



LUISS GUIDO CARLI

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**Le caratteristiche delle SGR operanti  
nel settore del Private Equity**

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

Edoardo Di Mambro

ANNO ACCADEMICO

2015/2016

# Indice

1.Introduzione	Pag.4
2. Il mercato del Private Equity in Italia	Pag.6
2.1 Introduzione	
2.2 Regolamentazione	
2.3 Nascita e sviluppo del mercato	
2.4 Performance economiche	
2.5 Trend di investimento	
2.6 Conclusioni	
3. Le Società di gestione del risparmio in Italia	Pag.23
3.1 Introduzione	
3.2 Normativa	
3.3 Le tipologie di operatori	
3.4 L'analisi del mercato italiano	
3.5 Conclusioni	

4. SGR specializzate nel Private Equity: il caso Investindustrial	Pag.40
4.1 Introduzione	
4.2 La storia della SGR	
4.3 Alcuni dati di bilancio	
4.4 Le scelte di investimento: il caso Ducati Motor Holding S.p.A	
4.5 Conclusioni	
5. Conclusioni	Pag.55
6. Bibliografia	Pag.57

## 1. INTRODUZIONE

Nell'attuale scenario di crisi, una piccola azienda o una start up che necessita di liquidità per supportare il proprio sviluppo è costretta ad iniziare un percorso lento e complicato per utilizzare forme di finanziamento "standard" quali i prestiti bancari. In tale contesto può rappresentare una soluzione efficace fare ricorso ad un fondo di private equity, un investitore in grado di entrare nel capitale di rischio di una società.

Il legame che prende corpo con un'operazione di private equity dura per un periodo di tempo limitato (da un minimo di 5 anni ad un massimo di 30) e l'azienda ottiene anche supporto sui profili tecnici e/o manageriali per migliorare le performance aziendali e migliorare le prospettive di "uscita" dall'investimento per il fondo. L'analisi del mercato del Private Equity in Italia mostra che gli intermediari italiani effettuano principalmente operazioni di buy-out e di espansione. Il settore del Venture Capital rimane marginale, seppur si segnala una crescita continua esso rimane al di sotto della media europea sia per l'ammontare investito che per il numero delle operazioni. Nel tempo si è osservata una sempre più rilevante sostituzione dei fondi captive a favore di quelli indipendenti.

La tesi è volta quindi ad evidenziare i tratti salienti di questo ambito di investimento con un particolare riferimento da un lato al mercato italiano, delle SGR e del Private Equity, mentre dall'altro all'evoluzione normativa che influenza notevolmente i trend e le tipologie di operatori presenti.

In conclusione, sarà analizzato un caso aziendale che possa esplicitare in modo migliore i vantaggi e le qualità di investimenti private equity: Investindustrial; l'azienda di proprietà di Bonomi ha colto le possibilità e le potenzialità del Private Equity e ha colmato la sua assenza in Italia, in pochi anni la società è diventata la società di risparmio gestito leader dell'Europa settentrionale.

## **2. IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA.**

### **2.1 Introduzione**

In Italia il settore del private equity non si trova in una fase di sviluppo elevato e maturo come ad esempio negli Stati Uniti, le motivazioni sono molteplici, vanno dal fatto che l'Italia è composta in maggioranza da PMI al fatto che queste siano spesso a gestione familiare o ad esempio che dal punto di vista normativo la disciplina legale e fiscale, genera ulteriori difficoltà allo sviluppo di questa tipologia di investimenti. Nonostante questi fattori che appaiono frenanti, il Private Equity in Italia cresce e lo fa a dispetto della situazione macroeconomica attuale che non consente ovviamente crescita di business a livello esponenziale. Il motivo principale della domanda di investimenti in private Equity è il rendimento atteso superiore a quello di altri strumenti finanziari tradizionali e disponibili sul mercato. L'attesa di un rendimento maggiore è giustificata non tanto dal profilo di rischio maggiore o in relazione alla minore liquidità rispetto ad altre tipologie di investimenti azionari che si riferiscono ad azioni quotidiane. Nel medio periodo tali investimenti hanno, statisticamente, mostrato performance superiori rispetto a quelli dei mercati borsistici. Un ulteriore stimolo al mercato è la presenza, anche nel nostro Paese, di un numero sempre maggiore di operatori che consente lo sviluppo di un mercato "secondario", riducendo i tempi di liquidabilità degli investimenti in questione.

Per gli investitori istituzionali, inoltre, i fondi di private equity rappresentano un'interessante opportunità di diversificazione del

proprio portafoglio in una asset class meno correlata ai mercati azionari e obbligazionari.<sup>1</sup>

In questo capitolo verrà presentata una panoramica sul settore del private equity in Italia con riguardo a molteplici aspetti in modo tale da poter avere, al termine della lettura, una visione più chiara e precisa possibile dello stato attuale ma soprattutto delle potenzialità di questa attività: in particolare verranno analizzati la regolamentazione del mercato nonché i trend, recenti e passati, ed infine le performance economiche con risultati di notevole interesse.

## **2.2 Regolamentazione**

In un report proposto da Banca d'Italia nel 2014 era contenuto un questionario nel quale era stato chiesto, tra gli altri argomenti, quali fossero i fattori di ostacolo al maggiore sviluppo del private equity in Italia. La maggior parte degli intermediari divide la sua risposta tra “Normativa sull’operatività degli intermediari” e “trattamento fiscale”.

Dal punto di vista normativo prima del 1986 la legge italiana vietava in modo tassativo alle aziende di credito di svolgere l’attività di investimento diretto nel capitale di rischio; solo a seguito di una apposita delibera del CICR (Comitato interministeriale del Credito e il Risparmio) del febbraio 1987 anche le aziende di credito sono state abilitate allo svolgimento di queste attività. Esse furono, in particolare, abilitate ad investire nel

---

<sup>1</sup> *“Alcune domande e risposte su come e perché investire in fondi di*

capitale di aziende non quotate tramite SIF (Società di Intermediazione Finanziaria) di loro emanazione.

Un secondo evento rilevante sul piano normativo fu l'emanazione nel settembre del 1993 del Testo Unico in materia bancaria e creditizia (D.lgs. 385/93): esso fu una vera e propria rivoluzione in quell'ambito in quanto modificò profondamente il sistema bancario italiano che vedeva protagonista la separazione formale e funzionale tra il credito a breve termine e quello a medio-lungo periodo sancito nel 1936, introducendo il modello di banca universale. Nel quadro normativo che si andava disegnando l'attività di investimento delle SIF rientrava nell'ambito della disciplina del Testo Unico in materia bancaria e creditizia, il quale stabiliva in proposito alcune limitazioni: la prima categoria di limitazione era un limite complessivo, che rappresenta il livello massimo di investimento in partecipazioni di imprese non finanziaria in percentuale sul patrimonio di vigilanza della banca; un limite di separatezza, relativo all'ammontare massimo della partecipazione della banca in ogni singola impresa partecipata.

Il passaggio fondamentale per lo sviluppo del mercato del Private Equity in Italia è stato tuttavia l'istituzione, con la legge 14 agosto 1993 n.344, dei fondi chiusi di investimento mobiliare di diritto italiano, essi sono diventati in poco tempo il principale strumento per mezzo del quale gli operatori svolgono la loro attività di investimento. Il settore ha subito poi negli anni fino ad oggi continui aggiornamenti normativi, tra le novità più significative introdotte c'è quella con la quale il legislatore ha chiarito che l'attività di acquisto di partecipazioni tipica del private equity può essere svolta solo tramite soggetti autorizzati. In particolare,

l'articolo 32-quater (comma 2, lettera d del TUF) determina le condizioni in presenza delle quali le società di partecipazione finanziaria possono esercitare la propria attività senza essere soggette alle norme sulla gestione collettiva del risparmio.

Per quanto riguarda il regime fiscale dei fondi di Private Equity il 16 febbraio 2011 è stato approvato dal Senato della Repubblica il ddl di conversione del decreto legge 29 dicembre 2010 all'interno del quale è prevista la riforma della tassazione dei fondi comuni di investimento di diritto italiano: le norme contenute nel ddl riconoscono ai fondi italiani e a quelli lussemburghesi storici lo stesso regime fiscale attualmente previsto i fondi con sede in un altro Stato membro dell'Unione europea e conformi alle direttive comunitarie ("fondi comunitari armonizzati").

I fondi comuni italiani e quelli lussemburghesi storici non sono soggetti alle imposte sul reddito e all'IRAP e i proventi da essi percepiti non subiscono, laddove possibile, le ordinarie ritenute alla fonte o imposte sostitutive. La tassazione avviene unicamente in capo ai partecipanti, così come oggi avviene per i fondi comuni armonizzati per i quali, in particolare, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12.30 per cento.

Dal 1° luglio anche i proventi dei fondi comuni non armonizzati, soggetti a vigilanza, situati nella Ce e negli stati dello Spazio economico europeo che danno lo scambio d'informazioni, saranno assoggettati allo stesso regime dei fondi armonizzati: ritenuta d'imposta del 12,5% all'atto della percezione, applicata a titolo d'acconto solo nei confronti delle imprese commerciali e d'imposta

nei confronti degli altri soggetti.

Per concludere si può affermare che, per i fondi di private equity italiani, il regime fiscale in vigore ha creato uno svantaggio competitivo rispetto ai fondi di diritto estero in quanto non consente ai gestori di applicare i metodi di valutazione delle partecipazioni allineati a quelli previsti dalla prassi internazionale.

### **2.3 Nascita e sviluppo del mercato**

Le prime forme di Private Equity hanno origine negli anni Ottanta e in particolare la maggioranza degli studi in tal proposito fa coincidere gli Stati Uniti come il paese pioniere. Non risulta casuale la nascita di un mercato private Equity USA in quel periodo dato che tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli Ottanta L'US Department of Labor intervenne per esplicitare alcune norme: ci si riferisce in questo caso alla cosiddetta "buona gestione" dei fondi pensione.<sup>2</sup> Il dipartimento, in particolare, attribuì legittimità a raccolte per investimenti ad alta rischiosità che fino a quel momento erano vietate; appare ovvio perciò il conseguente afflusso di capitale derivante da questa pronuncia. Nei decenni successivi, sia la forte espansione borsistica (dovuta alle prime IPO) che l'avanzamento di settori che risultavano quasi inesplorati quali L'Information Technology hanno fatto sì che gli Stati Uniti si confermassero come leader di questo particolare tipo di mercato.

---

<sup>2</sup> *"Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio. Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, 2009.*

**Figura 2.1: Attività di investimento in Europa, 2010.**

Pese	Ammontare investito (mln euro)	%
Regno Unito	19.039	43.5
Francia	5.849	13.4
Germania	4.669	10.7
Svezia	3.094	7.1
Svizzera	1.510	3.5
Olanda	1.300	3.0
Italia	1.034	2.4
Italia	1.034	2.4
Altri	4.770	10.8

*Fonte: EVCA Yearbook 2011.*

Dal punto di vista Europeo è il Regno Unito, con poco meno del 50% dell'intero mercato istituzionale nel capitale di rischio, a detenere la leadership di questo settore. Anche in questo caso come nel precedente, la fioritura di questo business in Europa è dovuto ad atti formali delle istituzioni che ne hanno favorito lo sviluppo: tra il 1980 e il 1983 nasceva la European Venture Capital Association (EVCA), contemporaneamente il Consiglio europeo riconosceva la strategicità dello sviluppo di nuove tecnologie mentre la contestuale difficoltà dei piccoli imprenditori ad accedere al mercato dei capitali fece sì che forme di Private Equity e Venture Capital iniziassero ad avanzare.

Dal punto di vista dell'Italia un primo mercato di Private Equity risale alla prima metà degli anni Ottanta con la nascita dell'AIFI

(oggi Associazione Italiana del Private Equity), inizialmente infatti nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si raggrupparono per cercare di acquisire importanza in un mercato agli albori.

L'espansione del Private Equity è stata notevole e il processo di crescita è tutt'ora in atto, dal 2005 infatti molti studiosi hanno osservato l'avvento di un nuovo ciclo caratterizzato da una particolare vivacità nel segmento dell'early stage.

Nel tempo oltre ad essersi sviluppato il mercato, lo stesso hanno fatto gli operatori che se ne occupano: negli anni di avvio erano le finanziarie di investimento a sostenere la crescita del settore. Questa "egemonia" non durò molto visto che gli operatori internazionali, i cosiddetti fondi pan europei, presero la scena fino a rappresentare ad oggi il 25/30% dell'intero mercato. Si deve alla fine degli anni novanta invece la nascita delle SGR che passarono a "pesare" l'1% del settore sino ad un consolidato 30% degli ultimi anni.

Un'altra discriminante è interessante analizzare per distinguere i diversi tipi di fondi ed è basata sul modo in cui le imprese reperiscono i fondi; in particolare si può distinguere fra fondi Captive e i cosiddetti "indipendenti". I primi utilizzano come fonte di capitali società capogruppo o imprese affiliate mentre i secondi utilizzano un metodo diametralmente opposto che si esplica in una raccolta fondata direttamente sulle risorse presenti nel mercato.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> *"Questioni di economia e finanza, il private equity in Italia"* (occasional papers). Banca d'Italia, 2009.

## 2.4 Performance economiche

La misurazione di risultati economici che possano essere il più possibile inequivocabile viene fatta con l'utilizzo di Benchmark o attraverso l'utilizzo di indicatori.

I due principali tipi di indicatori sono L'IRR e il Cash Multiple. Il tasso interno di rendimento (IRR) eguagli il valore attuale della sommatoria dei flussi di cassa in uscita con la sommatoria del valore attuale di quelli in entrata;<sup>4</sup> Nel 2014 la media dell IRR è stato del 19,7%, in rialzo dal 18,2% del 2013 e dal 6,2% del 2011.

Per quanto riguarda il secondo ed ultimo indicatore esso si occupa di rappresentare il rendimento cumulativo distributivo (ossia realmente realizzato) dell'investimento sul totale del capitale investito (al netto di costi di gestione e di eventuali commissioni).

L'indicatore del multiplo viene fatto sull'EBITDA che nel 2014 si attesta a 7.1x, in linea con quello del 2013.

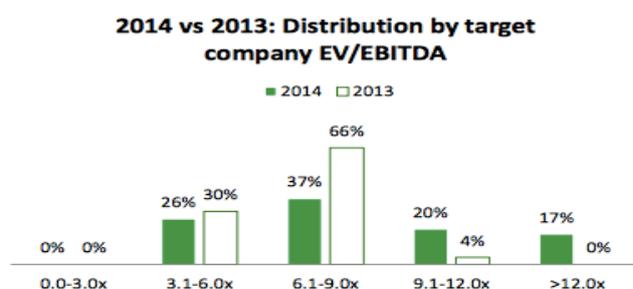
Ad una più attenta analisi si può invece osservare che il multiplo dell'EBITDA per le sole operazioni di buy out è risultato pari a 6.9x mentre quello per le operazioni di minoranza di 7.4x.

Questo risultato risulta giustificato dal fatto che stiano prendendo piede operazioni di sviluppo che hanno per oggetto numerose imprese caratterizzate dall'avere un marchio estremamente affermato o una posizione di assoluta leadership sul mercato di riferimento.

---

<sup>4</sup> *“Alcune domande e risposte su come e perché investire in fondi di Private Equity” AIFI, 2008.*

**Figura 2.2: Distribuzione multipli EBITDA biennio 2013-2014**



*Fonte: Private Equity Monitor*

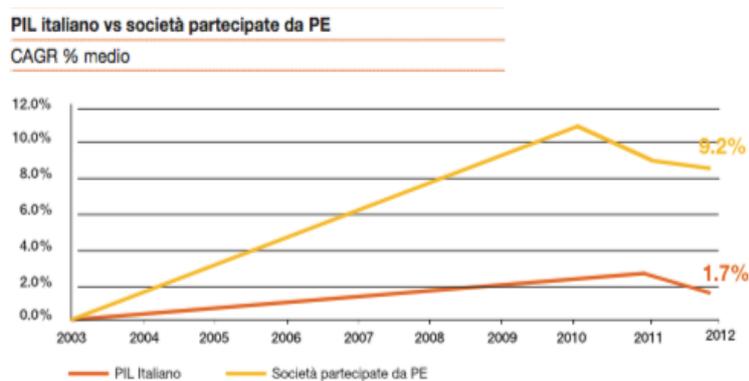
Il grafico di PEM mostra invece come si distribuiscono i multipli dell'EBITDA in Italia proprio in quel periodo, in particolare nel biennio 2013-2014 vi è uno spostamento verso multipli più elevati.

Nonostante i dati incoraggianti il sistema italiano risulta però notevolmente sotto dimensionato rispetto allo scenario europeo; questo deriva fondamentalmente dalle caratteristiche del sistema imprese in Italia. Essendo composte per la maggior parte da PMI il settore delle imprese in Italia è ancora estremamente legato al sistema bancario che però non possiede grandi margini per investire nelle imprese; il Private Equity e il venture Capital rappresentano l'alternativa e non una possibilità concreta anche se date le attuali condizioni prudenziali imposte al sistema bancario, il finanziamento alle imprese dovrà necessariamente passare da canali diversi.

Il settore di questa tipologia di investimenti è oggetto di numerose analisi da parte di specialisti del settore che cercano di dimostrare quanto, in special modo in Italia, un mezzo simile possa aiutare il tessuto impresario a crescere per poter stare allo stesso livello dei competitor internazionali.

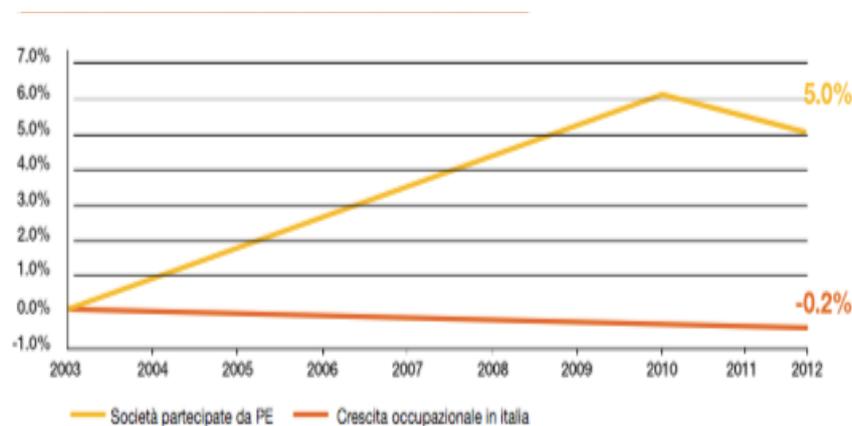
“PWC” in uno studio del Marzo 2014 pone l’attenzione su “l’impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia” ha considerato 393 disinvestimenti di Private Equity nel periodo 2003-2012 evidenziando risultati interessanti in termini di ricavi e occupazione.

**Figura 2.3: trend Pil italiano vs società partecipate da PE**



Il primo dato importante è il trend positivo dei ricavi superiore al PIL dello stesso periodo che indica presenza di fattori incoraggianti per la crescita delle imprese che vanno al di là di fattori macroeconomici.

**Figura 2.4: andamento tasso di occupazione in Italia vs crescita occupazionale nel PE**



Fonte: Report PWC, 2013

Coerentemente con questi risultati le società partecipate da PE le società partecipate registrano una crescita positiva (+5%) del livello di occupazione in controtendenza rispetto al tasso italiano di periodo (-0.2%).

Le motivazioni alla base di questi dati estremamente positivi sono molteplici ma è importante ricordare che non appena vengono acquisite le partecipazioni a società di private equity si garantisce un supporto in termini consulenziali, per la riorganizzazione dei processi interni, per la definizione delle strategie competitive e l'ottimizzazione della gestione finanziaria; inoltre si mette a disposizione una rete di rapporti e relazioni industriali, bancarie e istituzionali.

L'indicazione dei fattori sottostanti al successo delle imprese soggette ad operazioni di private equity mette in luce come i

vantaggi competitivi, nell'attuale fase definita di economia della conoscenza, siano prevalentemente il frutto di elementi immateriali immessi nelle aziende. Si fa riferimento alla ricerca e sviluppo, e soprattutto alla qualità delle risorse umane, che rappresentano il vero motore di sviluppo, riservando alla disponibilità di mezzi finanziari un ruolo di necessario supporto.<sup>5</sup>

## 2.5 Il trend degli investimenti

Inizialmente gli intermediari che si occupavano di private equity in Italia seguirono il solco segnato dal modello anglosassone orientandosi verso interventi di early stage financing che però, ben presto, portarono performance economiche non ottimali.

Nel decennio successivo, quello degli anni Novanta, proprio a causa delle scelte strategiche del passato gli investimenti si ebbero nei confronti di imprese già mature che garantivano maggiori risultati.

A partire dagli anni 2000 all'interno di quasi tutto il mercato italiano sono andate via via sviluppandosi acquisizioni di maggioranza o totalitarie.

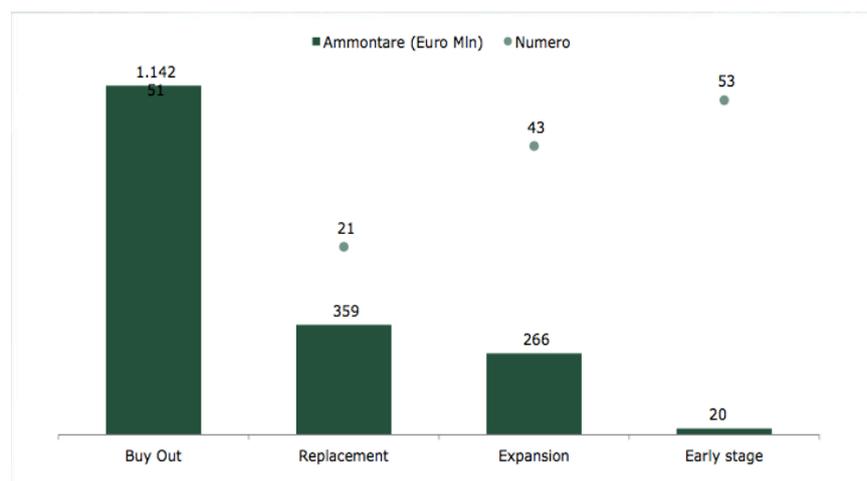
In quasi 30 anni di monitoraggio, in ogni caso, la raccolta di fondi con focus sull'Italia è stata complessivamente di quasi 40 miliardi di euro, di cui 21.5 miliardi raccolti tra il 2000 e il 2015. Di questi capitali, 8,7 miliardi (il 40%) sono arrivati da investitori esteri, una quota che è andata aumentando in maniera esponenziale negli

---

<sup>5</sup> *“Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio. Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, 2009.*

ultimi due anni. L'anno scorso la quota di raccolta internazionale sul totale del fund raising è stata del 38%, nel 2014 era stata del 68,4%. I dati, quindi, sono in netto miglioramento, ma appunto non basta, perché il confronto con gli altri principali mercati europei non regge: negli ultimi 29 anni, in Spagna i fondi hanno raccolto 42 miliardi contro i 37 dell'Italia, in Germania 65 miliardi, in Francia 125 miliardi, per non parlare del Regno Unito con 288 miliardi.

**Figura 2.5: Distribuzione degli investimenti per tipologia**



Fonte: AIFI, 2015.

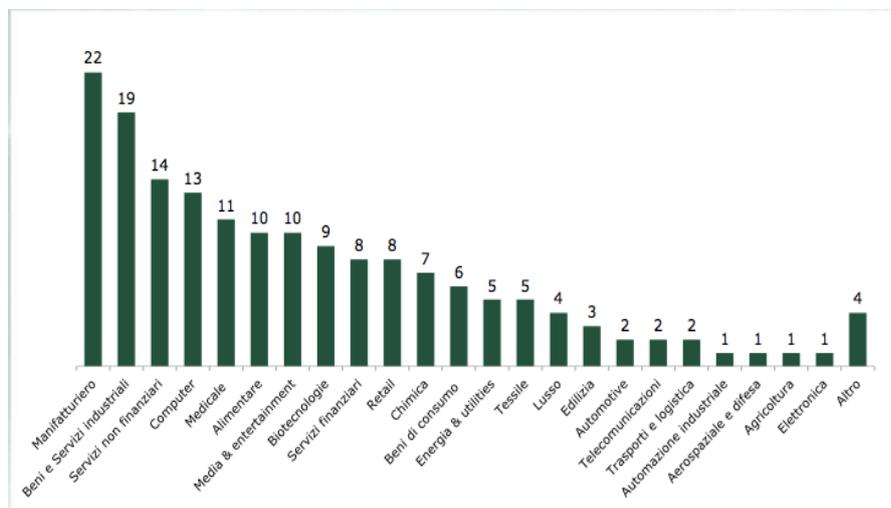
Focalizzandosi su tempi ancora più recenti l'operazione tipo è quella di buy-out, nella quale contestualmente all'investimento finanziario vero e proprio si verifica anche un cambiamento della struttura azionaria di controllo dell'azienda; altre tipologie di interventi, come operazioni di turn around sebbene siano diffuse in altri paesi, sono ancora in via di sviluppo in Italia. Si segnala tuttavia un accresciuto interesse attorno a questo segmento, anche a seguito delle modifiche normative apportate alla legge fallimentare,

tese a favorire il rilancio dell'attività imprenditoriale in crisi. L'elevato ricorso a buy out è infatti parzialmente giustificabile in relazione alle caratteristiche strutturali delle PMI italiane e al loro ciclo di vita: sempre più frequentemente, infatti, queste imprese si trovano a dover fronteggiare delicati processi di ricambio generazionale. Banca d'Italia (2009) ha analizzato un questionario su 57 operazioni (23 interviste alle imprese e 34 questionari compilati degli intermediari) dove, tra i fattori determinanti, per gli intermediari, della scelta di effettuare operazioni 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.

Uno dei punti cardine che rendono il Private Equity uno strumento molto potente è esattamente questo, l'apporto di capitali fisici ma anche di know-how pratico da parte di manager esperti che possa aiutare l'impresa ad ottenere risultati economici nei tempi previsti dagli investitori. Frequentemente questa tipologia di operazione viene accompagnata ad interventi di leva finanziaria ecco perché sempre più spesso si parla di "leveraged buy out".

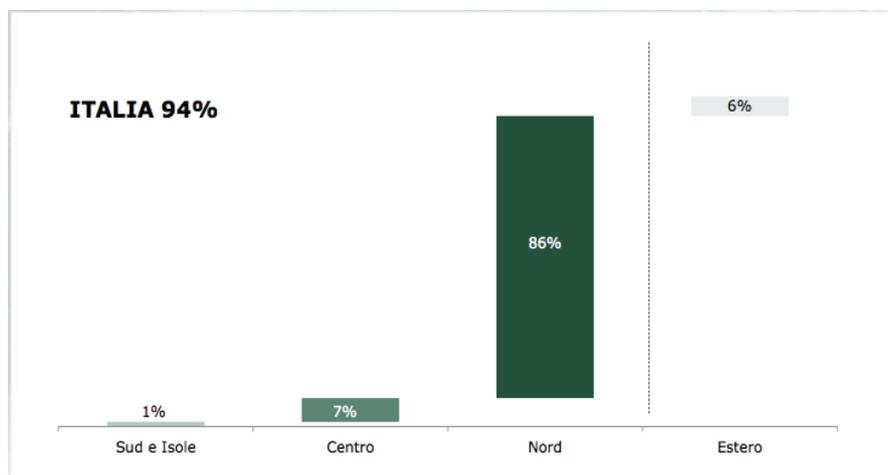
Ad oggi si può affermare che "Finalmente in Italia stiamo registrando segnali positivi: il Pil è in crescita, c'è un clima di fiducia nel settore manifatturiero e tra i consumatori e ci sono i primi segnali positivi anche sul mercato del lavoro" (Bonomi, 2014).

**Figura 2.6: Distribuzione settoriale degli investimenti**



Al 2014 gli investimenti segnano un +39% rispetto al 2013 mentre da un punto di vista prettamente numerico e settoriale al 2015 il reparto manifatturiero possiede il primato di investimenti realizzati.

**Figura 2.7: Distribuzione geografica degli investimenti realizzati.**



Parallelamente ad analisi di tipo qualitativo come quelle appena fatte è doveroso mettere in evidenza che è presente nel mercato del PE come nella grande maggioranza di altri settori un grande

squilibrio di risorse impiegate tra Nord e Sud; i dati al 2015 di AIFI non lasciano alcun dubbio mettendo in luce che l'86% degli investimenti effettuati avvengono al Nord Italia, al centro il 7% mentre Sud e isole il rimanente 1%.

Sono sempre le imprese familiari, pur registrando un calo (47% nel 2014, rispetto al 57% nel 2013) a rappresentare la maggior parte delle opportunità di investimento. In aumento sempre nello stesso anno le cessioni di rami d'azienda da parte di gruppi nazionali (20% vs 15%).

Dal punto di vista temporale in media i fondi hanno durata di circa 8-10 anni ed è solito scomporre questo periodo di tempo in due sottoperiodi: l'investment period, nel quale è possibile effettuare investimenti di carattere produttivo, che va da un minimo di 3 anni sino ad un massimo di 7 anni; mentre il secondo periodo di tempo è quello del disinvestimento e serve per rimborsare i sottoscrittori del fondo man mano che le partecipazioni vengono cedute.<sup>6</sup>

Va ricordato, infine, che la durata del fondo può essere prolungata di due o tre anni (grace period) se il processo di disinvestimento non è stato concluso e se la maggioranza degli investitori è d'accordo.

## **2.6 Conclusioni**

L'analisi del mercato del Private Equity in Italia mostra che gli intermediari italiani effettuano principalmente operazioni di buy-

---

<sup>6</sup> *“Alcune domande e risposte su come e perché investire in fondi di Private Equity” AIFI, 2008.*

out e di espansione. Il settore del Venture Capital rimane marginale, seppur si segnala una crescita continua esso rimane al di sotto della media europea sia per l'ammontare investito che per il numero delle operazioni. Nel tempo si è osservata una sempre più rilevante sostituzione dei fondi captive a favore di quelli indipendenti; analogamente le risorse raccolte presso le società capogruppo risultano una quota limitata della raccolta. Per quanto riguarda la situazione estera nell'ultimo triennio la quota di capitali di origine internazionale ha superato il 50 per cento, da un lato confermando l'interesse degli investitori istituzionali esteri, europei in primis, dall'altro evidenziando la scarsa propensione degli investitori domestici ad allocare parte del patrimonio nel private equity.

Tra i fattori che ostacolano lo sviluppo del settore in questione troviamo oltre a quelli già citati la concorrenza da parte di progetti di investimento pubblici, la normativa sull'operatività degli intermediari e il diritto societario. In merito a quest'ultima tematica va ricordato che la riforma entrata in vigore nel 2004, ha eliminato possibili incompatibilità tra alcune operazioni come i buyout e la normativa vigente: più in generale ha rimosso molti dei vincoli di natura giuridica che impedivano all'intermediari di adottare strumenti contrattuali e di governance volti a dare adeguata tutela al proprio investimento.

In conclusione, la piccola dimensione delle imprese italiane presenta spesso delle carenze dal lato della gestione più evoluta, sul piano della ricerca e sviluppo e sul consolidamento del network di rapporti con i clienti e con i fornitori. Lo sviluppo nel mercato italiano degli operatori specializzati che operano nel medio-lungo

periodo, può sostenere gli imprenditori nella crescita delle proprie imprese ma richiede da parte di essi un'evoluzione culturale volta ad estendere il capitale delle proprie imprese senza temere di perderne il controllo.

### **3. LE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO IN ITALIA.**

#### **3.1 Introduzione**

Le società di gestione del risparmio (SGR) sono intermediari specializzati, disciplinati dal d.lgs. (TUF, Testo Unico della Finanza), che esercitano professionalmente e istituzionalmente un'attività di gestione del risparmio. Il TUF attribuisce alle SGR una riserva di attività per la prestazione di servizi di gestione collettiva e consente loro altresì servizi di gestione individuale, come gestire fondi pensioni e attività connesse e strumentali.<sup>7</sup>

Nel caso della gestione collettiva, vengono raccolte le risorse dai singoli risparmiatori e trasferite in un unico patrimonio che prende il nome di fondo; contestualmente nel caso della gestione individuale si instaura un rapporto maggiormente personalizzato poiché la somma di denaro viene gestita in base alle esigenze dell'investitore.

Le SGR vengono definite intermediari orientati alla formazione di un margine di commissioni; l'obiettivo attraverso il quale possono ottenere risultati economici positivi è l'ottenimento della

---

<sup>7</sup> *"Economia degli intermediari finanziari", A. Sounders, M.M.Cornett, M.Anolli, B.Alemanni, IV edizione.*

massimizzazione della differenza fra ricavi per commissioni su servizi e costi operativi.

I costi sono costituiti in gran parte da commissioni di intermediazione, remunerazione del personale, ammortamenti e costi informatici.

I fondi offerti e gestiti dalle società in questione sono di diversa natura: la tipologia di fondo più frequente è quella del fondo aperto, che rimborsa le quote ai sottoscrittori a loro richiesta mentre i fondi chiusi rimborsano le quote solo a scadenze predeterminate.

Le altre tipologie di fondi sono distinguibili in base al “contenuto” dei propri investimenti e quindi vi sono fondi monetari, azionari o obbligazionari od in base alla struttura del capitale investito come i fondi a capitale protetto e quelli a capitale garantito.

Tra le innumerevoli tipologie di fondi che le SGR gestiscono e offrono agli investitori quelli che si collegano al concetto e alle tipologie di investimento “Private Equity” sono i cosiddetti fondi “Total Return”<sup>8</sup>

I fondi di private equity sono fondi chiusi nei quali le quote sono liquidabili sia parzialmente che totalmente; oltre il rischio di liquidità, come già è stato affrontato in precedenza il fondo di private equity espone l’investitore ad una elevata aleatorietà del rendimento ecco perché solitamente i fondi sono organizzati come general partner, raccolgono gli impegni di investitori qualificati a conferire un determinato ammontare. Questi investitori sono definiti limited partner.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> *“Economia degli intermediari finanziari”, A. Sounders, M.M.Cornett, M.Anolli, B.Alemanni, IV edizione.*

<sup>9</sup> *Assogestioni, gli strumenti alternativi: il private equity.*

Nel seguente capitolo ad un iniziale analisi del feedback normativo, con recenti riforme che stanno cambiando e continueranno a cambiare il modo di interagire con un questo ambito di investimenti, seguirà una visione d' insieme delle SGR e delle tipologie di operatori possibili per concludere con lo studio del mercato delle SGR in Italia con i relativi trends e composizioni delle principali società di intermediazione.

### **3.2 Normativa**

Dal punto di vista giuridico, è possibile distinguere tra fondi contrattuali e fondi statutari.

Il primo caso, la struttura è quella di un contratto trust, il quale si basa su un rapporto fra tre parti: i partecipanti, la società di gestione e l'intermediario finanziario ("banca depositaria") incaricano dell'esecuzione delle operazioni di gestione del patrimonio del fondo e del controllo di legittimità sulla SGR. Il patrimonio gestito è privo di personalità giuridica ed è suddiviso in quote; questo fa sì che i risparmiatori non siano titolari del fondo bensì vantino un esclusivo diritto di credito verso la società di gestione che si occupa anche delle politiche di investimento.

Il fondo statutario, invece, è costituito nella forma giuridica di società per azioni e singole quote sono rappresentate dalle azioni sottoscritte dai partecipanti.

“L'esistenza di un affidamento fiduciario da parte degli investitori che incanalano i propri risparmi verso queste categorie di soggetti e la creazione di rapporti tra intermediari basati sulla reputazione dei

singoli operatori richiedono misure per salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario, assicurare la tutela degli investitori, garantire la stabilità, la competitività e il buon funzionamento del sistema finanziario” (art. 5 TUF).

Per il perseguimento di questi obiettivi il TUF stabilisce che è la Banca d’Italia ad essere competente in materia di contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre la Consob è responsabile per ciò che attiene alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti.

A livello nazionale la materia è disciplinata dal TUF e da diversi decreti ministeriali (tra i quali il DM 228/99 che regola la struttura dei fondi comuni) e dai provvedimenti emanati dalle autorità di vigilanza (Banca d’Italia e Consob).<sup>10</sup>

La disciplina delle SGR prevede, in estrema sintesi, sistemi di controllo all’entrata, norme per il contenimento del rischio e per l’adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili, strumenti per la gestione della crisi.

Di rilievo risultano essere sia le misure prudenziali nelle gestioni collettive del risparmio sia i regolamenti della gestione del fondo. Il primo profilo di misure è da ricondurre al minor grado di controllo sugli investimenti che il sottoscrittore del fondo comune può esercitare in confronto con un titolare di un fondo a gestione individuale.

---

<sup>10</sup> *“L’attività di controllo della Banca d’Italia sulle Società di Gestione del Risparmio”*, Luca Zucchelli, Banca d’Italia, 2015.

Il secondo principale profilo, quello sulla gestione del fondo, è particolarmente preso in considerazione dalle autorità vigilanti e dalle normative visto che costituisce il contratto tra SGR ed investitore il quale può solo accettarlo o rifiutarlo in toto. A tal proposito è importante evidenziare come il legislatore demarchi una netta separazione fra fondi retail (destinati al pubblico) e quelli riservati ad investitori specializzati: i primi possiedono una regolamentazione assai puntuale e dettagliata mentre i secondi relativamente più flessibile.

Nell'ultimo triennio la Banca d'Italia ha effettuato 38 ispezioni ed oltre 900 interventi di vigilanza, questi ultimi sono state finalizzati al monitoraggio delle situazioni con problematiche di governance nonché nell'approfondimento delle ragioni sottostanti alle situazioni di difficoltà riguardanti fondi chiusi immobiliari e di private equity.<sup>11</sup>

Il quadro normativo che regola l'attività delle SGR è simile a quello degli altri intermediari: a livello continentale due sono le direttive di primo livello la 2009/65 (UCITS IV) che disciplina la gestione dei fondi aperti UCITS (in italiano Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari – OICVM) e la 2011/61 (AIFMD, in via di recepimento) che tratta dei gestori dei fondi di investimento alternativi (cioè tutti quelli non UCITS, anche noti come FIA), nonché un articolato insieme di misure

---

<sup>11</sup> *“L'attività di controllo della Banca d'Italia sulle Società di Gestione del Risparmio”*, Luca Zucchelli, Banca d'Italia, 2015.

(Direttive, Regolamenti, Regulatory Technical Standards, Guidelines) cc.dd. di livello 2 e 3 (l'autorità di settore è l'ESMA).

All'interno dei FIA occupano una posizione di rilievo i fondi di private equity i quali con la Direttiva AIFMD hanno visto modificarsi in maniera rilevante il framework normativo di riferimento.

Con questo intervento normativo il legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato, utile a definire un approccio uniforme ai rischi connessi all'operatività dei FIA e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'Unione. Di fatto, sono state create le condizioni per un passaporto europeo in forza del quale i gestori di FIA potranno gestire e commercializzare FIA in tutta l'Unione europea, qualora si conformino alle regole e ai requisiti previsti dalla Direttiva AIFM, e abbiano ottenuto l'autorizzazione da parte dell'autorità competente del proprio Stato membro di origine. La scelta di adottare una disciplina sui gestori e non sui fondi, che continueranno a essere disciplinati e sottoposti a vigilanza nazionale, discende dalla difficoltà di armonizzare una così grande varietà di tipologie di FIA qual è quella presente in Europa. Numerosi sono gli aspetti disciplinati, fra cui l'accesso al mercato, con le regole per il rilascio dell'autorizzazione e per la commercializzazione dei FIA e le condizioni operative. In quest'ambito sono stati regolati: i principi generali, le politiche e prassi remunerative, i conflitti d'interesse, la gestione dei rischi e della liquidità, i requisiti organizzativi, le caratteristiche del

depositario, gli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori e gli obblighi segnaletici verso le autorità competenti

### 3.3 Tipologia di operatori

In Italia al 30 giugno 2013 erano attive 149 società di gestione del risparmio.<sup>12</sup> Analizzando le tipologie di prodotti offerte è interessante osservare che quasi la totalità di queste, 134 con l'esattezza, gestivano in tutto o in parte fondi d'investimento alternativi.

I FIA attivi erano 646 di cui 341 immobiliari, 140 di private equity e 165 aperti non armonizzati.

*Figura 3.1 Specializzazione per tipologia di prodotto*

Specializzazione per tipologia di prodotto e numero SGR	Numero SGR
AIFMD-PRIVATE EQUITY	50
AIFMD-IMMOBILIARI	42
UCITS; AIFMD-APERTI	19
AIFMD-APERTI	6
AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY	4
AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	4
AIFMD-APERTI; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	1
UCITS; AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY	1
<b>TOTALE</b>	<b>133</b>

<sup>12</sup> "Recepimento della direttiva AIFM, relazione sull'analisi di impatto", Banca d'Italia, giugno 2014.

La tabella evidenzia in modo inequivocabile la tipologia di operatori che operano all'interno del risparmio gestito in Italia: il mercato si caratterizza infatti per un notevole livello di specializzazione per tipologia di prodotto gestito, il 38% delle SGR offre esclusivamente fondi di Private Equity, il 32% delle SGR gestisce esclusivamente fondi immobiliari. Nel restante 30% del campione analizzato si riscontra invece un'operatività per diverse tipologie di prodotti (fondi armonizzati e non).

L'elevata presenza di fondi di private equity tra i gestori del risparmio è dovuta ad alcune caratteristiche rilevanti che consentono a questo tipo di investimenti di differenziarsi da investimenti con rischio simile ma rendimenti minori. Metrick e Yasuda (2010) evidenziano ad esempio differenza notevoli tra i fondi di private equity, i fondi speculativi e i fondi comuni di investimento.

**Figura 3.2 Differenze fra fondi di private equity, fondi speculativi e fondi comuni di investimento.**

	Categoria		
	Fondo di private equity	Fondo speculativo	Fondo comune di investimento
<b>Apertura</b>	No	Sì	Varia
<b>Durata del fondo limitata</b>	Sì (10 anni)	No	No
<b>Restrizioni di liquidità/restituzione del capitale</b>	Illiquidità fino a 10 anni	Varia (es: un anno di <i>lockup</i> e tre mesi di attesa per recesso)	<i>Lockup</i> minimo e restrizioni al recesso
<b>Reinvestimento</b>	No	Sì	Sì
<b>Commissioni annue</b>	% variabile durante la vita del fondo	% degli <i>asset under management</i>	% degli <i>asset under management</i>
<b>Commissioni di performance</b>	20% del profitto realizzato, pagabile solo dopo l'uscita dall'investimento e la restituzione del capitale agli acquirenti	20% del profitto annuo imputato, pagabile per la parte eccedente il valore di mercato	Non presenti

Fonte: *Metrick e Yasuda (2010)*.

Premettendo che esiste una piccola sovrapposizione tra fondi di private equity e fondi speculativi (i fondi speculativi possono effettuare investimenti di private equity) le differenze sono notevoli.

Tra le differenze da annoverare troviamo la durata, solo i fondi di private equity presentano un periodo di vita limitato, solitamente pari a 10 anni, mentre i fondi speculativi e i fondi comuni di investimento non hanno un termine prefissato.

Inoltre i fondi di private equity sono contraddistinti da illiquidità: le quote versate non possono essere restituite fino alla scadenza della durata del fondo. Invece, i fondi speculativi e i fondi comuni di

investimento presentano la possibilità di ottenere la restituzione del capitale versato.

L'obiettivo delle SGR che gestiscono fondi di private equity consiste nel creare valore nelle imprese presenti nel portafoglio di investimento in modo tale da dismettere in seguito le partecipazioni ad un prezzo maggiore rispetto quello d'acquisto.

Il momento della scelta di un fondo di private Equity da parte delle SGR presuppone un'accurata due intelligence. Solitamente il processo di due intelligence si fra i tre ed i sei mesi e si articola in quattro fasi principali:<sup>13</sup>

- Presentazione dell'iniziativa da parte del team di gestione e raccolta documentale.
- Analisi della documentazione e controllo delle referenze.
- Contatti diretti: visita alla sede del team di gestione ed incontro conoscitivo con tutti i suoi membri, visita ad alcune delle società nelle quali il team ha investito in passato, incontri con altri investitori del fondo.
- Analisi della documentazione legale ed eventuale negoziazione degli aspetti economici e legali della proposta.

Risulta preferibile che nel processo di due intelligence siano presenti persone diverse, con profili professionali diversi e, possibilmente, complementari. Gli elementi più importanti infatti risultano essere quelli più aleatori e si riferiscono non

---

<sup>13</sup> “L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due intelligence”, AIFI, Ottobre 2012.

tanto alla misurazione dei dati oggettivi bensì in quella delle persone.

Con riferimento al reporting gran parte delle SGR che gestiscono fondi di Private Equity fornisce agli investitori aggiornamenti sull'evoluzione degli investimenti con cadenza semestrale. Si ricorda inoltre, in merito alle quote di sottoscrizione, che i fondi di private Equity richiamano gli impegni sottoscritti normalmente nel momento in cui il fondo ha deliberato un nuovo investimento; l'investitore deve avere, quindi, una gestione di tesoreria compatibile con le modalità di versamento delle quote sottoscritte.

### **3.4 Analisi del mercato italiano**

Ogni anno la società di di analisi quantitativa delle performance FundClass, istituisce il Trofeo FundClass; il mondo dei gestori di fondi italiani si è presentato quest'anno con cinque SGr vincenti: Zenit nella categoria da 4 a 7 fondi, Arca (da 8 a 15), Symphonia (da 16 a 25), Anima (da 41 a 70) e Eurizon Capital, gruppo Intesa San Paolo (da 71 a 100 fondi).

Glauco Maggi, giornalista de "La Stampa" nel contesto della premiazione stessa ha rivolto ai rappresentanti delle cinque Sgr domande sulle strategie di investimento che vengono consigliate agli investitori dalle società; in particolare, la domanda che è stata sottoposta è stata quella sull'asste allocation (combinazione tra cash, bond e azioni) che

consigliano i gestori ad un investitore di medio termine (5 anni) e di media propensione al rischio.<sup>14</sup>

Le risposte dei manager delle società di gestione risultano essere principalmente simili con riguardo, in particolare a due aspetti: il primo, ed anche più “scontato”, è quello di una composizione del portafoglio di investimenti con maggioranza obbligazionaria. Alberto Calcaterra, direttore investimenti di Anima SGR, consiglia un netto 70% di componente obbligazionaria suddivisa in 30% di bond tradizionale e la restante parte di obbligazioni flessibili. L’unica voce fuori dal coro risulta essere Eurizon Capital con una maggioranza di investimenti nel settore azionario (55%) ed il restante ripartito tra bond e liquidità. Ulteriore punto di incontro delle strategie delle cinque SGR prese in considerazione e che esplica molto degli attuali trend di investimento nel mercato italiano è quella sulla componente valutaria dei portafogli consigliata.

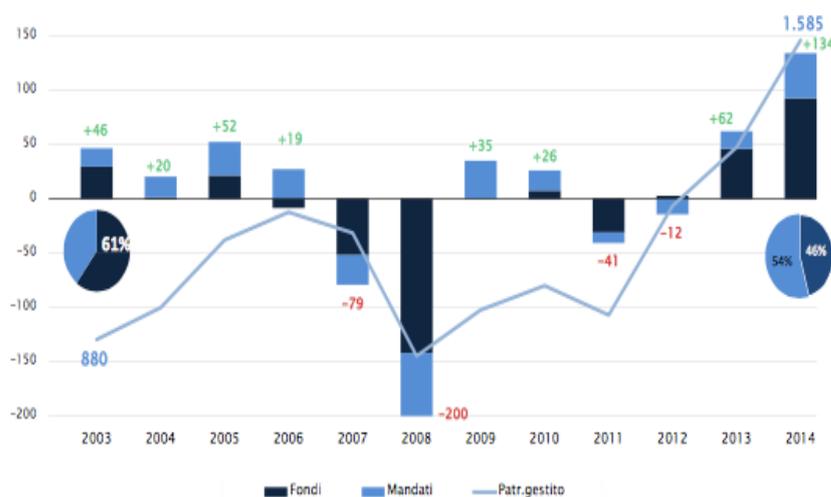
Tutti i gestori infatti consigliano diversificazione valutaria, che consentirebbe da un lato di non aumentare di molto il rischio ma dall’altro di avere profitti maggiori; il perché di queste scelte è ben riassunto dalle parole di Ugo Loser, amministratore delegato di ARCA SGR che, interrogato sulla misura dell’incisione del fattore valutario, afferma che “Incide molto (...) dobbiamo imparare a guardare al mercato dei cambi come a una delle possibili asset class, che forniscono opportunità di

---

<sup>14</sup> Non vengono nominati dai gestori fondi di Private Equity e FIA in generale in quanto sono prodotti offerti ad investitori con maggiore propensione al rischio e durata dell’investimento maggiore; le interviste risultano interessanti altresì per mappare il mercato italiano delle SGR.

rendimento e possibilità di diversificazione. Ricordiamo anche che i trend sui mercati dei cambi sono tendenzialmente lunghi e marcati e su un orizzonte di cinque anni la performance dovuta al tasso di cambio potrebbe essere molto rilevante.

**Figura 3.3: Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni.**



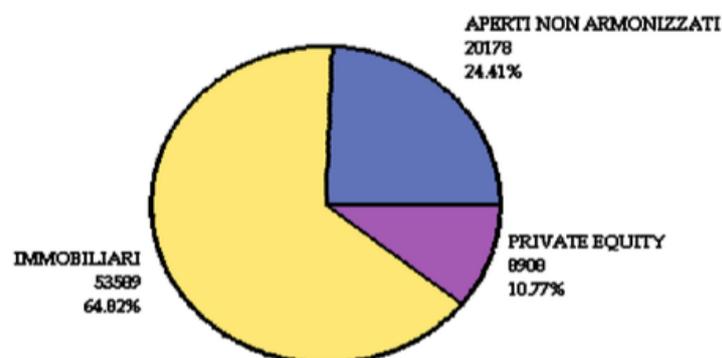
Per quanto riguarda le performance dell'intero settore, recentemente, il mercato del risparmio gestito ha conseguito risultati record. In particolare, come riportato dalla relazione annuale di Assogestioni, tra il 2013 e il 2014 la raccolta netta è aumentata di 134 miliardi di euro.<sup>15</sup> La combinazione fra nuove risorse e andamento positivo dei principali segmenti del mercato finanziario hanno fatto sì che l'ammontare dei flussi di

<sup>15</sup> "Relazione annuale, Assogestioni, 2015"

risorse totale sia secondo solo a quello del boom dei fondi comuni risalente al 1998.

Il mercato dei fondi di private equity rientra nelle altre tipologie di gestioni in particolare, all'interno di questa categoria rientrano tutti i FIA. La Consob stima che le masse di risorse più ingenti, all'interno di questo settore, siano gestite nei fondi immobiliari (64%). Al secondo posto si trovano i fondi aperti non armonizzati (24%), mentre la restante parte è gestita dai fondi di private equity (10.77%)

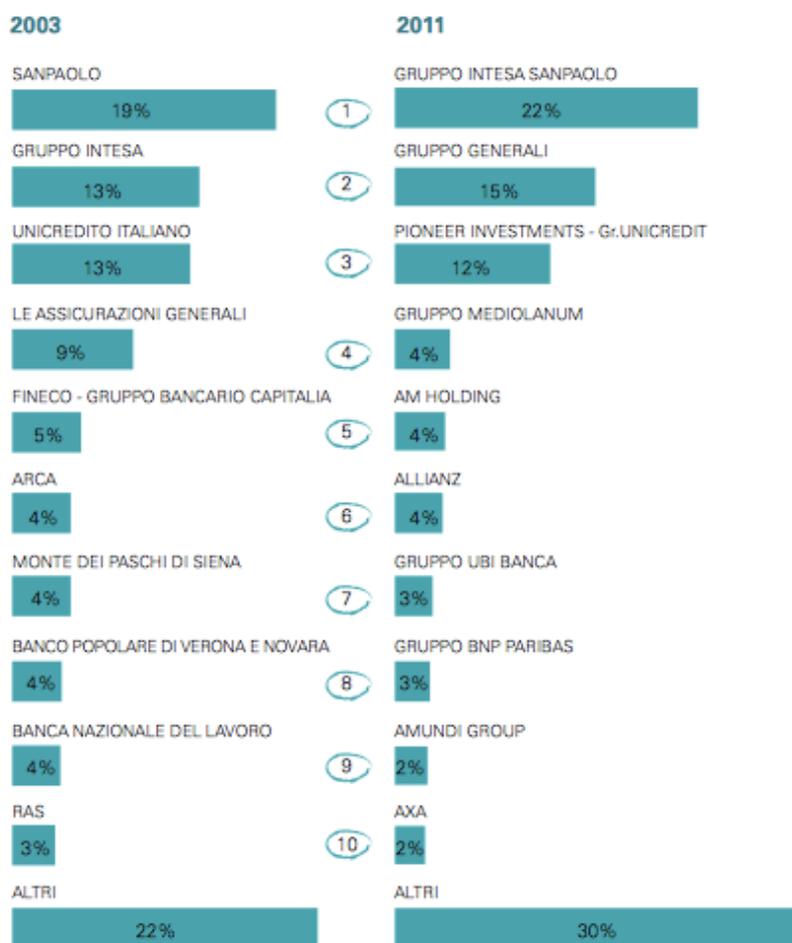
**Figura 3.5: Fondi alternativi, masse gestite per tipologia di fondo.**



Guardando ad un arco di tempo ancor più ampio e alla composizione ma soprattutto alla diversità dei principali players nel risparmio gestito, negli ultimi 10 anni circa si

osserva una lieve diminuzione del grado di concentrazione del settore<sup>16</sup>

**Figura 3.4: Top ten degli operatori del risparmio gestito per Asset under Management (%)**



<sup>16</sup> elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

Negli ultimi anni non ci sono stati significativi cambiamenti nelle prime tre posizioni del ranking per asset under management a livello consolidato anche se, però, sono entrati nuovi operatori come ad esempio AM Holding (Anima, alleanza strategica tra MPS, Banca Popolare di Milano e del fondo di private equity Clessidra) nonché operatori esteri quali Allianz o BNP Paribas.

### **3.5 Conclusioni**

Come afferma Assogestioni nelle sue considerazioni conclusive<sup>17</sup>, “ci troviamo ad un’occasione storica, mai capitata prima, [...]Le società di gestione amministrano una fetta importante e crescente delle risorse del Paese. Ciò consentirà loro di giocare un ruolo centrale nel processo di canalizzazione che, in maniera ordinata, trasparente e finanziariamente efficiente, dovrà portare masse crescenti di risparmio delle famiglie verso l’economia reale, specialmente verso le imprese di piccole e medie dimensioni”.

Per far sì che questo processo si metta in atto è necessaria innovazione di prodotto, competitività ai canali distributivi e crescita del risparmio istituzionale. In riferimento al primo punto, è evidente che la situazione economico finanziaria attuale offre una generale carenza di rendimenti extra, questo fa sì che anche le società di gestione internazionali stiano osservando in modo più attento rispetto al passato il mercato dei fondi alternativi: hedge funds, fondi immobiliari e di private equity. Anche il contesto

---

<sup>17</sup> “*Relazione annuale, Assogestioni, 2015*”

normativo favorisce queste tipologie di investimento: la direttiva AIFMD è stata accolta positivamente dalle SGR e un recente sondaggio di Multifondis mostra che l'87% degli intervistati pensano che l'AIFMD supererà l'UCITIS come norma standard internazionale per la distribuzione di fondi d'investimento alternativi.<sup>18</sup>

A favore di queste tesi si hanno i primi dati 2016 che Morningstar ha reso noti nelle recenti settimane; i risparmiatori hanno cercato ed ottenuto valore nel solo segmento delle strategie alternative (+3,7 miliardi) e parallelamente i fondi a reddito fisso, gli azionari e gli obbligazionari riportano tutti segno negativo. L'eloquente titolo del Morningstar Asset Flow Report "Dopo i bilanciati, è tempo di alternativi" parla per sé.

---

<sup>18</sup> *"Perché le SGR internazionali puntano sugli investimenti alternativi?"*, FundsPeople, 28/09/2015.

## **4. SGR specializzate nel Private Equity: il caso Investindustrial**

### **4.1: Introduzione**

Il mondo del Private Equity in Italia non ha ancora raggiunto i livelli dei mercati più sviluppati su scala mondiale e l'elevata presenza di PMI a carattere familiare, restia ad alcune tipologie di investimenti più complessi e tesi al mercato dei capitali, è una delle spiegazioni di questo ritardo nella creazione di un mercato che si possa definire veramente competitivo.

Esiste comunque chi ha saputo districarsi da un tessuto che presenta minori opportunità e affermarsi come intermediario a supporto di processi di sviluppo nella logica del private equity. L'idea che sta alla base degli investimenti di Investindustrial è infatti quella dell'operare in imprese di carattere medio che siano tra i leader dei rispettivi settori e che abbiano bisogno di modifiche profonde dal punto di vista organizzativo, operativo e strategico.

L'azienda è stata fondata solo nel 1990 e oggi ha l'obiettivo di diventare leader del private equity nel sud Europa. Le capacità dell'impresa di portare risultati è riconosciuta anche dagli investitori che continuano ad investire nell'impresa, ultima fase di raccolta del 15 febbraio 2016 ha permesso di raccogliere un capitale 2 miliardi di euro.

Nel capitolo verrà prima di tutto descritta la storia della SGR nonché i valori e gli obiettivi perseguiti nella sua strategia di investimento; in secondo luogo si passerà ad una trattazione specificatamente quantitativa nei termini dell'analisi di

performance del portafoglio fino ad arrivare alla presentazione del caso di Ducati Motor Holding S.p.a completato ormai circa 4 anni fa che permette di descrivere i benefici perseguibili attraverso operazioni di Private Equity di questo tipo.

## **4.2 La storia della SGR**

Investindustrial viene fondata nel 1990 da un gruppo industriale e si occupa di fornire soluzioni industriali e investire capitali in imprese di medie dimensioni che sono leader nei propri settori di attività. In particolare l'intuizione alla base della creazione di Investindustrial sta nel bisogno insoddisfatto di capitale di Private Equity in Italia e nei potenziali vantaggi per tali imprese legati ad instaurare relazioni con grandi advisor e società di consulenza finanziaria.

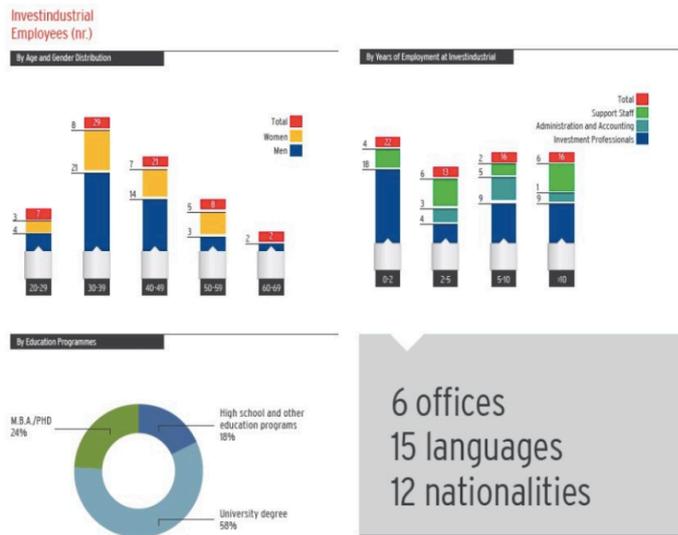
I valori dell'impresa prendono tutti spunto dalle origini industriali, le cui radicate tradizioni familiari costituiscono il punto di partenza della filosofia di investimento della società. In particolare i principali cardini su cui si basano gli investimenti e che vengono forniti agli investitori per la scelta dei diversi progetti sono:

- Le decisioni di investimento vengono affrontate non solo in ottica meramente finanziaria bensì viene fatta un'approfondita analisi di carattere industriale.
- La partecipazione attiva al business di ciascuna impresa è fondamentale per l'esecuzione di qualsiasi business plan.
- Gli obiettivi, seppur ambiziosi, fanno parte dell'innato spirito imprenditoriale della Sgr.
- La cultura aziendale, sia dal lato della controllata che della controllante, è per Investindustrial uno dei punti

fondamentali per innalzare le performance ecco perché vi è una continua ricerca di allineamento da parte di tutti i dipendenti in un'unica coerente strada.

L'altro aspetto fondamentale per avere una formula vincente è il management ed in generale tutti gli attori che concorrono ad aggiungere valore all'offerta. All'interno di Investindustrial lavora un team di 75 professionisti, rappresentanti di circa 12 nazionalità e con uffici che vanno dalla Svizzera agli Stati Uniti, passando per la Cina. La Sgr ha costruito i propri successi sull'abilità di ricercare e formare manager di livelli che, nel tempo, riescano a maturare sia come professionisti che come persone.

**Figura 4.1: Caratteristiche degli impiegati di Investindustrial**



Solitamente i membri del team rimangono nell'azienda per numerosi anni e sviluppano una prospettiva legata a possibili sviluppi dal punto di vista operativo e di quello di mercato. L'approccio nei confronti delle compagnie del portfolio è quello "hands-on" il quale è in accordo con il primo dei pilastri su cui si basa l'impresa ossia una forte presenza nelle società controllate in modo tale da trasferire anche notevoli conoscenze e know-how che possano aiutare le imprese a migliorare.

### **4.3 Alcuni dati di bilancio**

Al di là degli elementi puramente concettuali all'investitore che instaura un rapporto economico-finanziario con la società interessano i risultati che la società è in grado di offrire. Ecco perché Investindustrial pubblica ogni anno l'*Annual Review & Sustainability Report*, il quale si propone di mettere in luce i principali risultati portati a termini nel corso dell'anno e negli scorsi.

Durante questo paragrafo gli indici principali che verranno presi in considerazione sono EBITDA & Sales dapprima dal punto di vista di gestione complessiva del portfolio e dopo in base ai principali segmenti di imprese presenti nel portfolio.

L'analisi dei dati degli ultimi 5 anni relativi alla performance del portafoglio permettono di evidenziare alcune caratteristiche rilevanti dell'impresa (Figura 4.2)

**Figura 4.2: Risultati al 2014 del portfolio Investindustrial.**



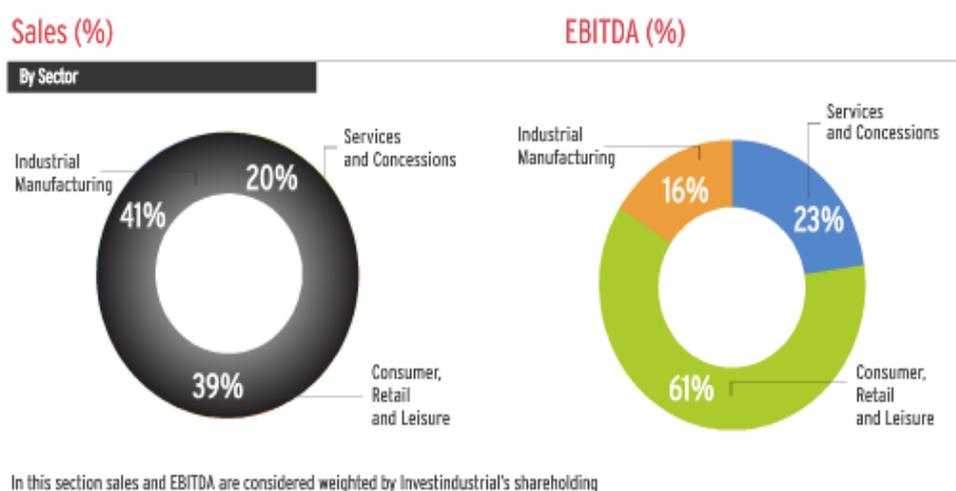
Nel 2014, l'EBITDA generato è di 1.1 miliardi, 36% in meno dell'anno precedente. Escludendo le nuove acquisizioni e la vendita completa di tre società, l'aumento del margine è del 6%.

All'inizio del 2015 Investindustrial possedeva circa 0.8 miliardi di euro di equity il che, secondo Investindustrial, risulta particolarmente strategico allo stato attuale del mercato.<sup>19</sup>

Passando allo studio della composizione del portfolio e alle sue performance esso alla fine del 2014 era bilanciato attraverso la costruzione al proprio interno di tre principali aree di investimento: "Consumer, retail and leisure platform", "services and concessions platform" ed "Industrial Manufacturing Platform" (Figura 4.3).

<sup>19</sup> *Annual Review & Sustainability Report*

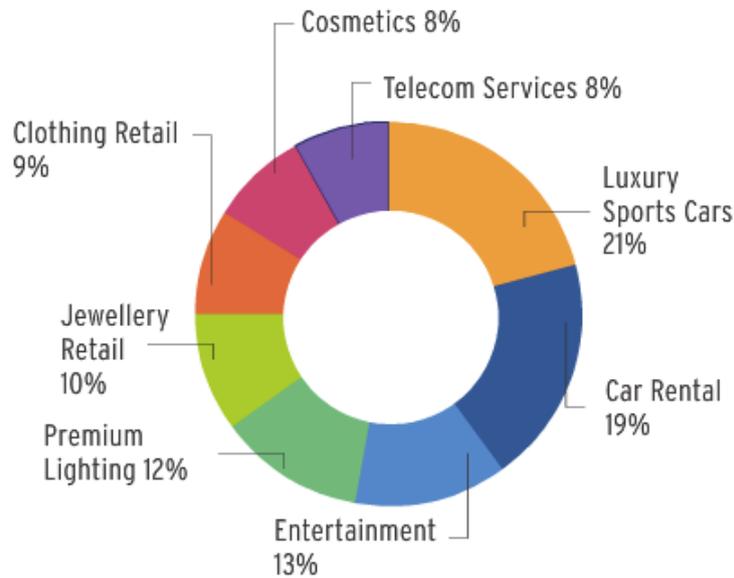
**Figura 4.3: Ripartizione dei margini di profitto e delle vendite all'interno delle aree di investimento.**



In totale le imprese oggetto di investimento sono 15, 10 delle quali hanno ancora margini di miglioramento in termini di business mentre 5 sono ben posizionate per un exit che porterebbe profitti positivi. Di seguito sono riportate le performance di ciascun settore di investimento con un'analisi delle principali fonti di reddito.

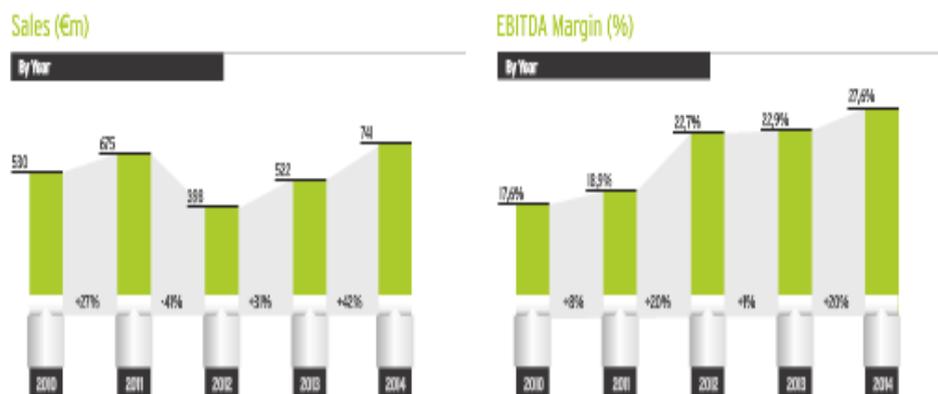
CONSUMER, RETAIL AND LIESURE: è il settore d'investimento che partecipa maggiormente alla formazione del reddito del portfolio nonché quello nel quale è destinata la maggior parte della raccolta. Il report di Investindustrial suggerisce di suddividere a sua volta questa area in 8 segmenti, figuranti ognuno dei quali un mercato diverso.

**Figura 4.4: segmentazione presente nel settore**



I principali drivers che fanno scaturire un trend positivo di questo mercato sono la globalizzazione dei bisogni dei consumatori e il cambiamento del comportamento d'acquisto di quest'ultimi.

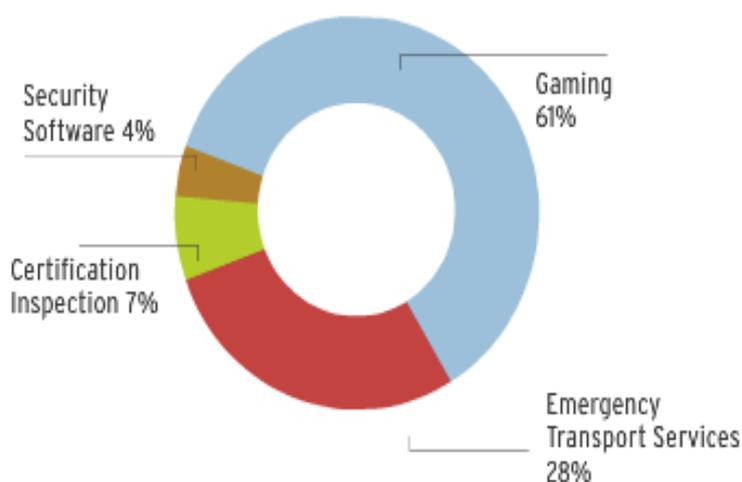
**Figura 4.5: Sales&EBITDA del settore**



Le principali opportunità che possono far sperare in aumento di questi indicatori sono individuate nell' aggressione dei mercati in via di sviluppo, nel miglioramento del marketing mix e nello sviluppo di soluzioni di prodotto sempre più innovativi e sempre più in grado di soddisfare la domanda di mercato del consumatore. SERVICES AND CONCESSIONS: questo ramo di sviluppo degli investimenti è molto squilibrato in termini di composizione e, al 2014, vede un' inversione di un trend che nei precedenti due anni era stato di crescita.

La segmentazione che si può fare è quella di suddividere il settore in 4 parti, una delle quali, il Gaming, rappresenta il 61% delle sales.

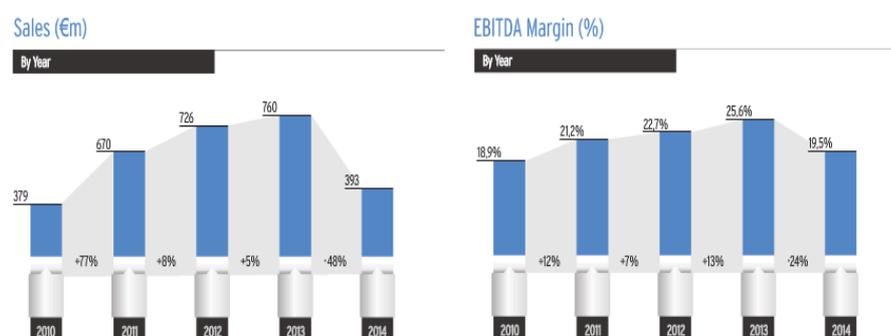
**Figura 4.6: segmentazione presente nel settore**



Questo forte sbilanciamento verso il gaming è dovuto alla presenza di Snai che da anni è il leader italiano nel Gaming. I

fattori principali di crescita che Services and concessions ha di fronte e che deve saper affrontare sono le economie di scala, che consentirebbero l'abbattimento di notevoli costi, l'outsourcing che va anche esso in questa direzione ed il bisogno crescente al livello macro di investimenti nelle infrastrutture

**Figura 4.7: : Sales&EBITDA del settore**



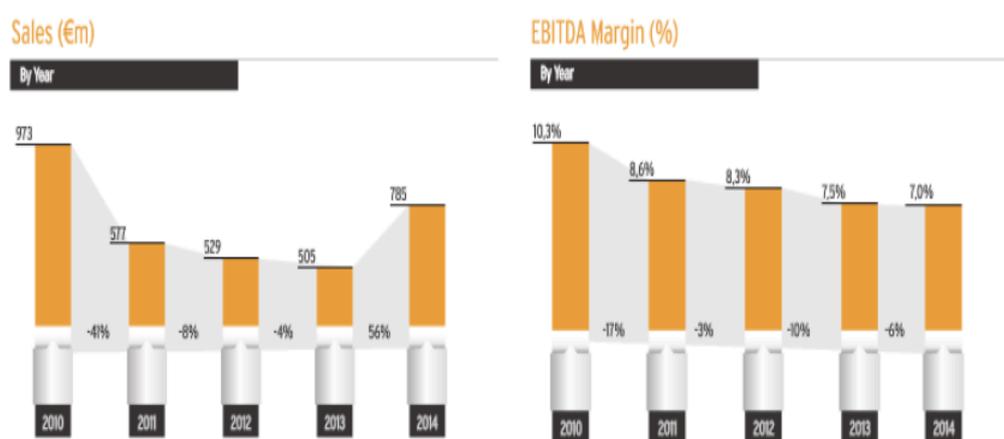
Nonostante volumi di guadagni minori Investindustrial ed il proprio team credono che dei miglioramenti siano ancora possibili in particolare attraverso la cattura della crescita dei mercati in via di sviluppo, le add-on (acquisizioni minori) strategiche e l'alta visibilità a cui sono soggette le concessioni.

INDUSTRIAL MANUFACTURING: Nella strategia di investimento della SGR sono soltanto due le macroaree di cui si parla, il chimico ed il biochimico. In particolare dal punto di vista delle Sales il 92% è del biochimico.

La globalizzazione, l'aumento del mercato asiatico e le efficienze in termini di costo sono i principali drivers di queste imprese che

dall'altro lato possono beneficiare di numerose opportunità come la migliorata efficienza dei partner, la rivalutazione in Asia del manufacturing le add on strategiche.

**Figura 4.8: : Sales&EBITDA del settore**



L'andamento delle Sales e dell'EBITDA in questo ultimo settore di investimento evidenzia un iniziale crescita esponenziale dovuta ad alcuni miglioramenti e cambiamenti nelle metodologie operative che hanno portato a diminuire i costi ma soprattutto ad aumentare i ricavi; negli anni successivi ciò non è accaduto con la stessa efficacia a causa dell'aumento concorrenziale dovuto allo sviluppo di questo settore nei mercati asiatici. Nonostante questi dati contrastanti nel 2014 entrambi gli indici sono tornati ad aumentare e da Investindustrial si evidenzia una forte fiducia nei confronti delle due imprese.

## 4.4 Le scelte di investimento: il caso Ducati Motor

### Holding S.p.A

*“La combinazione di un grande brand come Ducati e un importante partner finanziario ed industriale come Investindustrial ha permesso alla compagnia di diventare leader indiscusso del settore motorbike; [...] dal 2007 l’impresa ha aumentato i propri margini del 40%, più che duplicato il proprio valore di mercato e sviluppato 17 nuovi prodotti. Ducati oggi è pronta per affrontare e sfruttare le sfide provenienti da mercati non ancora saturi come ad esempio quelli emergenti.”*<sup>20</sup>

Nel marzo del 2006 Investindustrial decide di investire in Ducati con l’acquisizione del 29.9%, l’acquisizione infatti si svolse in due tranche poiché inizialmente Bonomi non era sicuro di poter avere pieni poteri vista la quotazione dell’impresa di Borgo Panigale. Nel primo deal l’enterprise value era pari a 265,20 milioni, l’equity a 135,32 ed il valore della transazione è stato pari a 40.6 milioni di euro (senza tener conto dell’aumento di capitale e dell’ulteriore acquisto di azioni)<sup>21</sup>. Parteciparono all’acquisizione anche il fondo pensione Hoop e BS Private Equity.

Nel 2007 l’azione Ducati subì delle fluttuazioni non giustificate ed Investindustrial decise di sfruttarle a proprio favore procedendo all’acquisto del restante 70% con la conseguente delisting.<sup>22</sup>

Ducati era stata identificata come un’impresa con un grande brand che aveva bisogno di riposizionamento strategico e di modificare le modalità di acquisizione dei clienti. Assieme al management i

---

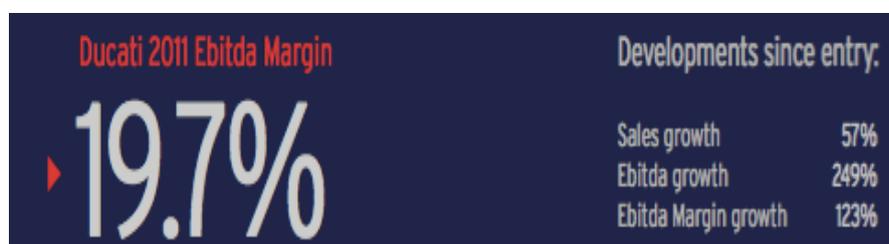
<sup>20</sup> Gabriele del Torchio, *CEO di Ducati, 2012*

<sup>21</sup> *Capital IQ*

<sup>22</sup> *Il sole 24 ore*

profitti furono sensibilmente aumentati grazie agli investimenti in ricerca e sviluppo, implementazioni della creazione operativa delle moto e abbattimento dei costi superflui.

**Figura 4.9: Key results Ducati** <sup>23</sup>

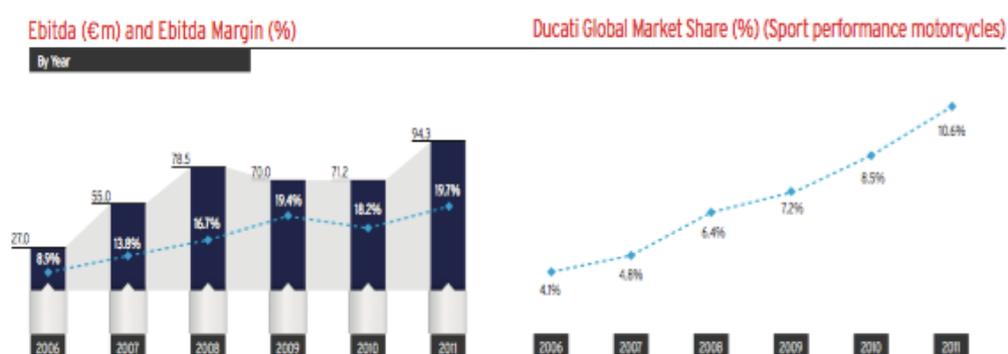


Il progetto di Investindustrial deve essere letto su due piani uno operativo e l'altro di mercato. Dal punto di vista operativo vi è stato un processo di rafforzamento del management interno che portato ad un miglior sistema decisionale nonché l'introduzione di nuove procedure di controllo e monitoraggio degli stock di prodotti finiti per concludere con procedure di miglioramento della gestione del budget aziendale.

---

<sup>23</sup> *Ducati case study, Investindustrial, 2012.*

**Figura 4.10: EBITDA/ EBITDA margin e Global Market share**



Il successo della strategia della SGR risulta chiaro dall'analisi dei risultati del 2011: nonostante una diminuzione della domanda di mercato del 10% le moto vendute ed il valore delle azioni Ducati aumentano rispettivamente del 13% e del 25%. Ducati ha inoltre consolidato i suoi miglioramenti con un EBITDA margin del 20% a fronte di un 9% all'entrata.

L'altra faccia del progetto di rilancio di Investindustrial si sofferma sull'internazionalizzazione dell'impresa che le consente di approdare su mercati con grandi disponibilità e nei quali la concorrenza è meno elevata. Attraverso l'espansione della sua presenza commerciale nei mercati emergenti con particolare focus

su Cina, India, Tailandia, Vietnam e Brasile dal 2011 al 2015 (dopo l'exit di Investindustrial) Ducati è passata dalla produzione e la vendita di 8000 unità a circa 12000.

In questa ottica va letta l'apertura di un impianto di produzione in Tailandia nel 2011, in modo tale da poter soddisfare i clienti di questi mercati con notevoli riduzioni di costo come quelli di trasporto.

Fra il 2011 ed il 2012, Bonomi ed il suo team, credendo di aver ottenuto il massimo da Ducati decidono di posizionarsi con l'exit ed infatti il 18 aprile 2012 un comunicato ufficiale annuncia che *“International Motorcycles S. p. A, controllata dal gruppo Investindustrial ("Investindustrial"), ha raggiunto oggi un accordo per la vendita di Ducati Motor Holding SpA ("Ducati") ad Audi AG che fa parte del Gruppo Volkswagen. L'acquisizione è soggetta all'approvazione da parte dell'Antitrust.”*

Le cifre del deal finale non sono riscontrabili chiaramente, le più autorevoli sono quelle citate da numerose agenzie di stampa tedesche tra qui Dpa, e parlano di 860 milioni di euro. Con questa somma la casa automobilistica di Ingolstadt si porterà a casa tutto il pacchetto Ducati, debiti inclusi. Proprio questi ultimi sono il punto più sensibile visto la difficoltà ad essere calcolati e quantificati; inizialmente sembravano attestarsi (in modo chiaramente sproporzionato) ad 800 milioni per poi passare ad una più ragionevole cifra di 200 milioni.

#### **4.5 Conclusioni**

L'azienda di Andrea Bonomi in due decenni è diventata leader europeo del Private Equity, le basi su cui si poggiano i propri

successi sono da trovare nella visione degli investimenti non solo dal punto di vista finanziario ma anche dal punto di vista strettamente industriale. Un Private Equity che arriva dove non sono in grado di arrivare intermediari finanziari di altra tipologia e che apporta conoscenze e know-how in modo puntuale e soprattutto sostenibile migliora la qualità di tutto il sistema, dai fornitori fino ai dipendenti. Il punto di forza maggiore in questo business, come in svariati altri, è composto dalle persone e quindi dal management che, con un alto livello di formazione e preparazione, è in grado di gestire e porre obiettivi ambiziosi ma allo stesso tempo realizzabili.

Estremamente esemplificativo è risultato essere l'investimento in Ducati, uno dei più importanti progetti portati a termine da Bonomi che, partendo da un brand molto forte ha dato una spinta definitiva sia sotto il punto di vista operativo che di sviluppo di altri mercati ed ha creato una business di grande qualità e soprattutto sostenibile nel futuro. L'auspicio è, in conclusione, che l'Italia si apra maggiormente ad investimenti di questo genere, sia dal lato degli investitori, anche internazionali, che dal lato della regolamentazione per far sì che vi siano più casi come quelli dell'azienda di Borgo Panigale che partendo da prodotti di eccellenza italiana con l'aiuto di risorse finanziarie riesce a sviluppare il proprio business a livello mondiale.

## **5. Conclusioni**

Gli anni della crisi hanno messo in luce la necessità della ricerca di nuovi ed innovativi metodi di finanziamento. Il combinato disposto dell'importanza del capitale di rischio quale fondamentale fattore produttivo e strumento di sviluppo, della crisi di liquidità che caratterizza le imprese e delle difficoltà che incontrano nel reperire risorse finanziarie a costi sostenibili fa sì che il private equity possa assumere un ruolo molto importante a sostegno del sistema imprenditoriale italiano.

Il filo conduttore della tesi va esattamente in questa direzione, quella di fornire quindi una rappresentazione più chiara e veritiera possibile sia sullo stato attuale del mercato private equity in Italia con lo studio delle varie SGR e dei fondi da esse gestiti sia sulle reali opportunità di sviluppo e di creazione di valore che le imprese oggetto di investimento hanno e continueranno ad avere.

All'interno di questo contesto gioca un ruolo di primo piano la normativa che spesso è uno degli elementi più importanti quando investitori esteri scelgono di avviare un progetto al di fuori dei confini domestici.

L'obiettivo principale del private equity è quello di realizzare un elevato ritorno sul capitale investito; per poter fare questo si è dimostrato che è necessario intervenire sia su leve prettamente operazionali (crescita dell'EBITDA) sia su altri driver qualitativi come la corporate governance o un management forte.

La tesi focalizza la sua attenzione sul caso di Investindustrial e Ducati che rappresenta un intervento di private equity di successo realizzato negli ultimi anni. Sono molte le azioni che Investindustrial ha portato implementato: il riposizionamento

strategico, l'introduzione di nuovi prodotti e l'investimento in ricerca e sviluppo sono solo alcune delle variabili toccate dalla società capitanata da Bonomi per il rilancio della casa motociclistica e che hanno fruttato in poco tempo i risultati sperati. Tali risultati delineano un quadro complessivamente positivo: l'intervento dell'operatore private equity apporta dunque importanti benefici che portano alla conclusione che la maggior parte di essi siano di natura strutturale anzi che temporanea. La presenza dell'intermediario finanziario sposta l'orientamento aziendale verso il medio-lungo termine e lo finalizza alla creazione del valore per tutti gli stake-holders ed inoltre attraverso il private equity l'impresa può usufruire dell'esperienza maturata dall'intermediario nel settore di riferimento e in altri contesti imprenditoriali; oltre ai vantaggi più "conosciuti" ve ne sono altri che non vanno trascurati come quelli legati al ritorno d'immagine, alla solidità con cui l'impresa si presenterà in futuro sul mercato ed alla notorietà e reputazione garantita dalla figura dell'intermediario finanziario. La partnership investitore-impresa è in grado di accelerare la crescita e di raggiungere livelli di performance estremamente alti, attraverso una collaborazione effettiva basata sulla fiducia spesso si è in grado di portare a termine business plan ambiziosi come nel caso di Ducati.

## 6. Bibliografia

“Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio. Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, 2009.

“Questioni di economia e finanza, il private equity in Italia” (occasional papers). Banca d’Italia, 2009.

“Economia degli intermediari finanziari”, A. Sounders, M.M.Cornett, M.Anolli, B.Alemanni, IV edizione.

Assogestioni, gli strumenti alternativi: il private equity.

“L’attività di controllo della Banca d’Italia sulle Società di Gestione del Risparmio”, Luca Zucchelli, Banca d’Italia, 2015.

“Recepimento della direttiva AIFM, relazione sull’analisi di impatto”, Banca d’Italia, giugno 2014.

“L’investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due intelligence”, AIFI, Ottobre 2012.

Ducati case study, Investindustrial, 2012.

“Perché le SGR italiane puntano sugli investimenti alternativi”, Fundspeople, 28/09/2015