestione strategica della partecipata²², da esercitare tramite una costante azione di monitoraggio²³.

In generale, quindi, l'attività di finanziamento al capitale di rischio rientra nel più ampio settore del “*merchant banking*”, inteso come attività di investimento e consulenza posta in essere da operatori finanziari, a diretto supporto dell'attività d'impresa.

Secondo l'approccio tradizionale, le diverse tipologie di investimento nel capitale di rischio delle imprese sono classificate in base alla fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa target al momento dell'acquisizione della partecipazione. In particolare si distingue tra le seguenti operazioni di investimento:

- *early stage financing*: effettuato nelle prime fasi di vita dell'impresa, distinguibile in *seed financing* (finanziamento all'idea) e *start up financing* (finanziamento all'avvio);
- *expansion financing* (o *development capital*): finalizzato a supportare la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo in imprese già operanti sul mercato;
- *replacement capital*: volto alla ristrutturazione della compagine azionaria, tramite la sostituzione di uno o più soci interessati al disinvestimento con l'investitore istituzionale;
- *bridge financing*: realizzato in una fase avanzata di sviluppo aziendale, al fine di consolidare l'attuale maggioranza;
- *buy out*: diretto a rimpiazzare la compagine societaria con manager interni (*management buy in*) o esterni (*management buy out*) alla stessa, facendo usualmente ricorso allo strumento della leva finanziaria (*leveraged buy out*);
- *turnaround*: finalizzato alla ristrutturazione di imprese in crisi;
- *cluster venture*: diretto al raggruppamento di più imprese operative indipendenti, integrabili orizzontalmente o verticalmente, caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

Dal punto di vista dell'impresa target il vantaggio principale di un'operazione di *private equity* è quello di acquisire un socio “a tempo determinato” che apporta, però, capitale “paziente”, da impiegare nel medio-lungo termine, al fine di migliorare la capacità reddituale, la stabilità finanziaria e il grado di competitività; infatti, unico scopo dell'investimento è cedere con profitto la

²¹ Pur essendo spesso utilizzati come sinonimi, il *venture capital* vero e proprio si riferisce al finanziamento di imprese in fase di avvio, mentre il *private equity* comprende le operazioni di investimento in imprese che attraversano fasi del ciclo di vita successive a quella iniziale.

²² Per scelte strategiche si intendono quelle in grado di influire sulla combinazione prodotto/mercato/tecnologia e sulle politiche di investimento dell'impresa (ad es. aumenti di capitale, variazioni significative del grado di indebitamento, compensi del management e dell'imprenditore); le competenze in materia di “gestione ordinaria” restano, invece, totalmente in capo all'imprenditore e al management dell'impresa target.

²³ I poteri di monitoraggio comprendono, di norma, la partecipazione di rappresentanti dell'investitore istituzionale al Consiglio di Amministrazione, l'esercizio di poteri di veto sulle decisioni strategiche dell'impresa, la richiesta di informative periodiche dettagliate sull'andamento della società e sullo stato di avanzamento del progetto iniziale.

partecipazione, con modalità e tempi spesso predefiniti, almeno nelle linee generali²⁴. A tale proposito, le modalità più ricorrenti di disinvestimento della partecipazione sono:

- *la quotazione in Borsa*: la quotazione su mercati regolamentati tramite una IPO (*Initial Public Offering*) è, almeno in teoria, la modalità di disinvestimento più favorevole per le parti e per il sistema in generale, in quanto permette all'investitore di cedere con profitto il proprio pacchetto azionario e all'imprenditore di mantenere il controllo della società, potendo decidere di collocare sul mercato anche solo la minoranza delle azioni; inoltre, la presenza dell'investitore istituzionale nella compagine azionaria, di fatto, anticipa molti dei passaggi necessari alla quotazione (ad es. in termini di obblighi informativi e trasparenza)²⁵;
- *la vendita ad un'altra impresa industriale*: è la modalità più ricorrente, vista la maggiore semplicità operativa rispetto alla quotazione e la possibilità di realizzare economie di scala grazie a integrazioni orizzontali e/o verticali con l'impresa acquirente; lo svantaggio più rilevante risiede nella possibile opposizione da parte del *management*, intimorito dal possibile cambiamento dei vertici societari;
- *la cessione ad un altro investitore istituzionale*: vi si ricorre soprattutto quando si ritiene che l'impresa target non sia pronta ad essere "rilasciata" sul mercato, in quanto ancora bisognosa di capitali e competenze che l'investitore istituzionale originario non è in grado di fornire;
- *il riacquisto da parte del gruppo imprenditoriale originario*: tale possibilità, solitamente determinata già in sede di acquisizione della partecipazione, prevede un'opzione attivabile dall'imprenditore (*call*) o dall'investitore (*put*), da esercitare a condizioni predefinite²⁶; in tal caso l'investitore istituzionale si configura esplicitamente come un socio temporaneo, impegnato a condurre l'impresa verso una dimensione o una struttura più adeguate al mercato;
- *la vendita a nuovi e vecchi soci*, risultanti da un'operazione di concentrazione nel frattempo realizzata;
- *l'acquisto da parte del management originario o da parte dei nuovi managers*.

A 2) I principali operatori di private equity: lo sviluppo delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi

I soggetti che assumono il ruolo di investitore istituzionale nel capitale di rischio possono essere raggruppati in tre principali categorie:

- *investitori istituzionali privati*: banche, banche d'affari²⁷, fondi mobiliari chiusi. Rispetto al passato le banche tendono ad investire nei fondi e non più a promuovere veicoli di investimento o investire direttamente;
- *società private (corporate venture capital)*: operatori organizzati sotto forma di finanziarie di investimento, aventi come oggetto sociale l'acquisizione di partecipazioni azionarie in società non quotate, spesso in una fase iniziale dell'attività;
- *investitori pubblici*: soggetti pubblici, anche a carattere locale, operanti in particolari aree geografiche o settori merceologici, che forniscono capitali di rischio e assistenza finanziaria a imprese medio-piccole, al fine di promuoverne l'accesso ai mercati regolamentati; l'attività di

²⁴ Il momento esatto della cessione è previsto raramente in sede di accordo, ma viene definito successivamente, in funzione dello sviluppo della società target; in particolare, nei casi di successo, si disinveste quando si ritiene che l'azienda abbia raggiunto un livello di sviluppo tale da consentire un adeguato guadagno in conto capitale. Nell'eventualità in cui l'iniziativa fallisca, invece, il disinvestimento viene effettuato nel momento in cui si ritiene che la situazione di mancato sviluppo dell'impresa finanziata non sia più risolvibile.

²⁵ La creazione nel maggio del 1999 del Nuovo Mercato per la negoziazione di azioni di piccole e medie imprese ad alto potenziale di sviluppo, con la previsione di requisiti di ammissione mitigati, ha contribuito ad ampliare le possibilità di disinvestimento tramite i mercati ufficiali.

²⁶ Ad esempio le condizioni di attivazione dell'opzione possono essere subordinate alle performance dell'impresa target o alla volontà di evitare l'ingresso di nuovi soci.

²⁷ Le *merchant banks* sono istituzioni finanziarie di matrice bancaria o industriale la cui attività è volta all'acquisto di partecipazioni di minoranza in aziende di varia dimensione, in vista di operazioni finanziarie di particolare complessità, quali fusioni, acquisizioni, joint venture, operazioni di buy out e quotazioni di Borsa.

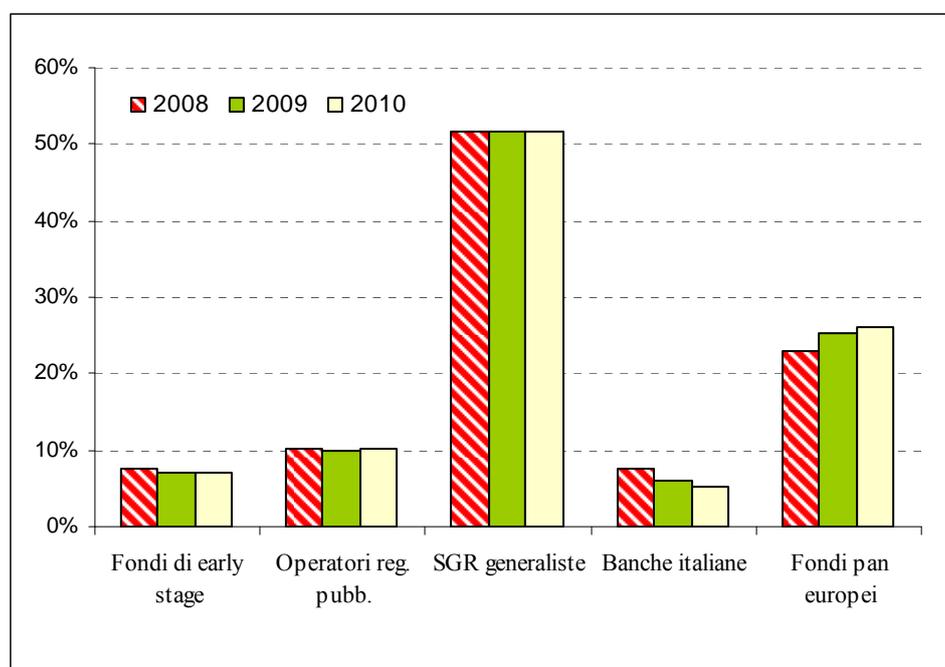
tali operatori, inserita nei più ampi programmi di politica economica e monetaria, è, quindi, caratterizzata da logiche e pratiche di natura sociale e politica più che economica. Obiettivo dell'investitore pubblico è infatti privilegiare aree geografiche o merceologiche non coperte dal settore privato;

- *singoli investitori privati (business angels o incubators)*: “investitori informali”, privi di una vera e propria struttura organizzativa, con disponibilità finanziarie e notevole esperienza manageriale e/o imprenditoriale²⁸, che investono nel capitale di rischio di aziende medio-piccole, solitamente in fase di start-up, con elevate potenzialità di sviluppo che necessitano di finanziamenti anche non elevati.

Per quanto attiene al numero dei diversi operatori, i dati elaborati dall'AIFI evidenziano il ruolo preponderante delle SGR generaliste, che rappresentano oltre la metà del totale, e la crescita dei fondi pan europei nel corso del triennio 2008-2010 (cfr.. Figura 1a).

Fig. 1a

OPERATORI NEL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY
(valori percentuali)



Fonte: dati AIFI

Limitando l'attenzione ai soli investitori istituzionali di natura privata, il principale operatore di *private equity* in Italia è costituito dai fondi comuni di investimento mobiliari chiusi, introdotti nell'ordinamento italiano nel 1993 con la Legge n. 344 del 14-8-1993 (successivamente abrogata dal TUF), in forte ritardo rispetto ai Paesi anglosassoni, dove istituti equivalenti erano presenti fin dalla seconda metà dell'ottocento.

Il fondo chiuso rappresenta lo strumento più adatto alle attività di investimento in piccole aziende non quotate, in quanto garantisce ai gestori la disponibilità di capitali di un dato ammontare e per un periodo medio-lungo, comunque predefinito. I numerosi vincoli imposti all'attività dei fondi chiusi di diritto italiano a livello di durata (predefinita e comunque non superiore a trent'anni), di politiche di investimento e soprattutto di indebitamento (al massimo il 10 per cento della massa

²⁸ Si tratta, in genere, di manager o titolari di imprese, anche in pensione, con esperienza imprenditoriale, con una buona rete di conoscenze e una solida capacità gestionale.

raccolta), fanno sì che gli investimenti debbano essere necessariamente orientati verso imprese, che sebbene di dimensione medio-piccola, siano relativamente solide e in una fase di sviluppo successiva a quella di primo avvio. In tal senso, quindi, i fondi chiusi non possono ricercare le combinazioni rischio-rendimento perseguite da operatori assimilabili quali *merchant bank* e società di *venture capital*.

I fondi chiusi possono essere di tipo *retail*, quando le quote sono offerte in sottoscrizione al pubblico indistinto dei risparmiatori, e di tipo riservato, quando la sottoscrizione è aperta ai soli investitori istituzionali. In ogni caso la raccolta proviene, tipicamente, da investitori con più elevata qualificazione, orientati verso impieghi a medio-lungo termine; ciò fa sì che i portafogli gestiti siano ridotti rispetto a quelli dei fondi mobiliari aperti, le cui quote sono caratterizzate da un livello di liquidità molto più elevato.

Nell'ambito dei fondi chiusi rientra la categoria dei c.d. fondi *captive*, promossi e gestiti da una struttura di diretta emanazione finanziaria o industriale, che avendo come fonte di approvvigionamento delle risorse, esclusiva o prevalente, la società capogruppo o altre imprese affiliate, non ricorrono direttamente al mercato dei capitali.

Cluster analysis

Per realizzare l'analisi multivariata sono stati utilizzati i dati relativi ai bilanci per l'esercizio 2008 e alle segnalazioni in Centrale Rischi al 31 dicembre dello stesso anno, a causa della percentuale elevata di osservazioni mancanti nei bilanci 2009²⁹; inoltre le segnalazioni di Centrale dei rischi relative alla fine del 2009 risultano correlate in misura pressoché perfetta con le corrispondenti registrate a fine 2008, perciò, anche al fine di rendere l'analisi omogenea dal punto di vista temporale, sono stati utilizzati i dati di Centrale Rischi relativi al 2008.

In particolare, sono stati presi in considerazione dieci indicatori, ritenuti rappresentativi della situazione reddituale e patrimoniale, nonché del livello di indebitamento delle società di riferimento. L'analisi descrittiva condotta sulle dieci variabili selezionate ha messo in luce la struttura fortemente asimmetrica e ipernormale di alcune di esse, nonché la presenza di dati anomali; al riguardo è da precisare che la struttura "non regolare" dei dati non inficia i risultati dell'analisi, in quanto sia la cluster che l'analisi in componenti principali sono tecniche multidimensionali non inferenziali che prescindono dalla distribuzione dei dati.

Inizialmente è stata condotta una *cluster* di tipo gerarchico aggregativo³⁰, scegliendo come metrica la distanza euclidea e il metodo di Ward per l'aggregazione dei gruppi. L'esame delle diverse partizioni ottenute considerando un numero di gruppi tra 3 e 8 ha indotto a preferire la classificazione in 7 gruppi che si è rivelata ottimale in quanto, rispetto a quella in 6 classi, consente di scindere uno dei gruppi più numerosi in due, caratterizzati da una maggiore uniformità dal punto di vista delle caratteristiche patrimoniali e reddituali delle imprese che vi appartengono.

L'analisi delle caratteristiche dei 7 gruppi individuati consente di delineare, almeno in linea generale, le caratteristiche economiche, reddituali e patrimoniali delle imprese che vi appartengono (cfr. Tavola 13a).

Elenco degli indicatori utilizzati

Fonte: Centrale dei Bilanci³¹

Attivo circolante / Attivo (AC.A_8)

Utili non distribuiti / Attivo (R.A_8)

Reddito netto / Attivo (RN.A_8)

Capitale netto / Totale mezzi di terzi (CN.D_8)

Ricavi derivanti dalla gestione caratteristica / Attivo (F.A_8)

Fonte: Centrale dei Rischi

Crediti di firma utilizzati / Attivo (CFU.A_8)

Crediti per cassa utilizzati / Attivo (CCU.A_8)

Incagli e sofferenze / Attivo (IS.A_8)

(Impegni per derivati + Crediti di firma accordati) / Attivo (CCA.A_8)

Crediti per cassa accordati / Attivo (DFA.A_8)

²⁹ Rispetto ai dati 2008, l'utilizzo dei dati del bilancio 2009 avrebbe comportato l'esclusione del 30 per cento delle società target; per queste ultime, infatti, il bilancio non risulta presente nell'archivio di Centrale Bilanci.

³⁰ Le *procedure gerarchiche agglomerative o ascendenti* costituiscono le classi attraverso aggregazioni successive di coppie di oggetti oppure producendo partizioni sempre più fini dell'insieme iniziale; in questo caso la prima partizione è costituita da n gruppi di 1 unità e l'ultima da 1 solo gruppo costituito da tutte le n unità.

Gli indicatori basati sui dati di centrale dei bilanci sono stati scelti in base alla prassi seguita per il calcolo degli Z-score di Atman.

Tavole

Tav. 1a

SOCIETA' PARTECIPATE SEGNALATE NEL QUESTIONARIO DALLE SGR

Tipologia di investimento	Numero società target partecipate			
	Segnalate	Con indicazione del codice fiscale	Con indicazione di un codice fiscale valido ⁽¹⁾	Rintracciate in Centrale dei bilanci ⁽²⁾
Società italiana	498	498	387	341
Società estera	78	37	-	-
OICR nazionale	17	17	-	-
OICR estero	105	105	-	-
Totale	698	657	387	341

(1) Per valido si intende un codice fiscale corrispondente ad una società esistente

(2) Si intendono quelle società il cui bilancio per l'esercizio 2008 è presente nell'archivio di Centrale dei Bilanci

Fonte: dati rilevazione Banca d'Italia

Tav. 2a

SOTTOSCRITTORI DEI FONDI E PARTECIPAZIONI NELLE SOCIETÀ TARGET

Numero di sottoscrittori (classi)	Numero di fondi	Numero di fondi operativi
1-5	36	26
6-10	14	13
11-15	11	8
16-20	11	11
21-25	7	7
26-30	4	4
31-35	4	4
36-40	4	3
>40	26	26
<i>Dato non disponibile</i>	3	2
Totale	120	104

Fonte: dati rilevazione Banca d'Italia

GRADO DI CONCENTRAZIONE DEI SOTTOSCRITTORI NEI FONDI SEGNALATI

Quote sottoscritte (classi percentuali)	Maggiori sottoscrittori			
	1°	1°-3°	1°-5°	1°-10°
0-10	5			
10-20	28	1	1	
20-30	11	7	1	1
30-40	16	15	4	
40-50	12	16	12	2
50-60	12	9	16	5
60-70	3	9	8	10
70-80	4	7	8	11
80-90	4	10	9	11
90-100	19	40	55	74
<i>Dato non disponibile</i>	6	6	6	6
Totale fondi	120	120	120	120

Fonte: dati rilevazione Banca d'Italia

SETTORE DI ATTIVITÀ DELLA TARGET SECONDO LA CODIFICA ATECO 2002

Attività ATECO 2002 – Sezione	Numero di imprese	Percentuale di imprese sul totale
A - agricoltura, caccia e silvicoltura	1	0,3
D – attività manifatturiere	156	45,7
E - produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua	7	2,1
F - costruzioni	6	1,8
G – comm. all'ingrosso e al dettaglio; riparaz. autoveicoli, motocicli e beni personali e per la casa	19	5,6
H - alberghi e ristoranti	4	1,2
I – trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	18	5,3
J - attività finanziarie	9	2,6
K – attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, servizi alle imprese	103	30,2
N - sanità e assistenza sociale	2	0,6
O - altri servizi pubblici, sociali e personali	10	2,9
<i>Dato non disponibile</i>	6	1,8
Totale	341	100

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

DETTAGLIO SEZIONE D-ATTIVITÀ MANIFATTURIERE

Sottosezioni "Attività manifatturiere"	Numero di imprese	Percentuale di imprese rispetto al totale sezione	Percentuale di imprese rispetto al totale delle target
Industrie alimentari e delle bevande	13	8,3	3,8
Confezione di articoli di abbigliamento; preparazione, tintura e confezione di pellicce	4	2,6	1,2
Industrie tessili	3	1,9	0,9
Prep. e concia del cuoio, articoli da viaggio, borse, marocchineria, selleria e calzature	1	0,6	0,3
Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati	4	2,6	1,2
Fabbricazione della pasta-carta, della carta e del cartone e dei prodotti di carta	1	0,6	0,3
Ind. del legno/prod. in legno/sughero, (mobili esclusi); fabbr. Artic. in mat. da intreccio	2	1,3	0,6
Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali	13	8,3	3,8
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	10	6,4	2,9
Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	2	1,3	0,6
Fabbricazione e lavorazione dei prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti	13	8,3	3,8
Metallurgia	2	1,3	0,6
Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici	40	25,6	11,7
Fabbricazione di apparecchi medicali, di precisione, di strumenti ottici e orologi	5	3,2	1,5
Fabbricazione di apparecchi radiotelevisivi e per le comunicazioni	5	3,2	1,5
Fabbricazione di macchine ed apparecchi elettrici	18	11,5	5,3
Fabbricazione di macchine per ufficio, di elaboratori e sistemi informatici	2	1,3	0,6
Fabbricazione di altri mezzi di trasporto	5	3,2	1,5
Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	3	1,9	0,9
Fabbricazione di mobili; altre industrie manifatturiere	8	5,1	2,3
Recupero e preparazione per il riciclaggio	2	1,3	0,6
Totale	156	100	45,7

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

DETTAGLIO SEZIONE K - ATTIVITÀ IMMOBILIARI, NOLEGGIO, INFORMATICA, RICERCA, SERVIZI ALLE IMPRESE

Divisione	Numero di imprese	Percentuale di imprese rispetto al totale sezione	Percentuale di imprese rispetto al totale delle imprese
Attività di servizi alle imprese	63	61.2	18.5
Informatica e attività connesse	21	20.4	6.2
Ricerca e sviluppo	10	9.7	2.9
Attività immobiliari	9	8.7	2.6
Totale	103	100	30.2

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

VALORE DEL ROE NELLE IMPRESE TARGET

ROE	Numero di imprese	Percentuale di imprese sul totale
≤ 0	197	58
0-2	37	11
2-4	18	5
4-6	11	3
6-8	9	3
8-10	13	4
10-12	8	2
12-14	4	1
14-16	4	1
16-18	3	1
18-20	1	0
>20	36	11
Totale	341	100

Fonte: dati Centrale dei Bilanci e rilevazione Banca d'Italia

CREDITI VERSO LE SOCIETA' TARGHET SEGNALATI IN CENTRALE DEI RISCHI

Data della rilevazione	Bilancio 2008 presente in Centrale dei Bilanci	Numero di imprese	Attivo di bilancio (dati in mln di euro)	Crediti segnalati (dati in mln di euro)			Utilizzato
				Accordato per cassa	Accordato per firma	Accordato totale	
31/12/2008	SI	257	43.355	19.545	3.159	22.704	16.889
31/12/2009		265		19.720	3.561	23.280	17.453
31/05/2010		263		18.782	2.932	21.714	16.563
31/12/2008	NO	13		722	159	881	762
31/12/2009		12		741	109	850	729
31/05/2010		12		714	108	822	742
31/12/2008	Totale	270		20.268	3.318	23.586	17.651
31/12/2009		277		20.461	3.670	24.131	18.183
31/05/2010		275		19.496	3.039	22.536	17.305

Fonte: dati Centrale dei Rischi e rilevazione Banca d'Italia

SEGNALAZIONI IN CENTRALE DEI RISCHI – QUALITÀ DEL CREDITO

Tipologia di credito utilizzato	Volumi (dati in milioni di euro)			Percentuali sul totale dei crediti concessi		
	31/12/08	31/12/09	31/05/10	31/12/08	31/12/09	31/05/10
Crediti in bonis	14.911,0	14.113,4	13.406,4	97,9	89,3	89,1
Crediti scaduti/sconfinanti tra 90 e 180 gg	40,4	54,1	97,6	0,3	0,3	0,6
Crediti scaduti/sconfinanti da più di 180 gg	72,6	79,1	57,5	0,5	0,5	0,4
Crediti ristrutturati	4,6	724,0	1.038,6	0,0	4,6	6,9
Incagli	79,7	661,3	188,9	0,5	4,2	1,3
Sofferenze	128,4	171,0	253,6	0,8	1,1	1,7
Totale	15.236,7	15.802,9	15.042,6	100	100	100

Fonte: dati Centrale dei Rischi e rilevazione Banca d'Italia

VARIABILI UTILIZZATE NELL'ANALISI CLUSTER: STATISTICHE DESCRITTIVE

Indicatore	Range	Minimo	Massimo	Media	Deviazione standard	Varianza	Indice di asimmetria	Indice di curtosi
AC.A_8	1	0	1	0,53	0,29	0,08	-0,02	-1,05
R.A_8	3	-2	1	0,03	0,32	0,10	-2,35	12,90
RN.A_8	2,64	-2	0,64	-0,06	0,25	0,06	-4,87	30,17
CN.D_8	10,41	-0,41	10	1,21	2,54	6,44	2,83	6,65
F.A_8	2,88	0	2,88	0,58	0,55	0,31	1,19	1,91
CFU.A_8	0,66	0	0,66	0,03	0,08	0,01	4,49	24,01
CCU.A_8	5,83	0	5,83	0,31	0,41	0,17	7,47	94,79
IS.A_8	5,83	0	5,83	0,03	0,34	0,11	15,89	266,62
CCA.A_8	4,74	0	4,74	0,44	0,48	0,23	3,17	21,64
DFA.A_8	0,8	0	0,8	0,04	0,10	0,01	4,05	19,78

Numero osservazioni valide: 312

Fonte: dati Centrale dei Rischi e Centrale dei Bilanci

VARIABILI UTILIZZATE NELL'ANALISI CLUSTER: VALORE MEDIO NEI GRUPPI

Gruppo	Numero di imprese incluse nel gruppo	Valore medio delle variabili utilizzate per l'analisi										
		ac.a 8	r.a 8	rn.a 8	cn.d 8	f.a 8	cfu.a 8	ccu.a 8	is.a 8	dfa.a 8	cca.a 8	ac.a 8
1	85	0,27	0,07	-0,01	0,57	0,28	0,01	0,29	0	0,01	0,34	0,17
2	139	0,6	0,1	0	0,28	1,02	0,04	0,38	0	0,06	0,62	0,19
3	41	0,79	-0,17	-0,15	0,79	0,16	0	0,27	0,02	0,01	0,32	0,27
4	7	0,49	-0,37	-0,07	0,26	0,28	0,42	0,54	0,29	0,52	0,31	0,28
5	8	0,64	-0,97	-1,35	2,4	0,18	0,02	0,16	0	0,04	0,27	0,37
6	26	0,62	0,2	-0,01	8,96	0,06	0	0	0	0,01	0,02	0,41
7	6	0,66	0,25	0,08	0,57	0,7	0,03	0,86	0	0,07	2,71	0,32

CARATTERISTICHE DI SINTESI DEI GRUPPI GENERATI DALL'ANALISI CLUSTER

Gruppo	Caratteristiche
1	Il gruppo costituito da 85 imprese presenta indicatori con valori che mostrano, in generale, una situazione patrimoniale positiva; tuttavia motivi di preoccupazione prospettica derivano: <ul style="list-style-type: none"> - dall'indicatore di redditività che presenta un valore medio negativo, pur se non ancora troppo preoccupante non avendo ancora intaccato in maniera significativa il capitale proprio; - dagli indicatori di indebitamento di fonte centrale dei rischi, soprattutto in quanto non bilanciati da un valore soddisfacente del grado di liquidità degli impieghi.
2	E' il gruppo più numeroso costituito da 139 imprese che presentano una buona situazione patrimoniale ma con un indicatore di redditività, che pur mantenendosi in media positivo è molto prossimo allo 0; preoccupazioni potrebbero derivare dai valori non positivi degli indicatori di fonte centrale dei rischi che rivelano un indebitamento per cassa e potenziale di entità rilevante.
3	Gruppo costituito da 41 imprese che pur mantenendo una situazione patrimoniale ancora sostenibile, presentano indicatori di redditività negativi e indicatori di indebitamento molto significativi; nel gruppo sono presenti imprese con segnalazioni a sofferenza o incaglio in centrale dei rischi e 3 imprese già in stato di liquidazione.
4	E' il gruppo costituito da 7 imprese caratterizzate da oggettiva difficoltà sotto il profilo reddituale, nonché da livelli elevati di indebitamento; almeno una parte delle esposizioni degli intermediari nei confronti di ciascuno di questi soggetti viene classificata come sofferenza
5	E' il gruppo di 8 imprese con la peggiore situazione reddituale e patrimoniale; il valore estremamente positivo dell'indicatore di composizione delle fonti va interpretato alla luce del fatto che tra le imprese del gruppo ne è compresa una con un valore fortemente anomalo dello stesso dovuto ad un valore non significativo del capitale proprio.
6	E' un gruppo costituito da 26 imprese con redditività media negativa, pur se il tasso le risorse accantonate a riserva risultano molto significative; non è possibile esprimere, però, un giudizio attendibile sulla solidità patrimoniale in quanto il valore fortemente positivo dell'indicatore di composizione delle fonti è dovuto al fatto che la maggior parte delle imprese del gruppo presenta valori poco significativi dei due termini posti a rapporto.
7	Sono le 6 imprese con la situazione migliore dal punto di vista patrimoniale e reddituale; unico motivo di preoccupazione deriva dai livelli elevati di indebitamento per cassa, sia attuale che potenziale.

Riferimenti bibliografici

- AIFI (2000) “Guida pratica al capitale di rischio”, www.aifi.it
- AIFI e PriceWaterhouse Coopers (2008) “L’impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia”, www.aifi.it
- Bienz, C. e Hirsh J. (2006) “The Dynamics of Venture Capital Contracts”, CFS WP n. 2006/11 su www.ssrn.com.
- Bienz, C. e Walz U. (2006) “Evolution of Decision and Control Rights in Venture Capital Contracts: An Empirical Analysis”, www.ssrn.com.
- Bonini S, Zullo R. “Venture Capital ed Imprenditorialità”, Ente Einaudi, Quaderno di ricerca n.30,
- Diamond D., (1984) “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, Review of Economic Studies
- Gervasoni A. (2010), “Capitali per lo sviluppo: nuovi equilibri pubblico privati nelle esperienze internazionali e in Italia”, Bancaria, vol.12.
- Hege U., Palomino F., Schwiendbacher A. (2008), “Venture Capital performance: the disparity between Europe and the United States” http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecbcfs_cmfi2/Frederic_Palomino_paper.pdf
- Kaplan S. e Stromberg P. (2001): “Venture Capitalists as Principals: contracting, screening and monitoring”, American Economic Review papers and proceedings
- Kaplan S., Strömberg P. (2004) “Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses”, in Journal of Finance, Vol. 59, 2177-2210.
- Kaplan S., Strömberg P. (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.N., Schoar A. (2005), “Private equity performance: returns, persistence and capital flows”, The Journal of Finance, vol. 60, issue 4
- Phalippou V., Zollo M. (2005), “What drives private equity funds performance?”, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf>.
- Autori vari (2009), “Il mercato del private equity in Italia”, 2009. Questioni di Economia e Finanza n.41
- Szego B.(2002), “Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano” Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, Numero 55.