



*Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale*

IL PRIVATE EQUITY COME SOLUZIONE ALLA SOTTOCAPITALIZZAZIONE DELLE PMI
ITALIANE

RELATORE

Prof. Pierluigi Murro

CANDIDATO

Alessandro Fontana

Matricola 230741

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1. COS'È IL PRIVATE EQUITY	5
1.1 INQUADRAMENTO GENERALE E CARATTERISTICHE DEI FONDI DI PE.....	5
1.1.1 <i>PE nel mondo e in Italia</i>	5
1.1.2 <i>Principali tipologie di investimento.....</i>	7
1.1.3 <i>Operatori del PE e struttura.....</i>	8
1.2 CICLO DI VITA DI UN'OPERAZIONE DI PRIVATE EQUITY.....	10
1.2.1 <i>Fundraising.....</i>	11
1.2.2 <i>Processo di investimento</i>	14
1.2.3 <i>Gestione e creazione del valore.....</i>	20
1.2.4 <i>Strategie di Exit</i>	23
CAPITOLO 2. IL FENOMENO DELLA SOTTOCAPITALIZZAZIONE NELLE PMI ITALIANE	27
2.1 IL TESSUTO IMPRENDITORIALE ITALIANO	27
2.1.1 <i>Lo sviluppo delle imprese italiane nel tempo</i>	27
2.1.2 <i>Le caratteristiche principali del tessuto imprenditoriale italiano.....</i>	29
2.1.3 <i>Le PMI</i>	31
2.2 LA SOTTOCAPITALIZZAZIONE DELLE PMI.....	33
2.2.1 <i>Possibili cause</i>	35
2.2.2 <i>Evidenze e dati sulla sottocapitalizzazione in Italia.....</i>	35
2.2.3 <i>Conseguenze della sottocapitalizzazione sulle imprese e sul sistema economico.....</i>	42
CAPITOLO 3 IL PRIVATE EQUITY COME SOLUZIONE ALLA SOTTOCAPITALIZZAZIONE DELLE PMI	44
3.1 COME GLI OPERATORI DI PRIVATE EQUITY INFLUISCONO SULLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE	44
3.1.1 <i>Turnaround financing: investimenti in imprese in difficoltà finanziaria.</i>	44
3.1.2 <i>Crescita sostenibile per le PMI</i>	46
3.2. L'IMPATTO ECONOMICO-FINANZIARIO DELL'INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO SULLE IMPRESE TARGET.....	48
3.2.1 <i>Performances delle imprese target dopo l'investimento di Private Equity</i>	49
CONCLUSIONI.....	54

Introduzione

La presente tesi di laurea ha l'obiettivo di studiare il fenomeno del Private Equity, dimostrando che tale attività di investimento nel capitale di rischio può essere una soluzione ad uno dei problemi strutturali più gravi delle imprese italiane: la sottocapitalizzazione.

Nel primo capitolo verranno analizzati struttura e funzionamento dei fondi di Private Equity, per capirne al meglio i meccanismi e le modalità di investimento. Si parlerà brevemente delle origini di questo fenomeno di investimento per poi passare alla sua diffusione in Italia e nel mondo. Successivamente, per capire come questi fondi operano e come è strutturato questo settore, verrà studiata la struttura di ogni organismo di investimento, e le diverse tipologie di operatori che si trovano nel mercato. Il settore dell'investimento nel capitale di rischio è molto complesso, ed è formato da numerosi segmenti, che si differenziano in base al mercato in cui operano oppure per la tipologia di investimenti che compiono. Dopo una prima introduzione, si analizzerà nel dettaglio il ciclo di vita di un'operazione di Private Equity, che è composto da una prima fase di *fundraising*, nella quale si raccolgono i capitali che serviranno per finanziare la seconda fase, quella di *investimento*, dove appunto il fondo di investimento cerca le opportunità più redditizie sul mercato e ne valuta la fattibilità attraverso un processo di *due diligence*. Infine, questo ciclo si chiude con la fase di *exit*, tramite la quale l'operatore istituzionale monetizza il suo investimento dismettendo la sua partecipazione.

Il secondo capitolo è concentrato sulle PMI italiane e sulle loro caratteristiche, facendo particolare attenzione al problema della *sottocapitalizzazione*, fenomeno ampiamente diffuso sul nostro territorio. Il capitolo si apre con una digressione sulla storia e lo sviluppo nel tempo del tessuto imprenditoriale italiano, partendo dagli anni successivi all'Unità, fino ad arrivare ai giorni nostri. Successivamente, si passerà ad una fase di analisi, nella quale verranno analizzate le caratteristiche delle piccole e medie imprese italiane. Per evidenziare le problematiche relative alla struttura finanziaria delle PMI verranno analizzati i bilanci di 14,000 imprese italiane ottenuti dal database di AIDA. L'analisi sarà svolta prendendo in esame gli indici patrimoniali più idonei a descrivere la situazione finanziaria di un'impresa, primo fra tutti il *debt/equity ratio*. Una volta completata questa analisi si passerà allo studio dei possibili effetti che il fenomeno della sottocapitalizzazione può avere sulla vita delle imprese e sul sistema economico in generale.

Infine, si cercherà di trovare una soluzione al problema della sottocapitalizzazione delle PMI italiane; l'intento di questa tesi è infatti, provare che i fondi di Private Equity migliorano la struttura finanziaria delle imprese in cui investono, fornendo loro una nuova solidità attraverso delle iniezioni di capitale e competenza

professionale. Nel terzo capitolo si farà particolare attenzione al *turnaround financing*, un tipo di operazione che mira ad acquisire imprese con un alto livello di indebitamento per poi risanarle e ripristinare la loro operatività. Nel corso del capitolo verrà studiato l'impatto economico e finanziario che i fondi di Private Equity hanno sulle imprese in cui investono e sul sistema economico. Questi fondi, infatti, oltre a risolvere il problema della sottocapitalizzazione, incidono in maniera significativa sia sulla redditività delle imprese, grazie all'elevata competenza professionale dei manager del fondo.

Questo lavoro, quindi, vuole studiare come l'attività di Private Equity può risolvere il problema della sottocapitalizzazione delle PMI, e fungere da motore per uno sviluppo sostenibile delle piccole e medie imprese italiane.

Capitolo 1. Cos'è il Private Equity

1.1 Inquadramento generale e caratteristiche dei fondi di PE

1.1.1 PE nel mondo e in Italia

1.1.2 Principali tipologie di investimento

1.1.3 Struttura dei fondi di PE

1.2 Ciclo di vita di un'operazione di PE

1.2.1 Fundraising

1.2.2 Processo di investimento

1.2.3 Gestione e creazione del valore

1.2.4 Strategie di exit

1.1 Inquadramento generale e caratteristiche dei fondi di PE

Con il termine Private Equity ci si riferisce “ *all’attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l’obiettivo della valorizzazione dell’impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine*”¹. Questa è la definizione adottata dall’AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), in linea con la concezione europea di questo fenomeno di investimento. In Europa, infatti, con il termine Private Equity si intendono tutte le tipologie di investimento nel capitale di rischio, senza fare distinzione per la fase di vita nella quale l’impresa si trova nel momento in cui riceve i fondi.

Quindi nel vecchio continente l’attività di Venture Capital è definita come una sottocategoria del Private Equity, tramite la quale si investe in imprese nelle prime fasi di vita.

Negli Stati Uniti invece le due attività di investimento sopracitate sono considerate due categorie distinte. Il finanziamento di imprese nelle prime fasi del ciclo di vita, con un alto potenziale di crescita viene chiamato Venture Capital, mentre il Private Equity ha per oggetto imprese più mature.

1.1.1 PE nel mondo e in Italia

È opinione comune che il fenomeno del Private Equity abbia avuto le sue origini negli Stati Uniti nel corso degli anni Quaranta. In questi anni è nata la prima società che investiva in società con un alto profilo di rischio. Il mercato USA del Private Equity è continuato a crescere, alternando fasi di boom e fasi più stazionarie. Alcune delle più grandi società tecnologiche che ora dominano il mercato si sono sviluppate grazie all’azione di questi fondi di investimento, come ad esempio Apple, Microsoft e molte altre. Il Venture Capital fu duramente colpito dalla bolla delle dot.com che nel 2000 causò numerosi write off². Negli ultimi anni il mercato americano ha ricominciato a crescere, raggiungendo numeri senza eguali, riuscendo ad investire nel 2019 oltre 300 miliardi di dollari. Il successo dei fondi statunitensi è dovuto a diversi fattori, come ad esempio la dimensione media dei fondi americani, che è nettamente superiore a quella di qualunque altro Paese, l’abilità

¹ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

² Svalutazione delle società

dei gestori di questi fondi nell'anticipare le tendenze del mercato ed infine la capacità di utilizzare al meglio le innovazioni connesse al progresso tecnologico e all'information technology.³

In Europa lo sviluppo del Private Equity è stato trainato dal Regno Unito, che da sempre è stato il centro finanziario del vecchio continente. Bisogna attendere i primi anni Ottanta per poter parlare di un mercato del Private Equity europeo; quando la Commissione Europea lanciò un programma per sostenere la cooperazione tra le società di Venture Capital europee. Successivamente l'attività di investimento nel capitale di rischio si diffuse anche nel resto d'Europa, principalmente in Germania e Francia. Oggi il settore del Private Equity in Europa è una realtà consolidata, che riesce a raggiungere anche elevati numeri in termini di raccolta e di investimento; infatti, secondo una ricerca di Invest Europe, principale associazione di riferimento per gli operatori di Private Equity, nel 2019 sono stati raccolti più di 100 miliardi di euro, e investiti 94 miliardi⁴.

L'anno simbolico per il Private Equity in Italia è il 1986, quando viene fondata l'AIFI (Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento). Successivamente il panorama normativo e istituzionale nel quale gli intermediari finanziari esercitavano la loro attività è cambiato considerevolmente. Dal 1987 è stato concesso anche agli istituti di credito e agli istituti centrali di categoria di investire direttamente nel capitale proprio di imprese non quotate. Altri due momenti fondamentali per lo sviluppo del Private Equity in Italia è stata l'istituzione dei fondi chiusi mobiliari nel 1993, principale veicolo di investimento, e l'emanazione del Testo Unico della Finanza, che introducendo la società di gestione del risparmio riformava tutto il settore dell'intermediazione finanziaria". Lo sviluppo del mercato del Private Equity in Italia è stato in linea con quello degli altri Paesi europei. C'è da dire però che alcune caratteristiche tipiche del tessuto imprenditoriale italiano, come l'elevata presenza di PMI a carattere familiare, riluttanti a cedere il controllo della gestione, e la ridotta dimensione delle imprese, non permettono lo sviluppo di operazioni di grande valore⁵. Nonostante ciò, negli ultimi anni questo settore è in forte crescita nel Bel Paese. Secondo uno studio condotto dall'AIFI in collaborazione con PWC, nel 2019 i fondi di Private Equity e di Venture Capital hanno registrato rendimenti lordi pari al 21,3%, in netto aumento rispetto l'anno precedente; inoltre si stima che nel decennio 2010-2019 gli operatori abbiano investito sul suolo Italiano un ammontare di circa 27 miliardi di euro.

³ A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020, sesta edizione

⁴ Europe Invest, *investing in europe: Private Equity Activity 2019*

⁵ A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020, sesta edizione

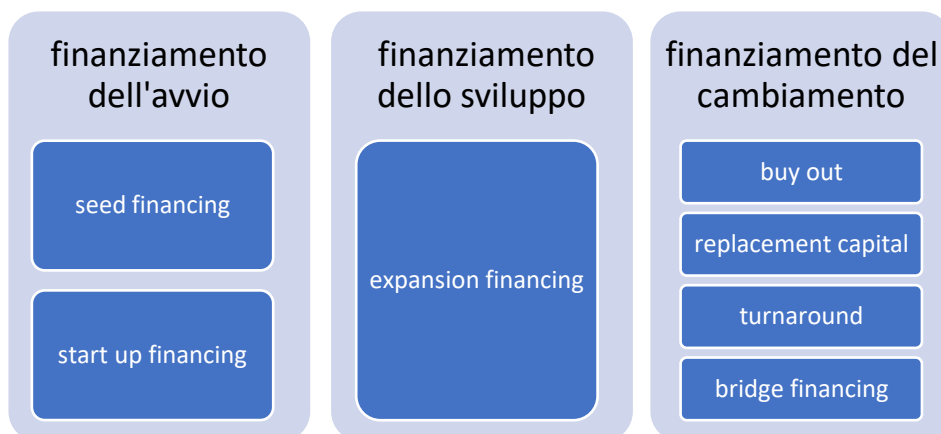
1.1.2 Principali tipologie di investimento

Si è soliti classificare le tipologie di investimento in relazione alla fase del ciclo di vita nella quale l'impresa target si trova. Seguendo questo ragionamento possiamo identificare tre macro-classi di investimento⁶:

- Finanziamento dell'avvio;
- Finanziamento dello sviluppo;
- Finanziamento del cambiamento/ trasmissione d'impresa.

Le prime due tipologie sono più caratteristiche dei fondi di Venture Capital, che grazie alle sue competenze non solo in campo finanziario ma soprattutto in ambito manageriale aiuta l'impresa a creare il suo business e a farlo crescere. La terza tipologia prevede oltre che ad un apporto di capitale da parte del fondo, anche che quest'ultimo ad esempio compia operazioni di ristrutturazione aziendale, oppure operazioni di buy out.

Più nel dettaglio il finanziamento dell'avvio è spesso identificato come *early stage*, questa categoria comprende le fasi di *seed financing*, durante la quale il fondo d'investimento finanzia l'idea che gli imprenditori gli presentano, e la fase di *start-up financing*, successiva al finanziamento del "seme", in questa fase così come riportato dall'European Data Cooperative il fondo investe in "società che hanno completamente terminato lo sviluppo del prodotto o servizio"⁷. Quando invece l'impresa target è più matura ma ha bisogno di capitale per crescere ed espandere il suo business si parla di *expansion financing*, in queste operazioni i fondi di solito assumono quote di minoranza e supportano nuovi progetti di business tramite aumenti di capitale. Infine, nell'ultima tipologia di investimento rientrano tutte quelle operazioni rivolte a imprese già mature e possono avere vari obiettivi. Le operazioni di *replacement capital* mirano a sostituire parte dell'azionariato non più attivo nella gestione, sotto il nome di *buy-out* invece rientrano quelle operazioni che mirano ad acquisire il controllo di una società, di solito tramite un alto livello di indebitamento (*leveraged buy out*). Si parla di *turnaround* quando l'investimento avviene in società che si trovano in una situazione di difficoltà finanziaria, in questo caso l'investitore istituzionale ha lo scopo di far uscire l'impresa target dallo stato di crisi in cui versa, e di conseguenza aumentandone il valore.



Fonte: elaborazione propria

⁶ A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020, sesta edizione

⁷ European Data Cooperative

1.1.3 Operatori del PE e struttura

Generalmente i fondi di Private Equity organizzano la loro attività sotto forma di *limited partnership*, questa struttura è caratterizzata da due tipi di figure istituzionali: i *general partners*, coloro che effettivamente gestiscono il fondo e i *limited partners*, gli investitori che forniscono il capitale ai general partner con lo scopo di investirlo. La limited partnership permette alla società di gestione, di separare il suo patrimonio da quello del fondo. In Italia lo strumento per realizzare tutto ciò è di solito il *fondo comune di investimento mobiliare chiuso*. Attualmente la disciplina di questi fondi è contenuta nel Testo Unico della Finanza⁸, secondo cui sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di organismi di investimento collettivo (OICR) aperti in misura superiore al 10%, in beni immobili e diritti reali immobiliari, in crediti e titoli rappresentativi di crediti e in altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale. La natura poco liquida degli asset oggetto di investimento del fondo chiuso rende questo strumento l'ideale per l'attività di Private Equity; inoltre bisogna ricordare che in quanto fondo chiuso i sottoscrittori delle quote non possono richiedere il rimborso delle stesse prima della scadenza del fondo, fornendo a questi organismi di investimento una maggiore sicurezza sul lato delle passività e maggiore autonomia ai gestori. Ora che abbiamo analizzato lo strumento che permette agli operatori istituzionali di investire nel capitale di rischio delle imprese, osserviamo quali sono gli investitori principali che operano nel mercato italiano. Molti sono operatori tradizionali, ma negli ultimi anni per seguire le esigenze del mercato stanno nascendo nuovi soggetti istituzionali.

Nel segmento early stage e expansion i più comuni operatori sono i *venture capitalists* che si occupano principalmente di finanziare start-up o imprese di piccole dimensioni; i fondi di venture capital raccolgono capitali e li investono con un'ottica di medio-lungo periodo. Questi fondi possono specializzarsi in base alla fase del ciclo di vita delle imprese in cui vanno ad investire o in riferimento al settore di appartenenza dell'impresa stessa. Un'altra tipologia di venture capitalists è rappresentata dagli impact fund, secondo l'Annual Impact Investor Survey 2017, *l'impact investing* consiste in investimenti fatti in imprese, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare un beneficio sociale misurabile o un impatto ambientale positivo, insieme ad un ritorno finanziario⁹. Un'altra figura attiva nell'attività di venture capital sono i *business angels*, differentemente dai venture capitalists questi soggetti non sono "investitori istituzionali", bensì operatori informali. I business angels possono essere persone fisiche o imprenditori che vogliono contribuire alla nascita e allo sviluppo di un progetto imprenditoriale apportando capitali propri, e a volte anche conoscenze specifiche del settore di provenienza.

Il *Corporate Venture Capital* viene definito dall'AIFI come "l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita, promossa da aziende medie e grandi direttamente tramite l'investimento

⁸ D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58

⁹ Annual Impact Investor Survey 2017

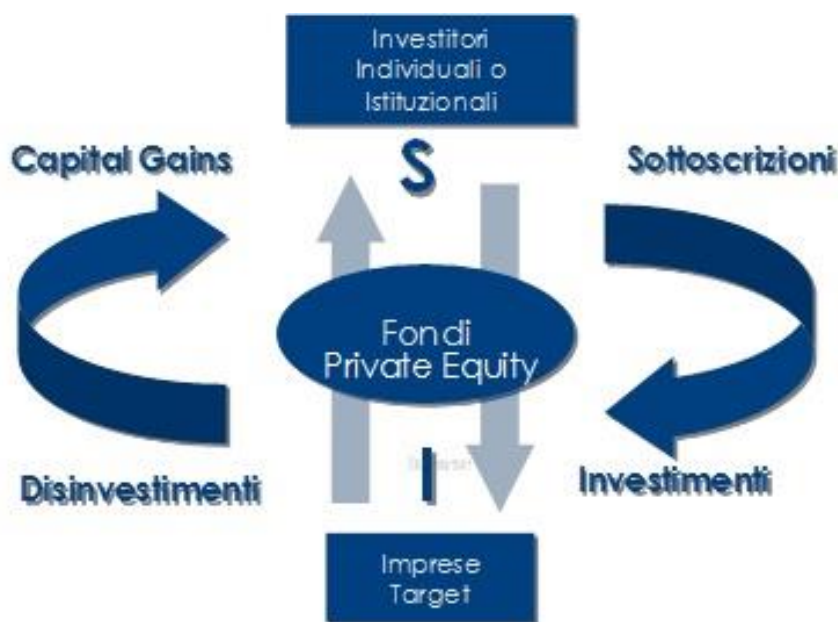
in equity o forme partecipative analoghe nelle suddette società o indirettamente tramite l'investimento in veicoli o fondi di investimento dell'azienda"¹⁰. Gli *incubatori* invece sono istituzioni diverse da quelle affrontate finora, e si occupano di fornire, oltre che risorse finanziarie, una serie di servizi a giovani imprenditori e start up. La caratteristica principale di questi operatori è che riescono ad *accelerare* il processo di crescita e sviluppo delle idee imprenditoriali che vengono "coltivate" dentro di essi; infatti, riescono a fornire competenze sia tecnologiche che manageriali in grado di velocizzare la realizzazione di un prodotto o di un servizio. Esistono due principali tipologie di incubatori, pubblici e privati. Gli operatori privati spesso sono *profit oriented*, in cambio dei loro servizi chiedono una partecipazione nell'impresa che si realizzerà. Altri operatori attivi nel mercato del Private Equity in Italia sono le SGR. Come si è detto precedentemente spesso le *società di gestione del risparmio* utilizzano come strumento per l'attività di investimento nel capitale di rischio il *fondo comune di investimento mobiliare chiuso*. Le SGR sono disciplinate nel TUF, che le identifica come intermediari specializzati che esercitano professionalmente e istituzionalmente un'attività di gestione del risparmio. Alcuni fondi gestiti da queste società sono rivolti esclusivamente ad investimenti immobiliari, altri invece sono più generalisti e possono comprendere più asset class. Da un punto di vista geografico distinguiamo due tipologie di operatori: le *investment companies* e gli *operatori pan-europei*. I primi prendono il posto dei *country funds*, quindi attuano strategie e investimenti concentrati in solo Paese; i fondi pan-europei invece investono anche fuori dai confini nazionali servendosi di advisor locali.

¹⁰ AA.VV., *Guida al Corporate Venture Capital*, AIFI, Milano 2018

1.2 Ciclo di vita di un'operazione di Private Equity

Il ciclo di vita di un'operazione di Private Equity è molto legato al tipo di investimento che si va ad eseguire e alle caratteristiche dell'impresa target. Detto ciò, è possibile delineare delle fasi comuni a tutte le tipologie di operazioni: raccolta, investimento, gestione e disinvestimento.

Il fondo per poter operare deve avere dei capitali a disposizione, questi vengono raccolti durante la fase di *fundraising*, nella quale i gestori del fondo organizzano degli incontri con gli investitori. Documento fondamentale in questa fase è l'*information memorandum*, che contiene tutte le informazioni sensibili su cui i potenziali investitori baseranno la loro scelta di fornire o meno i loro capitali alla società di gestione. Dopo aver raccolto una soglia minima di capitali il fondo è pronto per operare, in questo momento inizia la fase centrale del ciclo di vita di un fondo di Private Equity. Il processo di investimento è molto delicato e comprende numerose fasi, che verranno affrontate più nel dettaglio nei paragrafi successivi. La scelta dell'impresa target cambierà a seconda del tipo di operazione che il fondo intende portare avanti. Una volta completata l'analisi delle diverse opportunità di investimento si passa alla lettera di intenti, tramite la quale chi investe comunica all'altra parte quali sono le sue intenzioni. A questo punto si analizzano i documenti dell'impresa target e inizia il processo di *due diligence* per valutare l'operazione e il prezzo a cui concludere l'acquisizione.



Fonte: www.bankpedia.org¹¹

Spesso il lavoro del fondo d'investimento non finisce con la firma del contratto, ma continua fornendo supporto sia manageriale che tecnico. Lo scopo dell'operazione è accrescere il valore della partecipazione che si è assunta, e per fare ciò c'è bisogno che il fondo assuma un ruolo attivo nella gestione dell'impresa target. Il ciclo di vita di un fondo si conclude con il *disinvestimento*. Questa è una fase cruciale, perché è qui che l'operatore può realizzare un *capital gain*. Ci sono diversi modi tramite i quali gli investitori possono

¹¹ https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=21777

monetizzare il loro investimento, i più comuni sono la vendita della partecipazione ad un altro operatore di private equity, la vendita ad un soggetto industriale, il cosiddetto *trade sale*, oppure si può avere la quotazione sul mercato tramite un'IPO. Tutte queste strategie di *exit* presentano caratteristiche e costi diversi, quindi vanno valutate attentamente in fase di analisi¹².

1.2.1. Fundraising

Come si è detto in precedenza, il ciclo di vita di un'operazione di Private Equity inizia con l'attività di *fundraising*, tramite la quale gli investitori forniscono i capitali al fondo necessari per attuare gli investimenti nel capitale di rischio. L'attività di raccolta non può essere improvvisata, ma va studiata attentamente, ogni scelta va ponderata in base alla strategia di investimento che si vuole adottare.

Secondo l'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) è possibile suddividere l'attività di fundraising in 7 fasi¹³:

1. Identificazione del mercato target;
2. Pre-marketing;
3. Strutturazione del fondo;
4. Preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
5. Incontri con i potenziali investitori;
6. Preparazione della documentazione legale;
7. Closing.

La prima fase del processo di raccolta è sicuramente quella dalla maggiore valenza strategica, decidere in quale mercato cercare i fondi, e a quali investitori rivolgersi è una delle scelte più decisive che il gestore deve affrontare. Il fondo può essere diretto sia ad investitori nazionali che internazionali, anche se questi avranno bisogno di un ampio e convincente *track record* su cui basarsi per concedere i loro capitali ad un operatore straniero. In questa fase alcuni intermediari si avvalgono di figure chiamate *placement agent* per la raccolta di capitali presso soggetti esterni. Le società di placement permettono di incrociare domanda e offerta di capitali grazie al collocamento delle quote dei fondi comuni presso investitori istituzionali che sono interessati ad investire nel Private Equity. Un'altra scelta importante è a quali investitori rivolgersi, data la natura illiquida dell'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate e investimenti minimi generalmente elevati, l'investitore tipo è un operatore professionale, come ad esempio fondi pensione, banche, assicurazioni e fondi di fondi. Di recente però i fondi si stanno avvicinando al segmento *retail* offrendo prodotti più adatti a questo tipo di investitori.

La dimensione del fondo è una variabile fondamentale nella strategia di raccolta, nonché un'informazione essenziale da comunicare ai potenziali investitori. La dimensione dipenderà dalla politica di investimento della

¹² A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

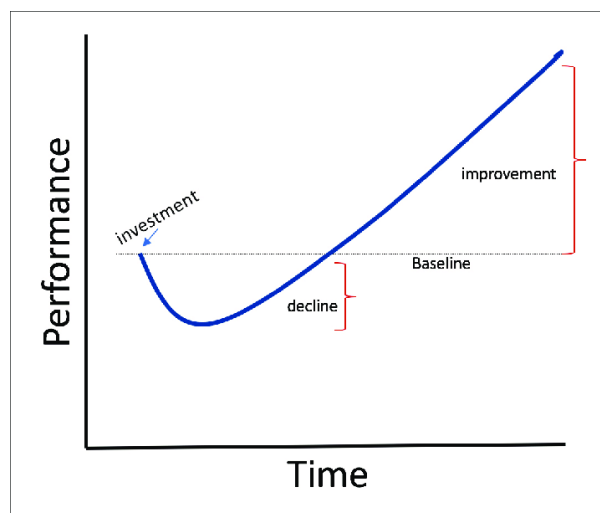
¹³ AIFI, <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/raccolta/>

Società di gestione, se sarà indirizzata verso investimenti di grande taglio per garantire una efficiente diversificazione, il fondo avrà bisogno di molti capitali per poter operare.

Una volta identificato il mercato target ed aver delineato una precisa strategia di investimento si passa all'elaborazione e alla distribuzione del *materiale di marketing*. Il documento più importante in questa fase è sicuramente *l'information memorandum*. All'interno di questo documento saranno contenute le principali informazioni che un investitore deve conoscere:

- Breve descrizione della società di gestione;
- Descrizione del fondo;
- Descrizione della strategia di investimento;
- Contesto di mercato nella quale si colloca l'iniziativa;
- Informazioni sul processo di investimento;
- Profilo dei componenti del team di gestione;
- Termini e condizioni del fondo;
- Profilo ESG;
- Track record.

L'information memorandum si apre con una descrizione della mission e della storia della SGR, successivamente si passa ad una descrizione più dettagliata delle politiche di investimento e dell'iniziativa in particolare che si sta proponendo. Il documento di marketing deve anche far capire agli investitori dove si colloca l'iniziativa proposta nel mercato di riferimento, quindi analizzando i competitors altri fattori di mercato. Inoltre, è buona norma illustrare come procede l'analisi delle opportunità di investimento da parte del team di gestione e se vi sono aziende in due diligence. Questa fase aiuta l'investitore a comprendere meglio il processo di investimento. Gli investimenti di Private Equity sono caratterizzati tutti da un'ottica di medio lungo periodo, inoltre solitamente i rendimenti di queste operazioni seguono un andamento negativo inizialmente e positivo verso la maturità del fondo. Questo fenomeno è conosciuto sotto il nome di J-Curve



effect, proprio per questo motivo gli investitori saranno molto più favorevoli a fornire capitali per un portafoglio già parzialmente strutturato.

A questo punto il focus si sposta sulle persone che compongono il team di gestione. Il Private Equity è un settore dove il fattore umano conta molto, più di tutte le altre asset class, questo perché gli investment manager non devono solo valutare bilanci e fare proiezioni, ma spesso devono interfacciarsi con piccoli imprenditori e giovani visionari, e le capacità interpersonali sono quelle che fanno la differenza sia nelle fasi di *dealing* che in quelle di gestione dell'investimento. Gli investitori istituzionali sono infatti interessati a conoscere i componenti del team di gestione, più nello specifico nella loro valutazione prestando molta attenzione alle esperienze passate dei singoli, ma anche ai progetti che hanno già portato avanti insieme. In questo settore il *track record* e quindi le esperienze passate sono l'indicatore base per valutare il management di un fondo di investimento, a patto che questo rimanga coerente alle politiche di gestione adottate in precedenza. Gli investitori in questa fase di *due diligence* vengono informati anche delle politiche di governance adottate dalla società di gestione e dei sistemi di incentivi, preferiscono infatti che le commissioni pagate al fondo vengano distribuite a tutti i membri della squadra di gestione, in modo da incentivare maggiormente i singoli a contribuire alle performance del fondo. Ovviamente la struttura delle commissioni imputate alla società di gestione è un elemento discriminante nella scelta dell'operatore a cui affidare il proprio capitale. Generalmente i costi tra i diversi operatori di Private Equity sono molto simili, si è diffusa infatti una politica del "2-20", la commissione di gestione, che va a coprire le spese di management del fondo come, ad esempio, stipendi e altre spese fisse si aggira intorno al 2%, mentre la componente più interessante è il cosiddetto *carried interest*. Questo incentivo ha il compito di allineare gli interessi degli investitori con quello dei gestori, viene calcolato come percentuale sul capital gain che gli investitori ricevono, dopo aver superato un determinato livello "garantito" dal fondo, e solitamente è il 20%.

Una volta che gli incontri con gli investitori sono iniziati l'obiettivo del fondo è quello di arrivare al *primo closing*, che servirà da garanzia per gli altri investitori. Successivamente investitori e gestori negoziano le condizioni contrattuali, che porteranno alla redazione dei documenti da firmare per il *closing*.

Tipicamente l'attività di fundraising può avvenire in più fasi, la prima di solito si conclude una volta raggiunto l'*hard cap*, l'ammontare necessario per iniziare ad implementare le strategie di investimento. Il periodo per la raccolta può variare sensibilmente a seconda dei casi, ma generalmente si aggira tra i 18 e i 24 mesi.

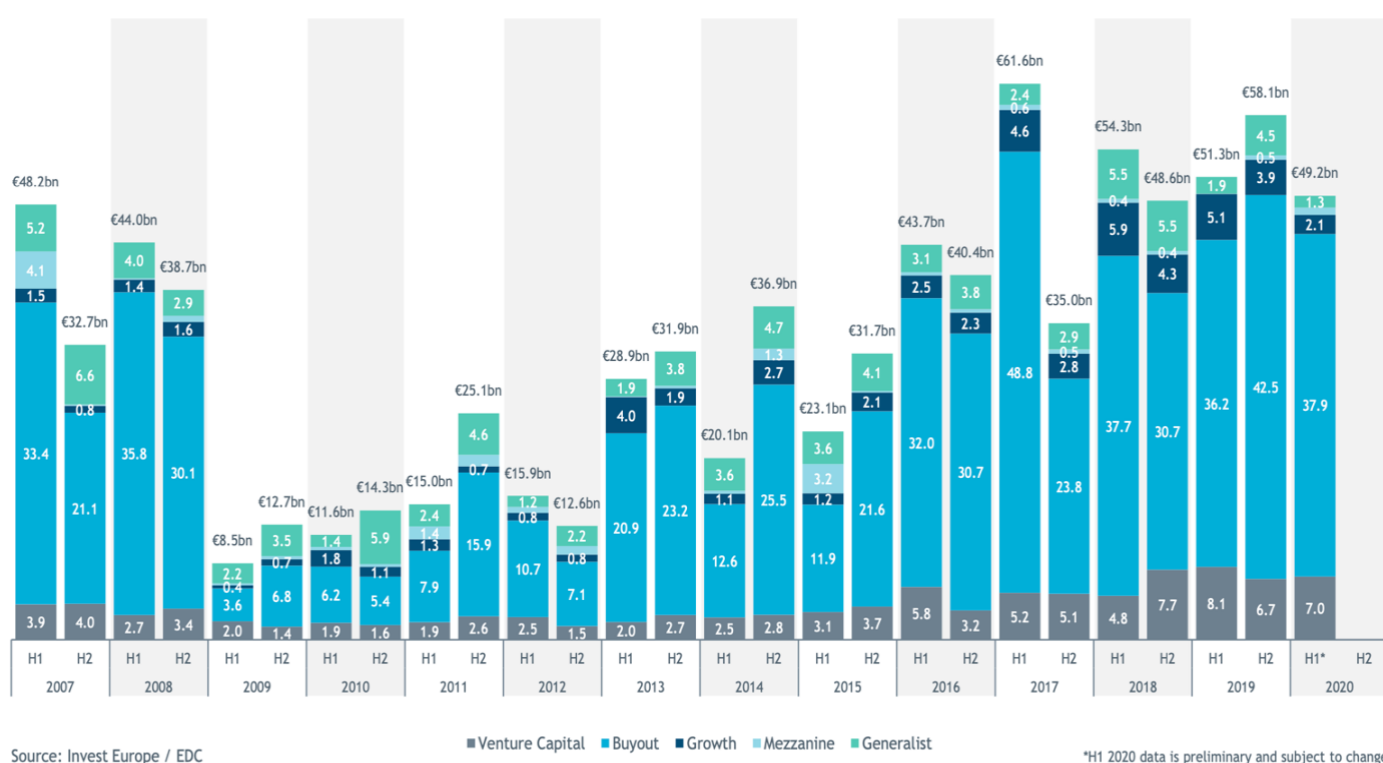
Il grafico qui riportato mostra i risultati di una ricerca¹⁴ condotta da Invest Europe riguardante le attività di fundraising, investimento e disinvestimento dei fondi di Private Equity e Venture Capital in Europa nel 2020. È facile notare che la crisi del 2007-2008 ha avuto un grande effetto su questa asset class, ma i dati relativi alla raccolta di capitali negli ultimi anni mostrano un netto miglioramento.

Si può notare infatti, come i dati riferiti alla raccolta di capitali per il 2020 siano superiori ai valori pre-crisi, con una raccolta pari a 49,2 miliardi di euro.

¹⁴ Invest Europe, Investing in Europe: Private Equity Activity H1 2020, Statistics on Fundraising, Investments and Divestments

All Private Equity - Funds raised by fund stage focus

2007-H1 2020 - Incremental amount raised during the year

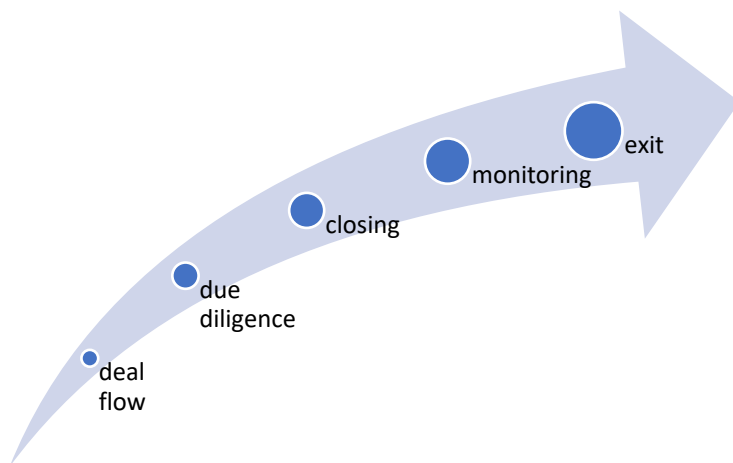


Fonte: Investing in Europe: Private Equity Activity H1 2020

1.2.2 Processo di investimento

Una volta raggiunto l'*hard cap* il fondo di investimento ha capitali a sufficienza per iniziare la fase di investimento vero e proprio. Il processo di investimento è molto lungo e complesso, e differisce in base al tipo di operazione che si andrà ad implementare (*buy out, start up...*). Nonostante le possibili differenze che si possono trovare nella pratica dell'attività di investimento, è possibile delineare delle fasi comuni:

- 1 Individuazione dell'impresa target;
- 2 Valutazione del profilo imprenditoriale e/o del management team;
- 3 Valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione;
- 4 Trattativa e definizione del prezzo;
- 5 Monitoraggio dell'operazione;
- 6 Disinvestimento.



Per individuare le migliori imprese target l'investitore deve essere in grado di generare un consistente *deal flow*, ovvero un flusso di opportunità, solo in questo modo può garantire un crescente numero di investimenti di successo anche in futuro. Questa capacità dipende da diversi fattori. Innanzitutto, le caratteristiche dell'operatore giocano un ruolo fondamentale nella creazione di un *deal flow* di successo. È facile comprendere che per investitori con molta esperienza e ben riconosciuti anche a livello internazionale sia più facile trovare buone opportunità d'investimento, spesso quando un fondo arriva ad alti livelli sono le imprese in cerca di partner finanziari che li cercano. C'è da dire che solo nei mercati più finanziariamente evoluti, come USA e UK, ad esempio, si trovano queste situazioni; in mercati come l'Italia spesso gli imprenditori non conoscono gli operatori di Private Equity e non sanno i numerosi vantaggi che questi possono apportare alla loro impresa, saranno quindi gli investitori in seguito ad una approfondita analisi a scovare i migliori business in cui entrare. La tipologia di operazione che i fondi andranno ad eseguire gioca un ruolo principale nell'individuazione delle imprese target. Un fondo generalista, ad esempio, indirizzerà in maniera diversa il proprio marketing rispetto ad un fondo che si concentra negli investimenti in start up high tech.

Una volta generato un consistente *deal flow*, il team di gestione si concentrerà sulla valutazione del profilo imprenditoriale e del management delle potenziali imprese target. Le operazioni di Private Equity hanno una durata che difficilmente supera i 5-7 anni e per compensare la loro rischiosità richiedono elevati rendimenti, per questo motivo l'impresa target ideale è caratterizzata da un elevato tasso di crescita prospettico, e con degli obiettivi futuri bene definiti, in grado di generare alti flussi di cassa. Ovviamente, non può esistere l'impresa perfetta che vada bene per tutte le tipologie di operazioni, ogni classe di investitore preferirà delle caratteristiche al posto di altre. Nelle operazioni di buy out i fondi ricercano imprese di medie-grandi dimensioni, attive in settori maturi con un management di elevata qualità, nel caso dello start up financing o addirittura del seed financing gli investitori saranno alla ricerca di personalità creative e geniali, attive in settori all'avanguardia e in rapida crescita.

Secondo una ricerca¹⁵ di Invest Europe, nel primo semestre del 2020 sono stati investiti nel vecchio continente circa 36,2 miliardi di euro. La maggior parte di questa cifra è stata destinata ad operazioni di buy-out, mentre

¹⁵ Invest Europe, Investing in Europe: Private Equity Activity H1 2020, Statistics on Fundraising, Investments and Divestments

le operazioni di Venture Capital sono state le più numerose, con 2212 investimenti effettuati, anche se meno significative dal punto di vista del valore.

Ci sono comunque delle caratteristiche generali come il tipo di business e il posizionamento strategico competitivo che sono considerate essenziali nella valutazione di un investimento da tutti gli operatori. Il management è un altro di questi fattori, come è stato detto in precedenza, il vero valore aggiunto che definisce un'operazione di successo è il capitale umano, sia dal lato dell'investitore, ma soprattutto dal lato dell'impresa target. Gli operatori vogliono collaborare con persone capaci, con obiettivi audaci e di lungo termine che siano in grado di guidare l'azienda e possono sfruttare al meglio i capitali che i fondi investono nella loro impresa. Un buon prodotto non è niente senza un imprenditore o un management di esperienza. I rapporti instaurati tra fondo e impresa target sono di natura contrattuale e patrimoniale, ma senza una corrispondenza a livello umano è difficile che le operazioni possano andare a buon fine. Gli investimenti di Private Equity sono basati sulla fiducia reciproca tra investitore e imprenditore/ management, e su un allineamento di interessi tra queste due parti. Inoltre, è fondamentale che l'imprenditore sia accompagnato da una squadra coesa nella gestione dell'impresa, i fondi cercano squadre di gestione complete su tutte le aree.

Da un punto di vista strategico il team di gestione del fondo di investimento presta molta attenzione alla dimensione del mercato, al piano di marketing ed alla strategia di mercato¹⁶. La dimensione totale del mercato è importante per definire la quota di mercato potenziale che l'impresa target può raggiungere, mentre il piano di marketing descrive più nello specifico le azioni che il management intende intraprendere per raggiungere i livelli di vendita desiderati e gli altri target di mercato. La strategia che l'impresa adotta delinea il suo posizionamento all'interno del mercato di appartenenza. In generale l'operatore di Private Equity cerca un prodotto o un servizio caratterizzato da una forte differenziazione rispetto ai competitors, capace di mantenere il vantaggio competitivo anche nel lungo termine.

Spesso per gli investitori nel capitale di rischio è molto difficile trovare imprese che soddisfino tutti i requisiti richiesti, per questo motivo le migliori imprese ricevono proposte da diversi operatori, e sta a loro scegliere con chi collaborare. Vediamo allora cosa cerca un'impresa in un investitore istituzionale. Prima di tutto bisogna dire che fondi ed investment companies non forniscono solo capitale, ma anche una serie di servizi essenziali allo sviluppo dell'impresa stessa, infatti forniscono supporto strategico e finanziario, pianificazione fiscale, apporto di management altamente qualificato, creazione di network e miglioramento dell'immagine con il pubblico ed in particolare con le banche.

La scelta di accettare un nuovo socio piuttosto che un altro nella compagine azionaria è dettata da diversi fattori, bisogna valutare cosa questo socio può portare all'impresa che altri non possono. Ad esempio, se il management di un'impresa è deciso che la quotazione in borsa sia un obiettivo prioritario si rivolgerà ad investitori specializzati in *bridge financing*, ovvero quegli investimenti che hanno l'obiettivo di quotare l'impresa target sul mercato. È essenziale quindi che gli obiettivi del management siano allineati con il tipo di

¹⁶ A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

operazione che l'investitore ha intenzione di implementare. Un altro fattore da considerare è la dimensione dell'operazione. Se un'impresa ha bisogno di un ingente quantità di capitale per portare avanti i suoi progetti di investimento farebbe meglio a rivolgersi ad un fondo di grandi dimensioni, abituato a gestire grandi operazioni. Una volta che sono stati soddisfatti tutti i requisiti bisogna sempre ricordarsi che se non si sta cedendo l'intera proprietà dell'impresa, quello che si sta scegliendo è un socio, cioè un partner che seppur per un periodo limitato di tempo dovrà lavorare a stretto contatto con l'imprenditore, spesso anche in conflitto, quindi un altro fattore da considerare è quello umano. È preferibile scegliere un buon partner anziché sceglierne uno di cui non ci si fida ma che darà all'impresa una maggiore valutazione. Il parametro monetario spesso non è l'indicatore migliore per scegliere un investitore.

Durante la fase di analisi il team di gestione analizza una serie di documenti economico-finanziari per valutare l'effettiva bontà dell'investimento, il più importante dei quali è sicuramente il *business plan*.

L'AIFI in collaborazione con il colosso della consulenza aziendale PwC ha redatto una guida chiamata appunto "Guida al Business Plan"¹⁷, per aiutare gli imprenditori e i manager che vogliono presentare il loro progetto ad un fondo di investimento di Private Equity. Il Business plan viene definito come " un documento che illustra in modo quantitativo e qualitativo le strategie future dell'azienda e le azioni da intraprendere per perseguire tali strategie". Questo documento può avere diverse finalità:

- Comunicare una strategia comune alle diverse unità aziendali;
- Essere un mezzo che permette di controllare la gestione dell'impresa;
- Incentivare il management tramite il raggiungimento di determinati target;
- Comunicare le informazioni necessarie a soggetti interessati ad investire nell'impresa.

Questo documento di solito copre un arco temporale che va dai 3 ai 5 anni, quindi ha bisogno di essere continuamente aggiornato, e può servire come metodo di valutazione per il management per capire se effettivamente sono stati raggiunti quegli obiettivi che erano stati fissati. Il Business plan tratta diversi argomenti, il prodotto ovviamente ma anche tematiche più di mercato come l'analisi del settore e delle strategie di marketing, ma è necessario che contenga anche informazioni sulla struttura finanziaria dell'impresa o del progetto di investimento. Una parte fondamentale è l'*executive summary* che sintetizza il progetto imprenditoriale che il management ha intenzione di attuare nel futuro e per il quale sta chiedendo i

¹⁷ PwC, AIFI, "Guida al Business Plan"

fondi, è essenziale perché sarà la lettura di questo documento a suscitare o meno l'interesse dell'investitore nell'approfondire questa opportunità.

Passando dal lato di chi vuole investire è importante capire come valutano i Business plan i fondi di investimento e i loro analisti. Il team di gestione si occuperà di analizzare tale documento e lo valuterà in relazione a determinati prerequisiti, che sono innanzitutto la *sostenibilità finanziaria*. Dal business plan deve evincere in maniera chiara e precisa come il management intende utilizzare i fondi e soprattutto che fonti di finanziamento intende scegliere. Un altro criterio è la *coerenza*, questa si manifesta nel fatto che la strategia che il management intende adottare, le fonti di finanziamento e la realtà aziendale si incastrino bene tra di loro, e che quindi i piani aziendali si riflettano in maniera uniforme nelle azioni che verranno effettuate.

Ovviamente affinché un progetto venga accettato deve essere attendibile, nel senso che deve essere basato su ipotesi realistiche, e deve riportare risultati attesi credibili¹⁸.

Una volta aver analizzato il business plan della potenziale impresa target si entra nel vivo della fase di *valutazione* e di *due diligence*. Lo scopo di questi processi è quello di trovare un valore che sia il più possibile vicino al *fair price* del progetto di investimento. Questa fase è molto delicata per una serie di motivazioni, innanzitutto il rendimento futuro che il fondo riuscirà ad ottenere in seguito allo smobilizzo della propria partecipazione dipende in maniera molto forte dal prezzo per il quale acquisterà la stessa, una stima elevata porterà senza dubbio ad un minore rendimento. Un altro motivo per il quale il processo di valutazione è molto importante è che differentemente dalle società quotate le imprese oggetto di investimento di Private Equity non sono iscritte in un'istituzione che definisce un prezzo certo per le loro azioni o quote in ogni momento, quindi il valore di queste va stimato, ed in seguito a delle fasi di contrattazioni si arriva ad un prezzo reputato idoneo dalle parti, ma che nessuno può definire "giusto" su base definitiva.

Come si è ben capito, l'attività di valutazione d'impresa si basa sulle stime che gli analisti fanno sulle società in esame. Nel corso di questo paragrafo verranno analizzati alcuni dei metodi più popolari nell'ambito della valutazione di imprese target. Il metodo in assoluto più diffuso è quello dei *multipli*. La logica sottostante il metodo dei multipli è molto semplice, si scelgono dei parametri di riferimento come ad esempio il fatturato, l'EBIT o l'EBITDA, e si utilizzano dati di società quotate o che sono state già oggetto di valutazione per stimare i multipli da utilizzare nel calcolo dell'*enterprise value*, ovvero il valore totale della società considerando sia l'equity che il debito. Le imprese utilizzate per ricavare i multipli devono essere *comparable* con l'impresa target sulla quale si sta svolgendo l'analisi, devono ad esempio essere nello stesso settore, o devono operare nella stessa area geografica, o comunque devono possedere delle caratteristiche che le rendano comparabili con l'impresa target. Una volta individuate le comparables si rapporta il loro *enterprise value* alle poste di bilancio precedentemente menzionate (fatturato, EBIT e EBITDA), in questo modo si ottengono i multipli. A questo punto è sufficiente moltiplicare il multiplo con il relativo indicatore dell'impresa target per

¹⁸ A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

trovare il valore totale dell'impresa, a cui verrà sottratta la *posizione finanziaria netta* per ottenere lo *shareholder value*. È facile notare che la difficoltà di questo processo è l'individuazione del multiplo giusto e delle comparables, è qui infatti che risiede tutta la valutazione. Ovviamente non esiste un multiplo giusto a priori, questo sarà il risultato di diverse stime ed approssimazioni, e spesso in sede di contrattazione sarà il dato più importante su cui confrontarsi. Un altro metodo di valutazione sempre basata sull'utilizzo di multipli è il *metodo price/Earnings*. La particolarità di questo metodo è la sua facilità di applicazione dato che il valore si ottiene moltiplicando l'utile netto dell'impresa target con l'indice P/E dell'impresa comparabile. Nella stima del multiplo la pratica più diffusa è quella di calcolare un indice P/E medio di un gruppo di imprese comparabili, ma esistono metodi più accurati per effettuare delle stime più precise utilizzando ad esempio la regressione lineare per stimare la relazione tra il prezzo e il fatturato ed in questo modo basta inserire il fatturato dell'impresa da valutare all'interno del modello per ricavarne il prezzo.

Il metodo del *discounted cash flow* si applica stimando i flussi di cassa futuri e attualizzando gli stessi con un apposito tasso di sconto, per poi sommarli successivamente. Le criticità di questo metodo sono due: la stima dei flussi di cassa futuri e la scelta del tasso di attualizzazione.

Il *free cash flow* si ottiene partendo dall' EBIT al quale vengono sottratte le imposte, ottenendo quindi il NOPAT (*Net Operative After Taxes*). Successivamente vengono aggiunte tutte le componenti positive riguardanti i flussi di cassa, e sottratte quelle negative. Infine, viene sottratto la variazione positiva di capitale circolante e sommata quella negativa, a questo punto si ottiene il flusso di cassa diretto a remunerare gli investitori e i creditori. Per attualizzare i flussi di cassa futuri viene utilizzato di solito il *costo medio ponderato del capitale* (WACC), che rappresenta la remunerazione media per gli azionisti e per i creditori dell'impresa. Si calcola infatti come media del costo dell'equity e costo del debito ponderati per il peso del capitale proprio e del debito sul valore totale dell'impresa.

$$WACC = \frac{r_e E}{V} + \frac{r_d D}{V}$$

Ove:

r_e = costo dell'equity

r_d = costo del debito

E = valore dell'equity

D = valore del debito

E = valore dell'equity

V = valore totale dell'impresa = $E + D$

Tra queste variabili merita una nota il costo dell'equity, che rappresenta il rendimento richiesto dagli azionisti per il capitale investito, viene calcolato sfruttando la formula del capital asset pricing model :

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

r_f = risk free rate

r_m = rendimento del mercato

β = beta dell'impresa

Il risk free rate è il tasso di interesse percepito per investimenti senza rischio, la variabile più critica nella formula sopra indicata è senza dubbio il beta, che misura la sensitività di un'azione od un titolo al movimento del mercato. La stima del beta per le imprese quotate è un processo di routine, dal momento che tutti i dati relativi ai prezzi delle azioni sono completamente disponibili, nell'ambito del private equity questo calcolo diventa molto più difficile se non impossibile. Per ovviare a questo problema, spesso si utilizza il beta di società simili o il beta di settore, ottenuto come media dei beta delle aziende appartenenti allo stesso settore dell'impresa da valutare.

Una volta calcolate tutte le variabili si procede all'attualizzazione dei flussi di cassa e alla successiva sommatoria, in modo da ottenere il valore corrispondente dell'impresa al momento della valutazione.

L'ultimo metodo che verrà analizzato è il *venture capital method*, che come suggerisce il nome è più comune nelle operazioni di venture capital. La logica sottostante all'utilizzo di questa procedura è che tipicamente le operazioni di Venture Capital così come quelle di Private Equity in generale, sono caratterizzate da un investimento iniziale, che può avvenire in più tranches, e da flussi di cassa in entrata futuri, che terminano con il disinvestimento. Nel venture capital method gli analisti individuano il valore a cui riusciranno a smobilizzare la partecipazione, chiamato terminal value, e lo attualizzano per un tasso di sconto in base al rischio che associano al progetto. Il terminal value viene stimato utilizzando i multipli solitamente, mentre il tasso di attualizzazione è solitamente compreso tra il 30% ed il 70%.

1.2.3 Gestione e creazione del valore

Come già è stato detto in precedenza, l'obiettivo ultimo dell'investitore di Private Equity è quello di ottenere un capital gain dallo smobilizzo della sua partecipazione, per far sì che questo avvenga il valore dell'impresa in generale deve crescere. In questo paragrafo verranno esaminate le modalità tramite le quali gli operatori professionali accrescono il valore delle imprese target, al di là dell'apporto di capitali. Gli investitori istituzionali forniscono una serie di servizi accessori che rendono più produttivo il capitale che vanno ad investire. I servizi che possono offrire spaziano dalla consulenza finanziaria, alla creazione di un network ed interessano tutte le aree di business dell'impresa partecipata.

Le imprese in fase di crescita, o in fase di costituzione hanno un notevole fabbisogno di capitali per implementare tutti i progetti di crescita che hanno intenzione di realizzare, ma spesso l'investitore istituzionale può fare di più, può inserire l'impresa in un circuito di contatti che supporteranno la sua crescita. Questa capacità di networking dell'operatore è dovuta alla lunga esperienza che ha nel settore specifico al quale l'impresa appartiene. Uno studio condotto su 200 operazioni di Private Equity nei maggiori mercati europei e negli USA, ha mostrato come l'esperienza del gestore in un determinato settore sia correlata positivamente con il successo di operazioni nel capitale di rischio di imprese appartenenti a quel determinato settore¹⁹. Il risultato appena esposto può essere spiegato dal fatto che durante il periodo di attività il gestore sviluppa una fitta rete di conoscenze con operatori strategici del settore, fornitori, clienti, competitors, in questo modo una volta aver investito in una nuova imprese può trasferire questo capitale immateriale nella nuova impresa.

Spesso gli investitori istituzionali non si limitano solo a suggerire nuovi contatti, ma intervengono direttamente sul management dell'impresa partecipata. È pratica comune, soprattutto quando il fondo detiene una quota di maggioranza, scegliere nuovi membri del management team, solitamente di alto profilo e con una grande esperienza nel settore in cui andranno ad operare.

Un'indagine condotta sulla qualità del management nelle società controllate da investitori istituzionali mostra come queste ultime presentino un team di gestione nettamente superiore rispetto a qualunque altro tipo di società²⁰. Un miglior management si traduce in una migliore gestione dell'impresa, che porta ad una maggiore redditività non solo nel breve termine, ma soprattutto nel lungo periodo. Un management esperto e di alto profilo punterà su una crescita sostenibile, che nel lungo periodo aumenterà il valore dell'impresa, in modo da allineare gli interessi di tutti gli azionisti con quelli del management.

Generalmente la gestione ordinaria dell'impresa è affidata al management o all'imprenditore, l'operatore di Private Equity può dettare le linee guida, ma anche se coinvolto attivamente nelle politiche aziendali non può occuparsi della gestione ordinaria dell'organizzazione. Quello che può fare è supportare e dirigere tutto quello che è "straordinario". Solitamente gli investitori istituzionali sono molto attivi nei processi di internazionalizzazione e di crescita esterna, grazie alle loro competenze sia in ambito manageriali, ma soprattutto tecniche. Spesso le piccole imprese durante la fase di crescita hanno paura di affacciarsi sui mercati stranieri, per una mancanza di conoscenze in quei Paesi, o perché il processo di espansione richiederebbe uno sforzo economico che non possono sostenere. L'operatore istituzionale grazie alla sua fitta rete di rapporti, e ai capitali che fornisce, guida l'impresa durante questo processo aiutandola ad aprire nuove sedi in altri Paesi e ad inserirsi nei rispettivi mercati. Per fare ciò si può sfruttare la crescita per vie esterne, ovvero tramite fusioni e acquisizioni. La grande esperienza del management del fondo di investimento nel campo della finanza aziendale e più nello specifico nel M&A può essere utilizzata per compiere operazioni di finanza straordinaria, come l'acquisizione di un competitor o una fusione con un'impresa già attiva nel mercato nel

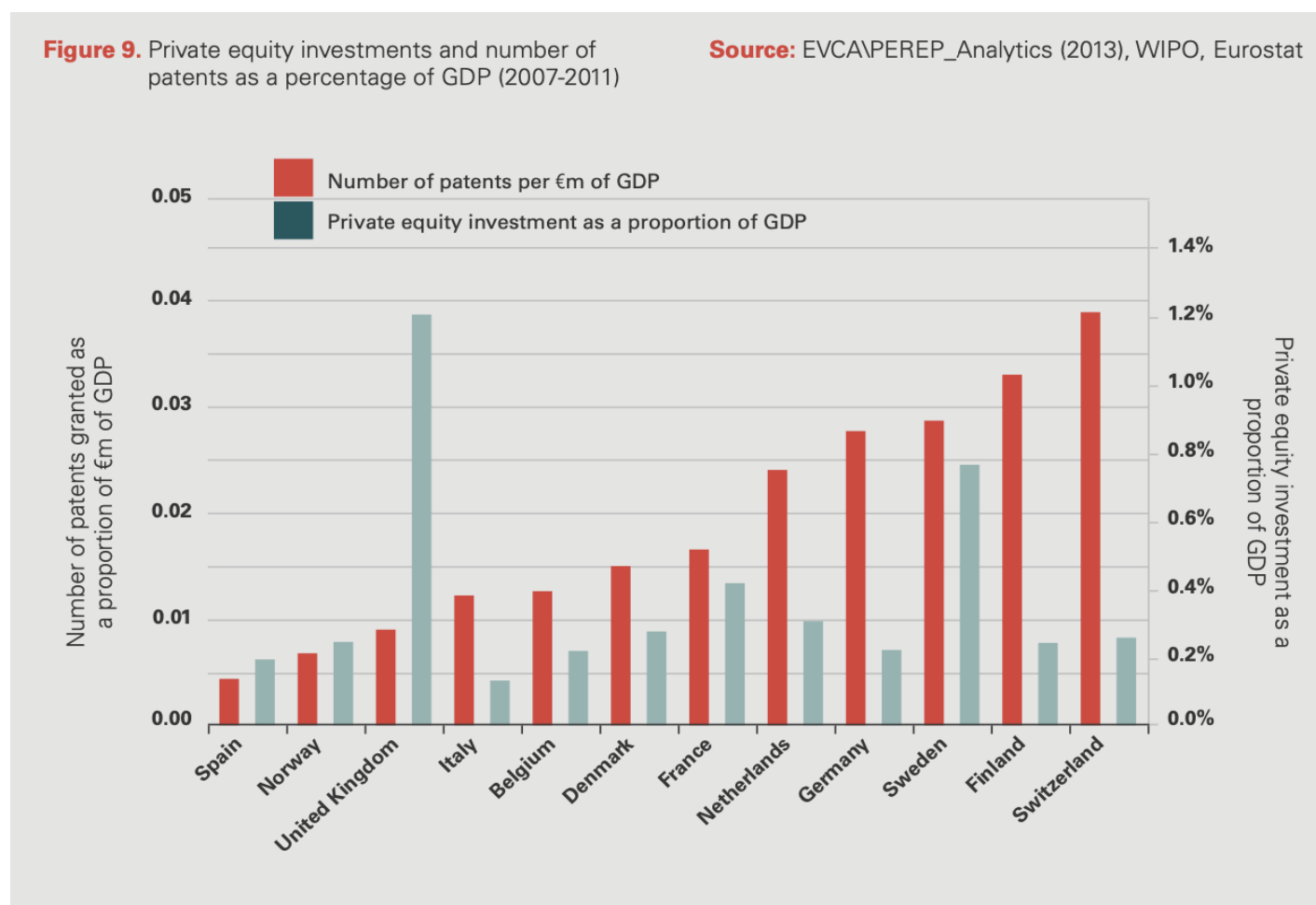
¹⁹ H.J. Sapienza, S. Manigart, W. Vermeir, "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 11,6,1996.

²⁰ N. Bloom, R. Sadun, J. van Reenen, *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?*, Globalization of Alternative Investments Working paper Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report, 2009.

quale si vuole entrare. Le operazioni di fusione e acquisizione sono molto utili anche nel caso si voglia aggiungere una nuova business unit, infatti spesso è preferibile acquisire un'impresa già formata ed esperta in quel settore in modo da appropriarsi non solo dei suoi contatti, ma anche delle competenze tecnologiche.

Le conoscenze finanziarie dell'investitore istituzionale sono spendibili in numerose situazioni, il lato finanziario è di fondamentale importanza per le imprese in fase di sviluppo. L'impresa potrebbe approfittarne per migliorare il suo standing creditizio, la sola presenza dell'investitore nella compagine societaria migliora la sua immagine agli occhi dei creditori e delle banche. Inoltre, il fondo di investimento può curare la gestione della liquidità dell'impresa, la sua struttura finanziaria bilanciando le diverse forme di finanziamento a cui può accedere, capitale proprio e debito, e tutte quelle operazioni di finanza straordinaria come la quotazione nei mercati regolamentati, o la strutturazione di strumenti come obbligazioni convertibili e altre forme di finanziamento.

Nel report *"Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe"*²¹, si evidenzia come l'attività di investimento nel capitale di rischio sia un fattore fondamentale per lo sviluppo economico dell'area euro, nello specifico nel grafico seguente si può notare come i Paesi in cui l'attività di Private Equity è maggiormente sviluppata presentino un maggior numero di brevetti, che sono segno di innovazione scientifica e tecnologica.



Fonte : *Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe*

²¹ Frontier Economics per Invest Europe, *Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe*, 2013

Risultati del genere sono ben comprensibili se prendiamo ad esame gli investimenti in ricerca e sviluppo. Le imprese finanziate tramite Private Equity hanno in generale più fondi da destinare allo sviluppo di nuovi prodotti ad alto contenuto tecnologico, inoltre l'investitore tende ad indirizzare il management verso strategie che privilegiano l'innovazione e l'assunzione di rischi, ma che nel lungo periodo possono procurare una crescita notevole.

Il sostegno di un operatore professionale è essenziale in tutti quei casi in cui l'azienda ha bisogno di essere ristrutturata e riorganizzata, in operazioni del genere è facile comprendere come l'apporto di capitale rappresenti solo una parte della prestazione che il fondo andrà ad eseguire. Non c'è bisogno che l'impresa sia in uno stato di crisi profonda per beneficiare dell'intervento dell'investitore istituzionale, sempre più spesso aziende sane cercano un partner che le accompagni attraverso un percorso di rinnovamento, o di cambio generazionale, momenti questi che sono decisivi per la vita dell'impresa che preferisce quindi il supporto tecnico e manageriale di professionisti esperti nella gestione aziendale.

Infine, negli ultimi anni la sensibilità verso la sostenibilità ha portato sempre più imprese ad adottare politiche ESG, e quindi politiche aziendali che tengano in considerazione l'impatto che le scelte dell'impresa hanno sull'ambiente e sulla società, in questo modo si tende a spostare il focus sulla creazione di valore non solo per gli azionisti ma per tutti gli *stakeholders*. Una ricerca di McKinsey²² ha mostrato come l'80% dei consumatori Millenials e della Generazione Z sia disposto a pagare un premium price per prodotti ad alta sostenibilità. Considerando che questa tendenza si sta accentuando negli anni, è bene per le imprese non farsi trovare impreparate. L'investitore di Private Equity incastra perfettamente in questo discorso grazie alla. Sua funzione di guida e di cambiamento che svolge all'interno delle imprese in cui opera. L'operatore professionale può influenzare il management spingendolo ad adottare una governance più trasparente e sostenibile, incentivando progetti con un positivo impatto sulla società e su tutti gli *stakeholders*.

1.2.4 Strategie di Exit

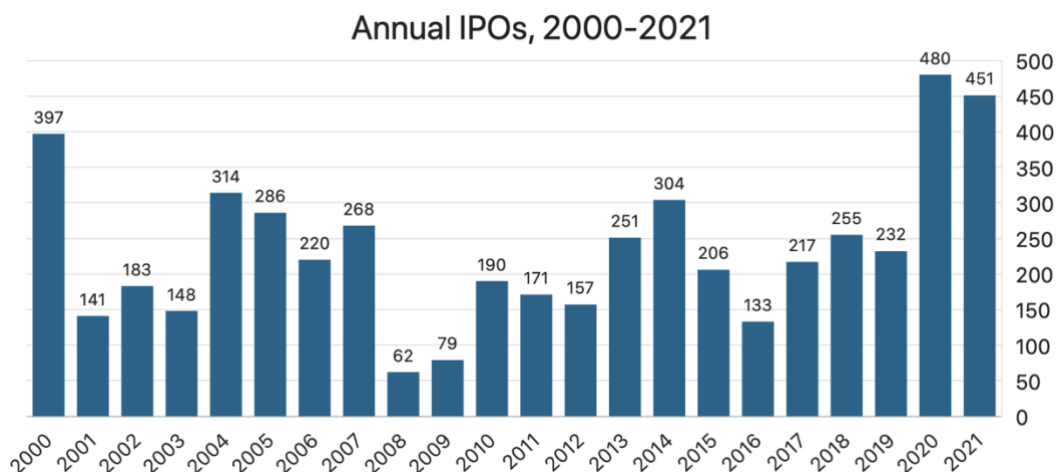
Il ciclo di vita di un'operazione di Private Equity si conclude con la dismissione dell'investimento, l'*exit*.

In questa fase il fondo realizza il capital gain, tutto il valore creato nelle fasi precedenti viene monetizzato, e quindi diventa reale, si capisce perché questa rappresenta la fase più delicata del processo di investimento.

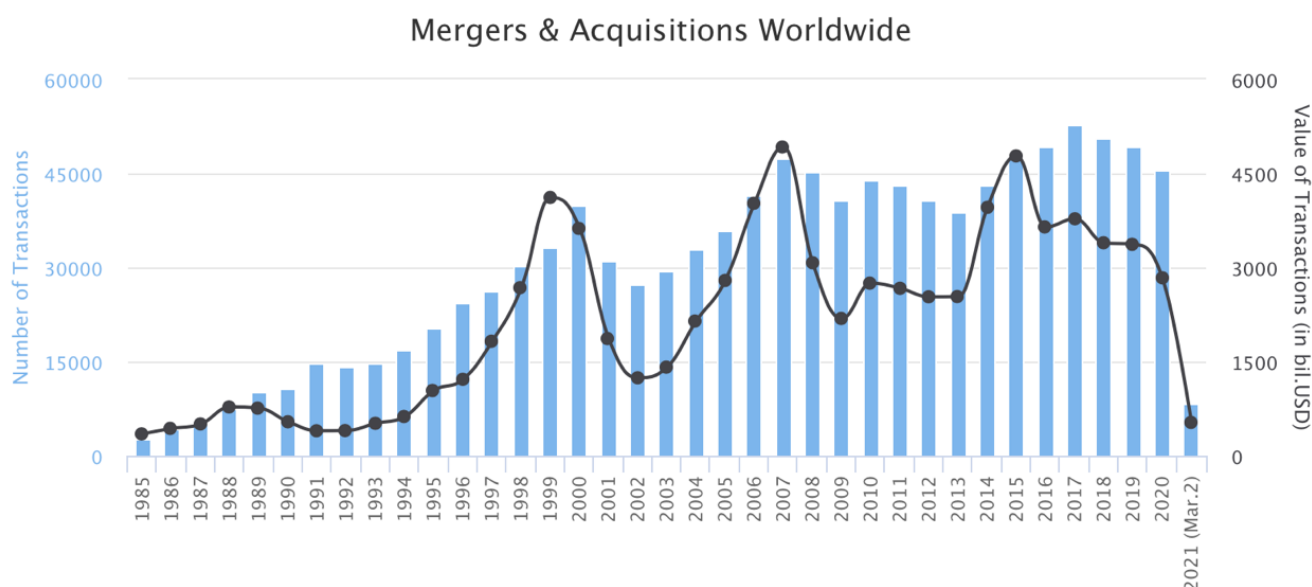
Ci sono molti fattori che l'investitore istituzionale valuta quando si avvicina alla fase di exit, prima di tutto bisogna capire qual è il momento migliore per attuare la strategia di smobilizzo, perché il timing influirà sul prezzo e sulla facilità di esecuzione dell'operazione. La finestra temporale da scegliere dipende sia da fattori interni all'impresa sia da fattori esogeni. È importante che l'impresa stia generando alti flussi di cassa e si mostri solida agli occhi dei possibili acquirenti, quello che gli investitori guardano attentamente è il *current trading*, ossia la performance aziendale durante la procedura di cessione, che può richiedere numerosi mesi. I risultati economici e finanziari che l'azienda registrerà durante le fasi di contrattazione avranno un peso

²² McKinsey & Company, *Sustainability as a business opportunity*, 2020

consistente sul prezzo di vendita. Oltre la performance aziendale è fondamentale prevedere quale sarà la situazione del mercato nel periodo in cui si intende vendere, il mercato da analizzare è sia quello borsistico, di primaria importanza nel caso il fondo voglia quotare l'impresa, ma anche il mercato del M&A deve trovarsi in una fase positiva.



Fonte: <https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>



Fonte : IMAA analysis; imaa-institute.org

Osservando i grafici precedenti è facile notare come in corrispondenza delle maggiori crisi finanziarie (2000; 2007-2008; 2011-2012; 2020), sia le IPO che le fusioni e acquisizioni sono diminuite in numero e in valore. Questo evidenzia quanto la congiuntura di mercato sia importante ai fini della quotazione o del raggiungimento di un buon deal.

Dopo aver inquadrato la giusta finestra temporale nella quale vendere la partecipazione bisogna capire a chi venderla. La scelta dell'acquirente è di fondamentale importanza strategica, bisogna capire in base alle caratteristiche dell'impresa partecipata chi può essere l'investitore più idoneo a cui cedere la propria quota.

L'obiettivo primario del fondo di Private Equity è la massima creazione di valore, e nella fase di exit si traduce nel riuscire a collocare l'impresa al più alto prezzo possibile. I possibili acquirenti possono essere altre imprese industriali, altre istituzioni finanziarie, i proprietari stessi o nel caso si decida di procedere ad un' IPO, l'acquirente sarà il mercato borsistico. Le imprese industriali interessate ad acquisire la partecipazione del fondo solitamente operano nello stesso settore o in settori affini, il loro fine è quello di sviluppare sinergie volte a rendere la produzione più efficiente, o sviluppare nuovi prodotti, per questo motivo saranno disposte a pagare un premium price rispetto al mercato. Queste operazioni vengono chiamate *trade sales*, e rappresentano il principale canale di disinvestimento per la maggior parte dei mercati di Private Equity. L'operazione di *secondary buy out* vede protagonista invece un altro fondo di investimento, che può decidere di rilevare la totalità della partecipazione oppure solo una parte, in questo caso il fondo di Private Equity beneficerà anche della creazione di valore che verrà generata dopo la vendita. Un'altra modalità di disinvestimento è il *buy back*, tramite la quale l'imprenditore o il socio originario riacquista le proprie quote. Le operazioni di *buy back* sono più comuni nei casi in cui il fondo di Private Equity avesse acquisito una partecipazione minoritaria, e sono la terza modalità di investimento per valore. In tutti questi casi la cessione della partecipazione avviene attraverso un'operazione di M&A, con delle differenze per i *buy back*.

Le procedure di M&A sono molto complesse, richiedono la collaborazione di numerosi operatori e l'iter che devono seguire è molto lungo, questo perché la documentazione da fornire e le analisi da compiere devono essere molto dettagliate. Si inizia con la redazione di una serie di documenti di carattere informativo da mostrare agli investitori, successivamente si prepara una *partner list*, contenente tutti i possibili investitori interessati all'impresa, una volta entrata sul mercato l'impresa è oggetto di *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti che inizieranno a proporre delle offerte e a contrattare con la proprietà, infine il processo si conclude con il *closing*, la girata delle azioni e il trasferimento dei fondi.

Un'alternativa alle modalità appena descritte è la quotazione dell'impresa in un mercato regolamentato, in questo caso la procedura da seguire è quella di IPO, ancora più complessa e più rigida proprio perché molto più regolamentata. La sola fase di preparazione può durare svariati mesi, proprio perché non tutte le imprese sono pronte a quotarsi, e devono adeguarsi agli standard del mercato. Un modo per evitare la complessità di un'IPO classica è l'utilizzo di una SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), società creata ad hoc per acquisire imprese non quotate e portarle sul mercato. La SPAC viene promossa da un gruppo di soggetti chiamati *promoters* o *sponsors*, che la quotano raccogliendo capitali sul mercato con il solo scopo di fonderla con una società target. Una volta individuata l'impresa target si implementa una *business combination*, tramite la quale la SPAC si fonde con l'impresa target per incorporazione, che porterà alla quotazione dell'impresa²³.

²³ M.Fumagalli, *Lo Sviluppo della SPAC(Special Purpose Acquisition Company)*

Dopo aver deciso la giusta finestra temporale, e a chi vendere la partecipazione il fondo di Private Equity dovrà scegliere la strategia di vendita che gli permetterà di massimizzare il valore che può generare dall'investimento. La strategia ideale deve garantire il miglior prezzo possibile, la minimizzazione dei tempi di esecuzione, e l'identificazione dei giusti acquirenti interessati a possedere l'impresa o la quota oggetto di compravendita.

In base alle caratteristiche dell'impresa target e alle scelte precedentemente effettuate l'investitorer sceglierà una delle seguenti strategie di vendita:

- Quotazione tramite *IPO* o *SPAC*;
- *pre-emptive bid*;
- *negotiated sale*;
- *limited o broad auction*.

Nel caso si sia deciso di quotare l'impresa bisogna scegliere solo se quotarla attraverso una procedura convenzionale, oppure servendosi di una SPAC. Servendosi del secondo metodo l'investitore può beneficiare di indiscussi vantaggi come ad esempio, maggior flessibilità della procedura, maggiore riservatezza, e più elevata certezza del prezzo di *exit*.

Il primo metodo tra quelli elencati prevede che la trattativa di vendita venga svolta con un potenziale acquirente. Solitamente si procede con questa strategia quando è l'investitore a contattare l'impresa, mostrando un particolare interesse, che può essere giustificato dal valore strategico che questo investimento può avere per lui. I *pre-emptive bid* sono più comuni nei *trade sale*, dove un'impresa industriale interessata dal prodotto o dalla tecnologia posseduta dall'azienda oggetto di vendita se ne vuole assicurare l'acquisizione, anche pagando un *premium price*.

I *negotiated sale* o trattative private, sono delle contrattazioni svolte parallelamente con più acquirenti, solitamente non più di cinque, i potenziali investitori vengono scelti accuratamente in base ai vantaggi che possono apportare alla trattativa. Le contrattazioni sono parallele ma non seguono lo stesso iter, il fondo di Private Equity e gli altri soci possono scegliere di differenziare le informazioni da fornire in base ai diversi stati delle trattative. Questa modalità di vendita offre rispetto alla precedente una maggiore varietà di investitori, e quindi dà la possibilità a chi vende di valutare diversi prezzi.

Il più alto livello di competizione si raggiunge però con l'asta, attraverso la quale più investitori (un indicativamente tra 5 e 10 per la *limited auction*, oltre 15 per la *broad action*) condividono lo stesso set di informazioni e competono sul prezzo per ottenere la proprietà della partecipazione. L'asta è un processo di vendita molto più strutturato rispetto ai precedenti, con delle fasi ben scandite, che ne aumentano la rigidità e la tempistica. Il vantaggio che i fondi di Private equity possono ottenere da questa *sale strategy* è la massimizzazione del prezzo che possono ottenere dalla vendita tramite la forte competizione che si instaura tra i potenziali acquirenti.

Capitolo 2. Il fenomeno della sottocapitalizzazione nelle PMI italiane

2.1 Il tessuto imprenditoriale italiano

2.1.1 Lo sviluppo delle imprese italiane nel tempo

2.1.2 Principali caratteristiche delle imprese italiane

2.1.3 Le PMI

2.2 Sottocapitalizzazione delle PMI

2.2.1 Possibili cause

2.2.2 Evidenze e dati sulla sottocapitalizzazione in Italia

2.2.3 Conseguenze della sottocapitalizzazione sulle imprese e sul sistema economico

2.1 Il tessuto imprenditoriale italiano

Per comprendere i problemi delle imprese italiane è essenziale analizzare le caratteristiche del sistema in cui operano, comprenderne i meccanismi e studiarne l'evoluzione. Nella prima parte di questo capitolo verrà studiato il tessuto imprenditoriale italiano nella sua interezza, osservandone la storia per comprenderne meglio le caratteristiche che lo contraddistinguono.

2.1.1 Lo sviluppo delle imprese italiane nel tempo

All'indomani dell'unificazione della penisola italiana il *Bel Paese* non era dotato di un vero e proprio tessuto imprenditoriale. Il clima mediterraneo e la conformazione del territorio avevano indirizzato l'attività economica verso il settore primario, l'Italia era un Paese principalmente di agricoltori, organizzati in piccole imprese familiari che producevano sia per il consumo interno che per l'esportazione. Il primo boom industriale è avvenuto verso la fine del diciannovesimo secolo, quando gruppi di imprenditori e uomini facoltosi si sono uniti per formare le prime grandi industrie italiane, un esempio sono la FIAT, fondata da Giovanni Agnelli, attiva fin da subito nel settore dell'automobile e la Pirelli operante nel settore della gomma e dei prodotti petrolchimici. La conformazione delle imprese italiane inizia a cambiare nei primi del '900, quando continuano a nascere nuovi gruppi industriali, incoraggiati dall'attivismo statale nelle politiche produttive, e dalla Grande guerra che aveva procurato loro le prime grandi commesse. I poli industriali erano attivi principalmente nel Nord Italia, con il "triangolo industriale" Milano-Torino-Genova, la maggioranza delle attività economiche nel resto della penisola continuava a concentrarsi sull'agricoltura e sull'artigianato. Questo ha fatto sì che la maggioranza della popolazione non godesse di un reddito alto, creando quindi una bassa domanda interna di beni. Le grandi imprese italiane, infatti, riuscivano ad andare avanti grazie alle commesse statali ed alle esportazioni, che interessavano soprattutto l'industria pesante. Le guerre mondiali hanno impoverito la popolazione, ma hanno permesso che ingenti capitali venissero investiti nel settore industriale, dando il via alla nascita di nuove imprese come l'Ansaldo. Le politiche protezionistiche e

anticoncorrenziali adottate durante il ventennio fascista hanno permesso alle imprese italiane di svilupparsi non temendo la concorrenza delle imprese estere, limitando però l'innovazione tecnologica e la ricerca dell'efficienza produttiva, fattori che nel lungo periodo definiranno la crisi del sistema industriale italiano.

Dopo la Seconda guerra mondiale l'Italia è un Paese devastato, la popolazione era diminuita e così anche il reddito medio. La voglia di ripartire e di tornare a lavorare, unita ad altri fattori come gli aiuti esteri, il basso prezzo della mano ed un forte interventismo da parte dello Stato hanno generato quello che è passato alla storia come il "Miracolo Economico". Il prodotto interno lordo nel periodo tra il 1951-58 e quello 1958-63 passa, in termini di tassi di crescita, dal 5,3% al 6,6%²⁴. In questi anni i gruppi industriali storici aumentano la loro produzione, sviluppando nuove tecnologie e investendo in nuovi impianti; ma contemporaneamente nuovi leader nascono e si posizionano come guida dell'industria italiana nel mondo, un esempio tra tutti è Olivetti, guidata dal famoso ingegnere da cui prende il nome, che esportava macchine da scrivere in tutto il mondo. Questi sono gli anni in cui piccoli imprenditori dotati di abilità e appoggiati dalle banche, si mettono in proprio creando migliaia di piccole e medie imprese, i sarti aprono case di moda, gli artigiani si evolvono in piccoli industriali. Ai settori classici della siderurgia e dell'automobile se ne affiancano di nuovi, come la cosiddetta industria del "bianco", che produceva prodotti destinati alla nuova classe media italiana, come frigoriferi ed altri elettrodomestici; e l'industria della moda che con Armani, Gucci e Prada aveva rivoluzionato gli standard classici delle case francesi.

Il boom è continuato fino agli anni '70, quando a causa di diversi fattori, quali il terrorismo, le crisi petrolifere e l'innalzamento del costo del lavoro, le imprese italiane hanno iniziato a perdere la loro competitività nei mercati esteri, non reggendo il confronto con le industrie tedesche. Oltre ai già citati fattori esogeni, le cause della fine di questo periodo di splendore dell'industria italiana sono perlopiù endogene. Le grandi imprese italiane erano sostenute dalle grandi imprese statali, che fino alla fine degli anni '60 sono state il motore dello sviluppo italiano. Dagli anni '70 in poi, l'apparato burocratico italiano, guidato da politiche clientelari e favoritismi politici ha condizionato l'efficienza del mercato. Il più grande strumento di intervento dello Stato nell'economia era l'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale), fondato in epoca fascista e dismesso completamente nel 2002. L'IRI investiva in imprese in crisi con lo scopo di ripristinare la loro operatività. Tra le sue partecipate più di rilievo c'erano Alitalia, la compagnia aerea di bandiera e Alfa Romeo il famoso marchio automobilistico. Questo sistema ha perso la sua utilità allo sviluppo italiano quando le decisioni degli alti dirigenti dell'apparato burocratico italiano non erano più dettate da logiche di mercato o manageriali, ma solo da interessi politici. Secondo uno studio condotto da Cingano e Pinotti (2011a), tra il 1985 e 1997 le imprese che avevano tra i loro dipendenti dei politici o persone collegate ai partiti che avevano da poco vinto le elezioni registravano un premio su i ricavi del 5,7%, ottenuto tramite un aumento delle vendite domestiche, senza nessun aumento della produzione, inoltre i dati sono più alti per le imprese manifatturiere che hanno tra i loro clienti lo Stato o organismi pubblici.

²⁴ A. De Bernardi – L. Ganapini, *Storia d'Italia (1860-1995)*, Milano, Bruno Mondadori, 1966,

Questo processo di decadimento ha portato ad un tessuto imprenditoriale italiano nel ventunesimo secolo profondamente diverso da quello degli anni del “miracolo economico”. La colonna portante dell’economia del nostro Paese sono ad oggi, le piccole e medie imprese, che si sono sapute organizzare in distretti industriali sviluppando notevoli capacità di adattamento alle situazioni di mercato, e nonostante la loro dimensione continuando ad investire nell’innovazione. Se l’Italia oggi è ancora una delle maggiori potenze industriali nel mondo le deve sicuramente alle miriadi di PMI che popolano il nostro territorio e a quei pochi gruppi industriali che continuano ad investire nel Bel Paese.

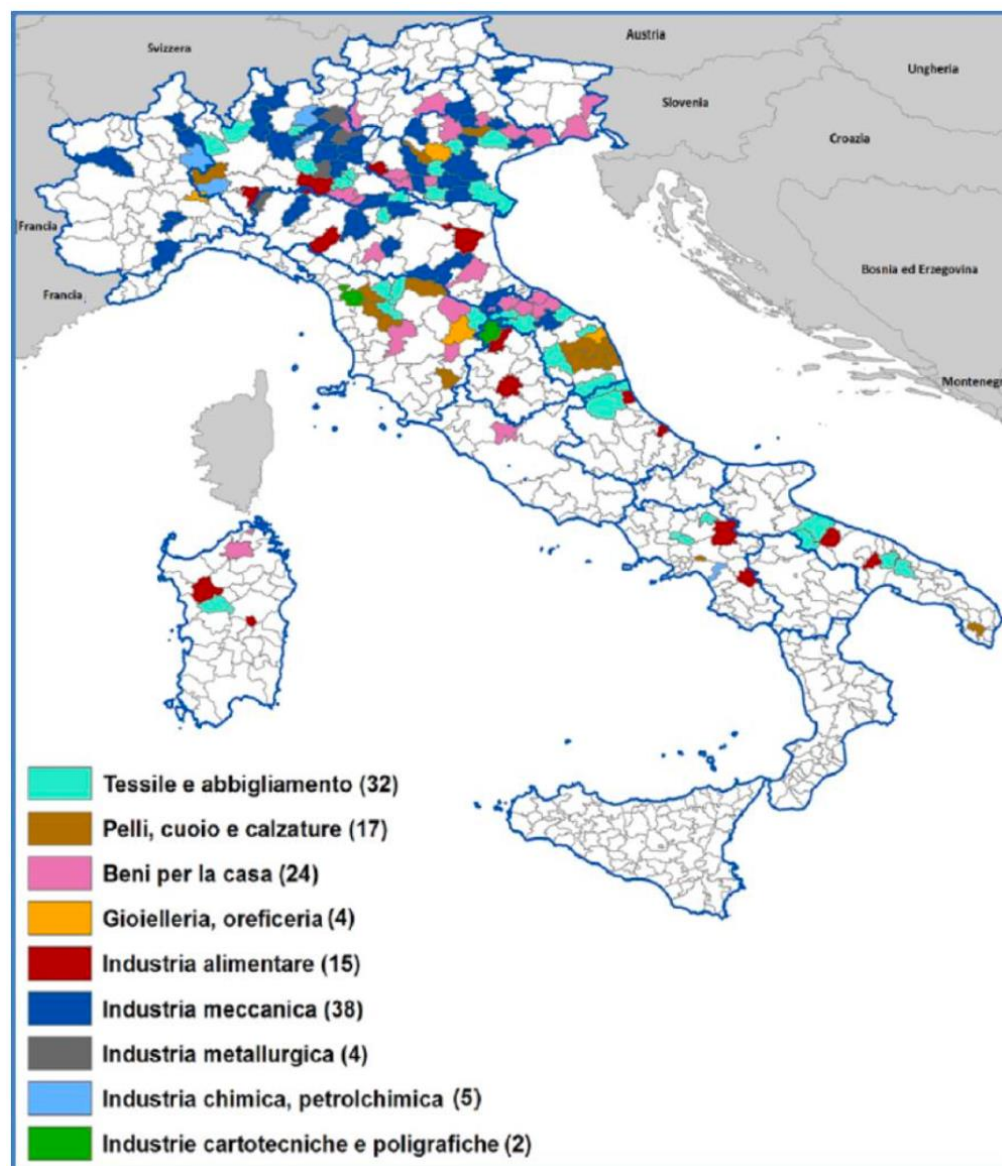
2.1.2 Le caratteristiche principali del tessuto imprenditoriale italiano

Il sistema imprenditoriale italiano presenta delle caratteristiche che lo differenziano da qualunque altro sistema già esistente. Secondo i dati ISTAT il 99% delle imprese italiane ha meno di 250 addetti, delle quali la stragrande maggioranza (94,4%), ne ha meno di 9. Le grandi imprese rappresentano solo una piccola parte del panorama imprenditoriale italiano (0,1%). Questi dati se da un lato evidenziano uno spiccato spirito imprenditoriale nel popolo italiano, dall’altro lato possono influenzare negativamente il sistema economico nazionale. Le piccole imprese contribuiscono solo in maniera limitata all’occupazione, inoltre sono poco inclini ad investimenti in ricerca e sviluppo, abbassando il livello generale dell’innovazione in Italia. La dimensione media delle imprese condiziona anche la struttura e il funzionamento dei mercati finanziari e creditizi. L’economia italiana è fortemente banco centrica proprio per la dimensione ridotta delle sue imprese. L’accesso al mercato dei capitali richiede una struttura più solida, con considerevoli flussi di cassa, la difficoltà delle imprese italiane di accedere ai mercati finanziari condiziona le loro scelte di investimento. Il capitale dei soci e i prestiti bancari sono le forme di finanziamento più comuni, questo comporta un alto indebitamento, e la scelta da parte degli imprenditori di non intraprendere progetti più rischiosi.

Un altro aspetto fondamentale che caratterizza le imprese italiane è la forte presenza di aziende a gestione familiare. Da sempre la famiglia in Italia rappresenta il nucleo base attorno al quale costruire la propria impresa. Questo discorso abbraccia tutte le classi di imprese, dall’artigiano alla grande impresa industriale, un esempio sono la FIAT guidata da generazioni dalla famiglia Agnelli o la Mediaset anch’essa guidata sempre dalla famiglia Berlusconi. Il carattere familiare delle imprese comporta una serie conseguenze sul management dell’azienda e sulle politiche di prodotto. I gruppi familiari solitamente sono poco aperti al cambiamento, non gradiscono infatti l’ingresso di un investitore esterno che può acquisire il controllo della loro società. Inoltre il top management sarà formato quasi totalmente da membri della famiglia anche se questi non ne hanno le competenze. Secondo uno studio su le imprese di 7 diversi Paesi²⁵, in Italia l’86% delle imprese manifatturiere con almeno 10 dipendenti appartiene ad una famiglia, un dato questo in linea con gli altri Paesi, 80% per la Francia, 83% per la Spagna e 90% per il Regno Unito. I dati diventano interessanti quando si analizzano le imprese familiari nelle quali l’intero management appartiene alla stessa famiglia: in Italia sono i due terzi,

²⁵ dati estrapolati da uno studio condotto da EFIGE

contro un quarto in Francia e Germania e un decimo nel Regno Unito. La letteratura suggerisce che le imprese gestite interamente da un gruppo familiare tendono ad adottare peggiori comportamenti manageriali, come una gestione accentrata delle attività, e ad usare poco sistemi basati sulla misurazione delle performances. La mancanza di una classe di manager qualificata, in grado di guidare le imprese verso lo sviluppo condiziona la competitività generale delle imprese italiane, specialmente quelle di piccole dimensioni.



Distribuzione dei principali distretti industriali sul territorio italiano

Fonte: www.exportiamo.it

Il fenomeno italiano per eccellenza, che ha suscitato l'interesse di numerosi studiosi internazionali, è quello del *distretto industriale*. Secondo il noto economista italiano Giacomo Becattini il distretto industriale è “un'entità socio-territoriale caratterizzata dalla compresenza attiva, in un'area territoriale circoscritta, naturalisticamente e storicamente determinata, di una comunità di persone e di una popolazione di imprese

industriali.”²⁶ Il distretto è quindi un fenomeno sociale prima che economico, all’interno del quale le imprese si scambiano conoscenze, prodotti e capitale umano. L’alta specializzazione che si genera all’interno di questi *cluster*, così definiti dall’accademico Michael Porter, genera una forza lavoro altamente specializzata, che insieme alle imprese sviluppa un *know-how* che non si può replicare. Molti studiosi sostengono che l’organizzazione in distretti sia uno dei motivi grazie ai quali nonostante le piccole dimensioni le imprese italiane continuano ad innovare e ad essere degli esportatori competitivi di prodotti di altissima qualità.

2.1.3 Le PMI

Le piccole e medie imprese sono la colonna portante dell’economia di un Paese, sia per il loro numero che per il valore che generano quotidianamente grazie al loro lavoro. In Italia questo discorso assume una maggiore rilevanza, dato che il 99,9% delle nostre imprese appartiene a questa categoria.

Una definizione oggettiva di piccola e media impresa è stata fornita dalla Commissione Europea nel 2013, dove sono. Stati delineati dei parametri di riferimento entro i quali un’attività economica è definita PMI.

Categoria	Occupati		Fatturato (Milioni di €)		Totale di bilancio (Milioni di €)
Micro impresa	< 10	e	≤ 2	oppure	≤ 2
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10	oppure	≤ 10
Media impresa	< 250	e	≤ 50	oppure	≤ 43

Come si può vedere dal grafico qui esposto, la categoria delle PMI è divisibile in tre sotto categorie, definite in base al numero degli occupati, al fatturato oppure al totale dell’attivo del bilancio d’esercizio. Per essere considerata una PMI un’impresa, quindi, deve: avere meno di 250 dipendenti che lavorano per essa, un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro oppure un attivo di bilancio inferiore ai 43 milioni di euro.

²⁶ Giacomo Becattini, Stato e Mercato, *Riflessioni sul distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico*, 25 Aprile 1989.

Se osserviamo le stime elaborate da DIW Econ, basati sui dati del Structural Business Statistics Database per il periodo 2008-2015, è facile notare come la rilevanza delle piccole e medie imprese sia molto più marcata per l'economia italiana che per il resto dei Paesi dell'Unione Europea.

Class size	Number of enterprises			Number of persons employed			Value added		
	Italy		EU-28	Italy		EU-28	Italy		EU-28
	Number	Share	Share	Number	Share	Share	Billion €	Share	Share
Micro	3 565 046	95.1 %	93.1 %	6 661 193	45.9 %	29.4 %	201.2	28.6 %	20.7 %
Small	162 598	4.3 %	5.8 %	2 921 184	20.1 %	20.0 %	144.9	20.6 %	17.8 %
Medium-sized	18 465	0.5 %	0.9 %	1 808 802	12.5 %	17.0 %	125.3	17.8 %	18.3 %
SMEs	3 746 109	99.9 %	99.8 %	11 391 179	78.5 %	66.4 %	471.5	67.1 %	56.8 %
Large	3 221	0.1 %	0.2 %	3 125 454	21.5 %	33.6 %	231.7	32.9 %	43.2 %
Total	3 749 330	100.0 %	100.0 %	14 516 633	100.0 %	100.0 %	703.1	100.0 %	100.0 %

Fonte: DIW Econ, Structural Business Statistics Database 2008-2015.

i valori delle *Small Medium Enterprises* (tradotto “piccole medie imprese) per l'Italia sono maggiori della media europea per ogni categoria analizzata, inoltre il dato più significativo è la percentuale di valore aggiunto che le PMI generano, il 67,1% in Italia contro una media europea del 56,8%, più di 10 punti percentuali di differenza.

La distribuzione delle piccole e medie imprese sul territorio italiano in rapporto al numero di abitanti è omogenea, l'unica differenza si registra nelle regioni del sud e delle isole dove le microimprese rappresentano una percentuale maggiore sul totale delle imprese operanti in quei settori.

Le PMI presentano delle caratteristiche peculiari che le differenziano dalle grandi imprese. Le dimensioni ridotte donano a queste imprese una flessibilità che non può, per definizione appartenere alle grandi imprese. L'abilità di adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente competitivo in cui si opera può essere raggiunta solo grazie ad un modello decisionale rapido e snello, questa caratteristica ha permesso loro di superare le numerose crisi che si sono succedute. La flessibilità deriva da un modello organizzativa estremamente semplificato, la maggior parte delle piccole e medie imprese adotta una struttura organizzativa elementare, dove al centro di ogni decisione c'è l'imprenditore, la vera guida di tutta l'impresa. Le PMI più sviluppate si organizzano tramite un modello funzionale, caratterizzato da una linea di manager intermedia. La centralità dell'imprenditore se da un lato garantisce flessibilità e rapidità di risposta, dall'altro lato compromette la crescita dell'impresa stessa. Un solo soggetto può gestire solo un limitato numero di progetti, privando quindi l'impresa di opportunità di crescita. Per crescere e prosperare un'impresa ha bisogno di un competente management team, in grado di guidare l'azienda verso nuovi progetti e opportunità di business. Spesso l'imprenditore che gestisce l'azienda è una famiglia, o meglio un membro della famiglia ricopre il ruolo di imprenditore, e gli altri membri ricoprono altre posizioni manageriali. La presenza di un gruppo familiare alla guida di un'impresa è un argomento molto controverso, perché molti sono i vantaggi che l'organizzazione ne deriva, ma ci sono molte

controindicazioni. Un vantaggio è sicuramente l'attenzione sulla qualità del prodotto, e del processo di produzione. I prodotti italiani che inondano i mercati internazionali sono diventati famosi grazie alla cura e alla passione che famiglie di imprenditori dedicavano alle loro imprese e ai rispettivi prodotti. La gestione familiare non ha mai una logica a breve termine, ma si concentra molto sulla sostenibilità del proprio business rinunciando a volte a maggiori profitti in favore di una maggiore responsabilità sociale. C'è da dire però, che quando il management team è composto esclusivamente da membri della stessa famiglia vengono precluse numerose opportunità di crescita o di investimento, come ad esempio accettare un investitore istituzionale all'interno della compagine societaria rischiando di perderne il controllo. Un altro fattore da considerare quando si parla di gestione familiare, è che non tutti i membri di una famiglia possono essere ottimi manager. Gestire un'impresa richiede un certo tipo di competenze e abilità non tutti possono avere, un management specializzato e competente può fallire, ma seguirà sempre delle pratiche di gestione corrette in linea con la crescita dell'impresa.

Le PMI presentano indiscussi vantaggi in termini di qualità del prodotto e di innovazione tecnologica. Il *know-how* maturato dagli imprenditori rende i loro prodotti altamente competitivi, anche nei mercati esteri, inoltre l'elevata conoscenza specialistica rende più facile la scoperta e lo studio di innovazioni sia di processo che di prodotto. Questa capacità di innovare però, secondo numerosi studi, è limitata dalla mancanza di risorse di cui queste imprese soffrono. Le imprese innovative, infatti, solitamente vengono finanziate con capitale di rischio, data la loro rischiosità e gli alti rendimenti che possono generare. La mancanza di un mercato dei capitali ben strutturato, e di operatori istituzionali che investono in progetti innovativi obbligano le imprese a seguire strade diverse per finanziare i loro prodotti, come ad esempio il debito bancario, che per sua natura non è adatto per progetti ad alto rischio.

2.2 La sottocapitalizzazione delle PMI

Nella seconda parte di questo capitolo verrà affrontato nel dettaglio il fenomeno della sottocapitalizzazione nelle PMI italiane, analizzandone le cause e spiegando quali possono essere le conseguenze di questo problema sull'attività d'impresa e sulla stabilità finanziaria.

Secondo la finanza aziendale classica un'impresa può scegliere tra tre diverse fonti di finanziamento per soddisfare il suo fabbisogno finanziario: l'autofinanziamento, il debito e il capitale proprio. Il compito della funzione finanza all'interno di una azienda è proprio quello di scegliere il mix perfetto di queste tre fonti per ottenere la migliore struttura finanziaria possibile. Spesso però, non tutte le imprese hanno le stesse condizioni

di accesso alle diverse forme di finanziamento. Questo è il caso delle PMI italiane. Le piccole e medie imprese per definizione non possono godere di elevati flussi di cassa, tali da soddisfare il loro fabbisogno di capitali, ed inoltre il loro accesso al mercato è limitato. Negli anni quindi, il principale canale di finanziamento per queste imprese è stato il debito bancario, nella tabella sottostante è facile notare come le passività delle imprese italiane siano prevalentemente formate da debiti bancari con un rapporto debiti bancari su debiti finanziari totali in media del 65,9% nei tre anni analizzati. Inoltre, si noti anche il valore delle azioni e delle partecipazioni che per l'Italia è il più basso tra i Paesi presi in esame.

Passività delle imprese non finanziarie (anno 2013)

Paesi	Anni	Bond (%)	Prestiti (%)	Azioni e partecipazioni (%)	Debiti commerciali e altre passività (%)	Debiti bancari / debiti FIN tot (%)
ITALIA						
	2007	2,0	31,8	46,9	19,3	66,9
	2012	3,4	33,9	42,7	20,0	66,5
	2013	4,1	31,5	44,7	19,7	64,2
FRANCIA						
	2007	3,7	20,1	64,3	11,8	40,1
	2012	6,7	22,0	57,7	13,6	38,4
	2013	6,2	20,0	60,9	12,9	38,3
GERMANIA						
	2007	2,5	28,1	47,0	22,5	53,7
	2012	2,7	29,1	44,2	23,9	52,5
	2013	2,7	27,7	47,2	22,4	50,9
REGNO UNITO						
	2007	7,5	28,2	59,4	5,0	41,3
	2012	10,4	27,9	56,3	5,4	31,3
	2013	10,3	26,4	58,1	5,2	29,6

Fonte: Banca d'Italia 2014

Nel corso dei successivi paragrafi si spiegherà come la scelta di affidarsi quasi esclusivamente al capitale di debito abbia compromesso la stabilità finanziaria delle piccole imprese, condizionandone lo sviluppo e la capacità di investire in progetti innovativi e rischiosi.

2.2.1 Possibili cause

Il fenomeno della sottocapitalizzazione si è sviluppato durante tutta la storia delle imprese italiane, non è quindi semplice identificare una causa specifica per questa particolare condizione che vede sensibilmente alterata la struttura delle PMI italiane. Quello su cui molti studiosi concordano è che un ruolo decisivo sia stato giocato da fattori di tipo culturali e soggettivi. In particolare, in Italia gli imprenditori si sono sempre contraddistinti per elevate competenze tecniche e specialistiche, ma spesso senza alcuna conoscenza in ambito finanziario, questo ha fatto sì che la funzione finanza di un'impresa venisse accorpata alla gestione amministrativa dell'azienda. Questo errore nel lungo termine può causare innumerevoli danni ad un'impresa, condizionandone il suo finanziamento. Spesso si pensa che le imprese di piccole dimensioni non debbano preoccuparsi della gestione finanziaria, implementando quindi scelte sbagliate sia in materia di finanziamenti che di gestione della liquidità. La funzione finanza svolge tutti questi ruoli, nello specifico si occupa della gestione e della pianificazione degli investimenti e dei disinvestimenti, della scelta delle fonti di finanziamento, della gestione della liquidità e della pianificazione finanziaria. Applicare strategie ragionate quando si scelgono le fonti di finanziamento permette di ottenere un più basso costo del capitale, e una maggiore stabilità finanziaria. Il ruolo del direttore finanziario è molto delicato e non può essere accomunato alla semplice gestione amministrativa, questo perché le scelte da fare in materia finanziaria hanno una rilevante componente strategica. La cultura imprenditoriale italiana non è il solo fattore che ha contribuito alla diffusione di questo fenomeno, ma è stata affiancata negli anni da una normativa che invogliava gli imprenditori a finanziarsi prevalentemente con il debito, rendendo deducibili gli interessi passivi da loro pagati, in questo modo il costo effettivo del capitale diminuisce grazie al beneficio fiscale che deriva dalla deducibilità degli interessi. Per questo motivo gli imprenditori per soddisfare il fabbisogno della loro impresa preferiscono rivolgersi alle banche piuttosto che ricapitalizzare le proprie imprese con iniezioni di capitale proprio. Tutto questo si unisce all'alta avversione degli imprenditori italiani al rischio, che preferiscono generalmente investire capitali di terzi piuttosto che capitali propri. In relazione con il debito bancario, questo fenomeno è reso più grave dalla presenza di forti asimmetrie informative nel settore delle PMI.

2.2.2 Evidenze e dati sulla sottocapitalizzazione in Italia

Per analizzare il fenomeno della sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese in Italia, verranno mostrati dati e statistiche ottenute dai bilanci di 14449 imprese, gli indici calcolati e i dati relativi alle imprese sono stati ottenuti consultando la banca dati di AIDA²⁷: analisi informatizzate delle aziende di capitale italiane.

²⁷ <https://aida.bvdinfo.com/>

Le imprese sono state selezionate adottando i criteri sopra elencati per definire un'impresa una PMI. Sono state selezionate quindi, tutte le imprese che nell'anno in cui hanno consegnato l'ultimo bilancio certificato hanno ottenuto un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro e avevano meno di 250 dipendenti.

Le aziende risultanti da questa analisi sono poi state divise in tre gruppi, medie imprese, piccole imprese e microimprese per evidenziarne le differenze in termini di indici finanziari. Successivamente, le PMI nella loro totalità sono state suddivise per area geografica, per studiare come il fenomeno della sottocapitalizzazione sia condizionato dal territorio di attività dell'impresa.

Per analizzare la struttura finanziaria delle imprese in esame sono stati considerati i seguenti indici economico-finanziari:

- Debt/Equity ratio;
- Debiti v/banche su fatturato;
- Grado di copertura degli interessi passivi.
- Indice di indebitamento a breve termine;

Il *debt equity ratio* è sicuramente l'indice finanziario più adatto per giudicare il grado di capitalizzazione di un'impresa, perché si ottiene proprio rapportando i debiti con il capitale proprio. Quando quest'indice è maggiore di 1 significa che l'impresa si sta finanziando maggiormente tramite debito che tramite equity. Non esiste una soglia limite oltre la quale il debt equity ratio è troppo elevato ma bisogna considerare più fattori come la sostenibilità del debito, oppure la media dell'indice in questione per il settore di appartenenza dell'impresa analizzata. Per questo motivo verranno analizzati anche altri ratios, che vanno ad indagare maggiormente sulla natura del debito contratto dalle imprese. In precedenza, è stato specificato come l'economia italiana sia fortemente banco centrica, è facile capire quindi come la maggior parte del debito contratto dalle imprese sia di natura bancaria, analizzeremo quindi il che il debito bancario ha sul fatturato delle imprese, attraverso il relativo indice. È importante notare infatti, che un eccessivo debito in rapporto al fatturato è lesivo per la crescita dell'impresa. Maggiore sarà il debito e maggiore sarà la quota di fatturato che sarà destinata a ripagarlo, limitando quindi fondi per l'autofinanziamento e per una crescita più sostenibile.

In relazione a quest'ultimo punto, per capire se il debito di un'impresa è sostenibile bisogna valutare la capacità della stessa di restituire al creditore il capitale concesso in prestito, maggiorato degli interessi. Per fare ciò verrà analizzato il *grado di copertura degli interessi passivi*, calcolato come il rapporto tra il risultato operativo maggiorato dei costi non monetari come gli ammortamenti e le svalutazioni su gli oneri finanziari. In questo modo viene valutata la solvibilità di un'impresa e la sua abilità nel pagare i debiti con i rispettivi interessi. Quando quest'indice è al disotto dell'unità la situazione è grammatica, l'impresa infatti non riesce nemmeno a ripagare gli interessi, un buon indice di copertura degli interessi passivi deve essere ampiamente sopra l'unità.

Infine, l'ultimo indice utilizzato ai fini dell'analisi sulla sottocapitalizzazione delle PMI è l'indice di indebitamento a breve termine. Questo ratio non misura propriamente la sottocapitalizzazione di un'impresa,

ma è molto importante per capire la sua struttura finanziaria. Un eccessivo ricorso a ai finanziamenti di breve termine può creare problemi nella gestione di progetti di investimento impegnativi e con un'ottica di lungo periodo. È buona norma, infatti, finanziare le immobilizzazioni o comunque gli asset di lungo periodo con fonti di lungo periodo, mentre utilizzare i prestiti a breve termine solo per attività correnti o per una migliore gestione della liquidità.

Di seguito verranno mostrati i risultati ottenuti in seguito all'analisi condotta sui bilanci di 14495 PMI.

Prima di tutto bisogna dire che sul totale delle imprese esaminate circa la metà, 7530 unità, erano microimprese, questo spiega la rilevanza che queste organizzazioni hanno sul sistema economico italiano.

Il primo indice esaminato è il debt equity ratio.

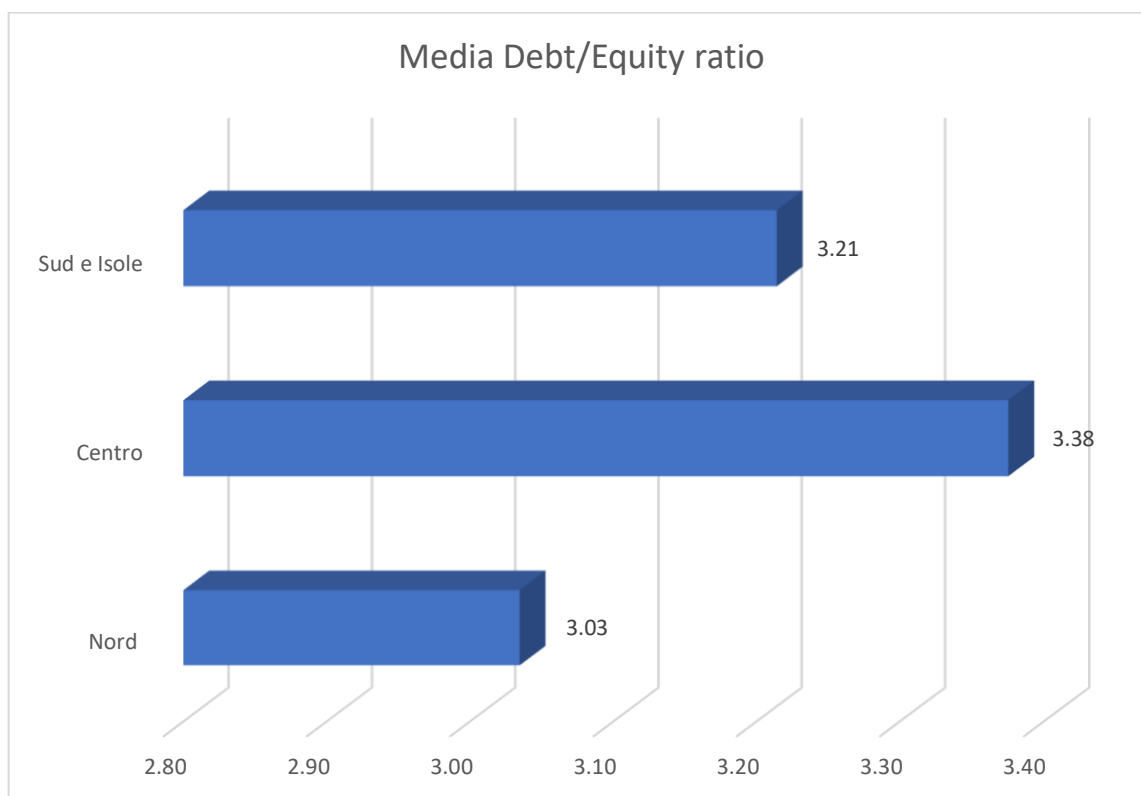
La prima parte di questa analisi è volta a studiare la distribuzione del fenomeno della sottocapitalizzazione sul territorio italiano. Per fare ciò, sono stati calcolati i valori medi di quest'indice , prima per ogni regione, e successivamente per area geografica.

Regioni	Media Debt/Equity ratio
Trentino Alto Adige	7,15
Calabria	5,57
Liguria	4,77
Sicilia	4,33
Abruzzo	3,73
Lazio	3,58
Emilia Romagna	3,51
Puglia	3,51
Valle d'Aosta	3,49
Marche	3,41
Toscana	3,24
Media Italia	3,17
Lombardia	3,09
Umbria	3,03
Piemonte	3,03
Friuli-Venezia Giulia	2,96
Molise	2,80
Sardegna	2,46
Veneto	2,29
Campania	1,76
Basilicata	1,68

Come si può osservare dalla tabella qui esposta, le regioni sono state ordinate in ordine decrescente, troviamo infatti che la regione in cui si registra il debt/equity ratio più alto (7,15) è il Trentino Alto Adige, mentre dal lato opposto della tabella troviamo la Basilicata con un indice di 1,68.

Osservando il prossimo grafico invece possiamo notare come i valori medi per area geografica (Nord, Centro, Sud e Isole), siano molto vicini. Le regioni del Centro, infatti, che registrano il valore medio più alto presentano un indice di 3,38, leggermente maggiore rispetto alla media italiana. Alcune regioni del Nord, invece, che

mediamente sono le più “virtuose”, si trovano ai primi posti per rapporto debito su equity. I grafici appena osservati ci fanno capire che il fenomeno della sottocapitalizzazione, se escludiamo alcune regioni che presentano delle anomalie, è distribuito uniformemente sul territorio italiano, non lasciando quindi ipotizzare che ci sia una correlazione tra la regione/area geografica e il Debt/Equity ratio.

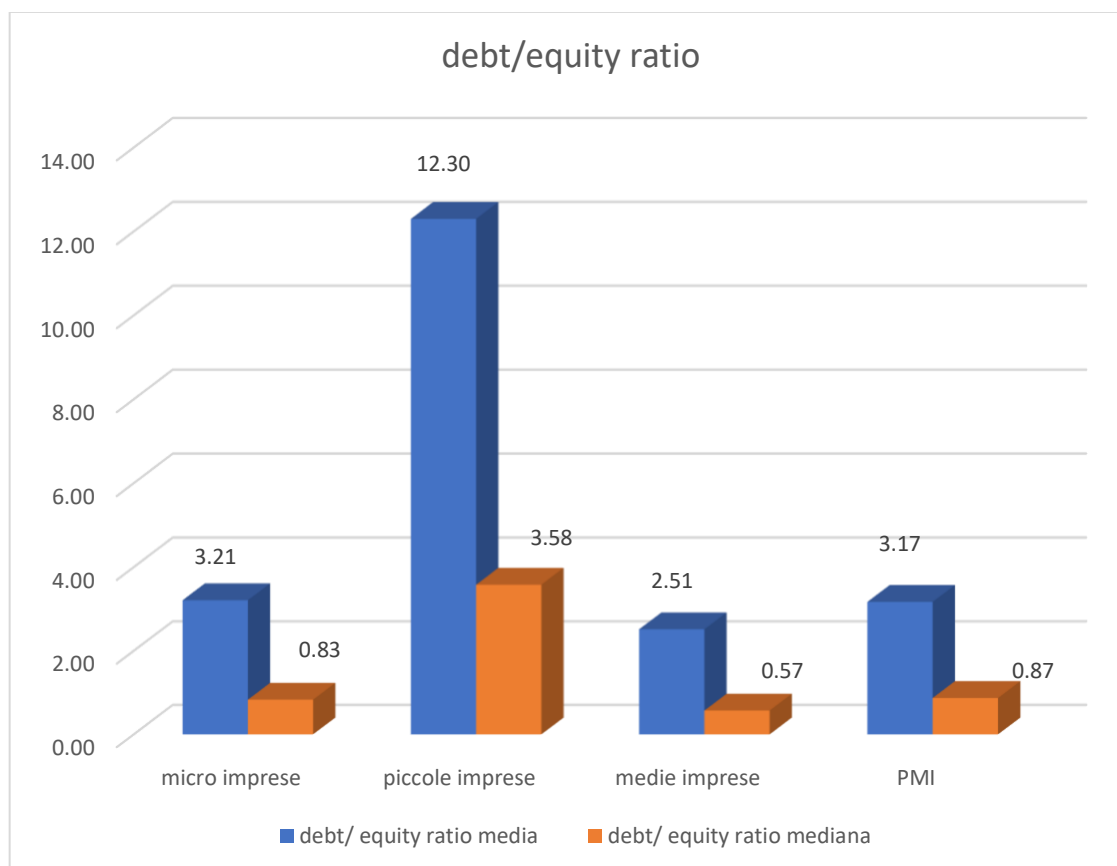


Una volta analizzato il fenomeno della sottocapitalizzazione su una base geografica, verranno studiate le differenze nella struttura finanziaria e patrimoniale tra micro, piccole e medie imprese.

Come si può osservare dal grafico qui esposto, la categoria di imprese che presenta valori più critici è quella delle piccole imprese, ovvero quelle imprese che hanno registrato un fatturato compreso tra i 2 e i 10 milioni di euro ed un numero di dipendenti compreso tra 10 e 50.

Il valore medio dell'indice debt/equity per le PMI è di 3,17 questo significa che in media, per ogni euro di capitale proprio le imprese si finanziano con 3 euro e 17 centesimi di capitale di debito. I valori per le micro imprese e per le medie imprese, rispettivamente 3,21 e 2,51, non sono molto distanti dalla media di categoria, inoltre è facile capire perché le medie imprese presentino dei dati leggermente inferiori. Una causa potrebbe essere che data la loro maggiore dimensione, e quindi maggiori flussi di cassa, riescano a finanziarsi maggiormente tramite autofinanziamento facendo un minore ricorso al debito rispetto al capitale proprio. Le

microimprese non possono godere di eccessivi flussi di cassa per questo devono basarsi maggiormente sul capitale di debito.

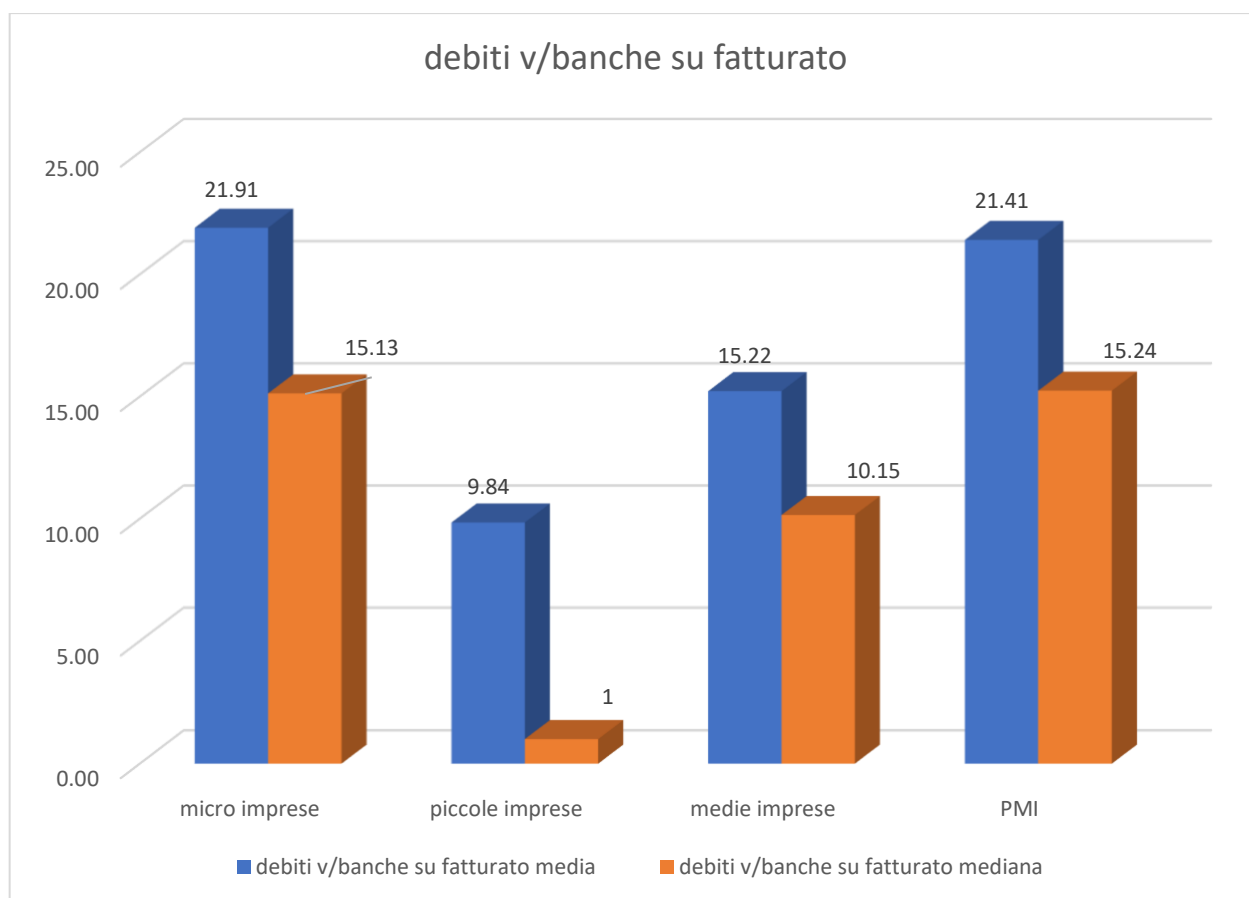


Le piccole imprese invece, presentano una media e una mediana nettamente superiori alle altre due categorie, infatti per ogni euro investito tramite equity queste imprese arrivano a detenere anche 12 euro di debito in media. La differenza che si può notare tra la media e la mediana è spiegata dal fatto che tra le imprese esaminate alcune di queste raggiungevano valori di debito su equity elevatissimi, il che spingeva molto in alto la media di categoria.

Le piccole imprese diversamente dalle microimprese, possono accedere al credito con maggiore semplicità. Le piccole imprese registrano maggiori ricavi, questo permette a queste aziende di sopportare un maggiore livello di debito. Questo potrebbe essere uno dei motivi che spiega l'eccessivo ricorso al debito di questa categoria rispetto alle altre.

Precedentemente, è stato evidenziato quanto il debito bancario sia rilevante per la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane. Di seguito verranno confrontati i debiti bancari che le imprese hanno contratto con il rispettivo fatturato. I valori ottenuti rispecchiano in parte quello che intuitivamente ci si poteva aspettare considerando quello che già è stato detto. La media per le piccole e medie imprese è di 20, questo valore però cambia sensibilmente da categoria a categoria. Le microimprese hanno registrato i valori più alti in linea con la media di 20, le piccole e le medie imprese invece, presentano valori più bassi. Questo indice è condizionato dal totale dei debiti bancari e dal fatturato. Una spiegazione a questi valori quindi può essere che il maggiore volume d'affari per le piccole e medie imprese tenda ad abbassare la media di questo rapporto, le

microimprese invece, presentando un fatturato minore tendono a registrare valori maggiori per l'indice esaminato.

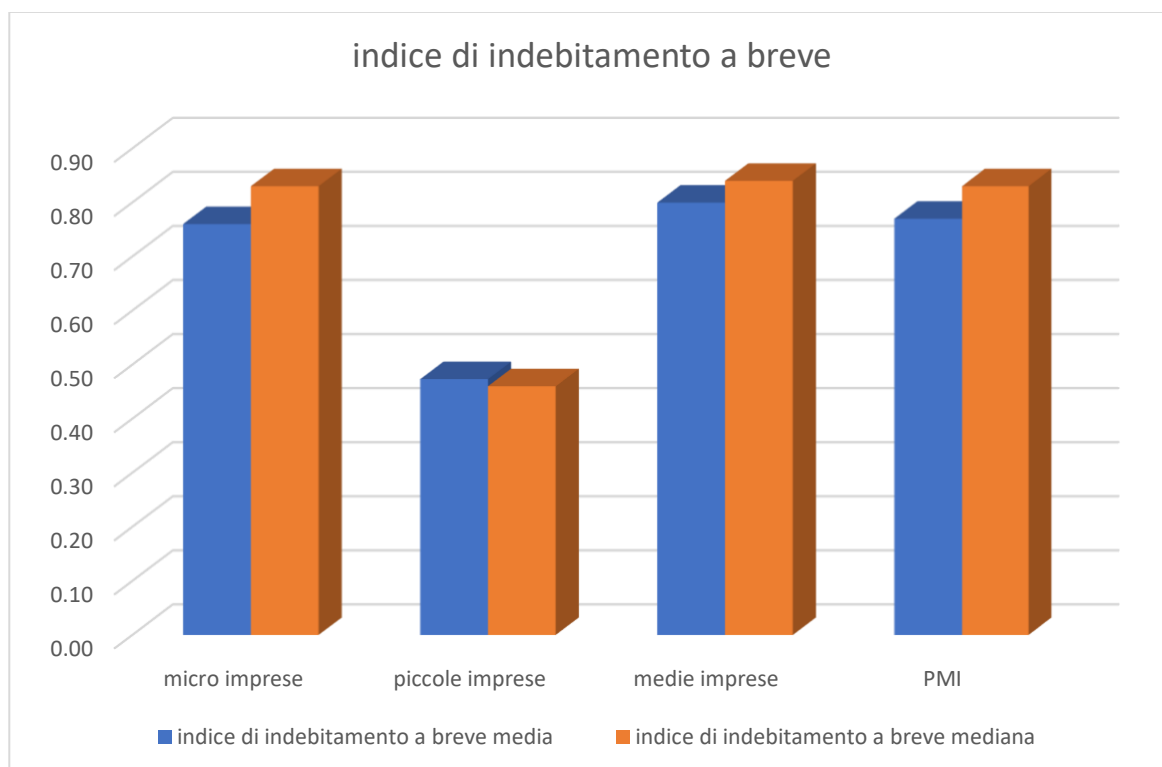


A prescindere dalle differenze che si possono riscontrare tra le diverse categorie, per tutte le PMI il debito bancario rappresenta la principale fonte di finanziamento, questo è dovuto alla struttura del tessuto imprenditoriale italiano che, come già è stato detto, è fortemente banco centrico.

Ora verrà analizzato un indice che spiega la composizione delle passività delle imprese esaminate, più nel dettaglio, verrà indagata la rilevanza della passività a breve termine sul totale delle passività.

Come si può osservare dal grafico sottostante, le passività a breve termine rappresentano la maggioranza delle fonti di finanziamento sia per le microimprese che per le medie imprese. Nello specifico entrambe le categorie registrano valori molto elevati, con una mediana del 80%. Secondo uno studio condotto da Emilio Colombo e Patrizio Tirelli che indagava la situazione finanziaria delle imprese milanesi, le imprese esaminate, soprattutto quelle di piccole dimensioni presentavano una struttura delle passività eccessivamente sbilanciata verso quelle di breve termine. Inoltre, numerosi studi come quelli di Bonato e Faini (1990), spiegano come questa sia una caratteristica strutturale delle imprese italiane. Così come viene riportato nello studio “ è noto che un elevato rapporto debito a breve/debito a lungo costituisce un indicatore di fragilità finanziaria dato che non permette un *matching* tra le attività. Infatti, di fronte a una situazione congiunturale avversa oppure ad

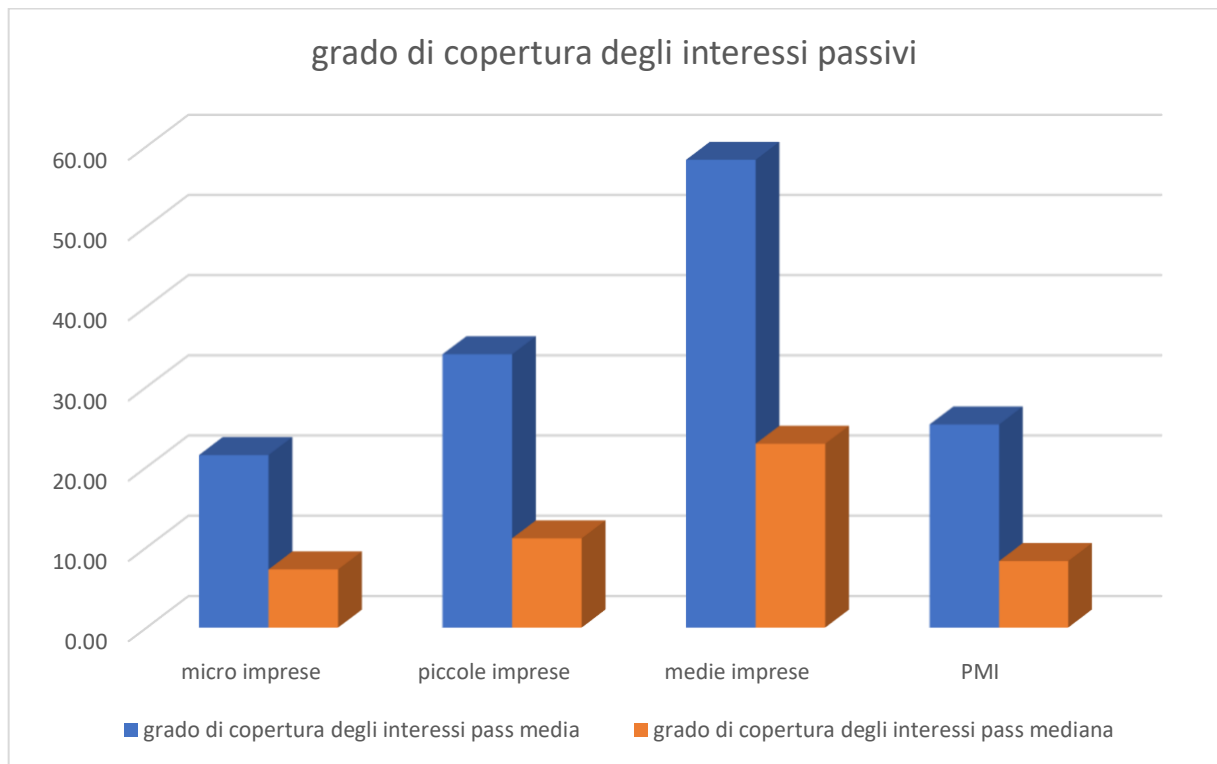
uno *shock* settoriale negativo le imprese possono vedersi negato il rinnovo del debito e trovarsi in un'improvvisa crisi di liquidità"²⁸.



Una struttura finanziaria eccessivamente fragile non permette all'impresa di intraprendere progetti rischiosi, necessari allo sviluppo e alla crescita dell'impresa stessa.

L'ultimo indice analizzato è il grado di copertura degli interessi passivi. I risultati ottenuti dimostrano chiaramente come la dimensione e quindi il fatturato dell'impresa determinino la capacità o meno di pagare gli interessi passivi. Dall'analisi è risultato infatti che più le imprese sono grandi e quindi possono beneficiare di maggiori flussi di cassa e maggiore è il grado di copertura degli interessi che pagano sui debiti contratti.

²⁸ Emilio Colombo, Patrizio Tirelli, *“La posizione finanziaria delle imprese milanesi”*.



Il valore per le medie imprese infatti è tre volte maggiore di quello per le microimprese. Questo comporta che per le imprese con un alto livello di copertura degli interessi, una parte maggiore del fatturato sarà indirizzato a remunerare gli azionisti e all'autofinanziamento.

In conclusione, si può dire che il fenomeno della sottocapitalizzazione è distribuito uniformemente sul territorio italiano, ma non tra le diverse categorie di PMI. Per alcuni indici come il debt/equity ratio, il rapporto tra debito bancario e fatturato e il grado di copertura degli interessi passivi, la dimensione dell'impresa influisce positivamente sulla sua stabilità finanziaria. Generalmente i dati relativi alla sottocapitalizzazione peggiorano con il diminuire della dimensione dell'impresa. Tutte le categorie analizzate però, presentano delle criticità in termini di struttura patrimoniale ed equilibrio finanziario.

2.2.3. Conseguenze della sottocapitalizzazione sulle imprese e sul sistema economico

Ora che è stata analizzata la situazione finanziaria delle PMI italiane, e dopo aver verificato la presenza di gravi criticità nella struttura finanziaria delle stesse, con una particolare attenzione al fenomeno della sottocapitalizzazione, si andranno a studiare gli effetti che questa condizione ha avuto negli anni sul tessuto

imprenditoriale italiano. Prima di tutto, bisogna dire che la problematica della sottocapitalizzazione è una caratteristica strutturale delle imprese italiane, ed è quindi ben radicata sul nostro territorio già da molto tempo, infatti, la letteratura economica ha sempre spiegato come questo fenomeno fosse ben presente già negli anni del “miracolo economico”. Detto ciò, le conseguenze che questo fenomeno ha sulle imprese italiane sono diverse. Innanzitutto, le imprese sottocapitalizzate presentano una maggiore vulnerabilità nelle fasi critiche del mercato. Un alto livello del debito porta ad un innalzamento degli oneri finanziari che l’impresa deve pagare, gli interessi passivi che la stessa deve corrispondere ai suoi creditori rappresentano dei costi, che vanno ad erodere l’utile netto, rendendo l’impresa ancora meno capace di assorbire delle perdite nelle fasi negative del ciclo economico. È ben noto, infatti, che le imprese con una maggiore rigidità strutturale siano più esposte ai rischi di mercato, questo fa aumentare la variabilità dei ricavi innalzandone il rischio. Nel caso l’impresa sia quotata un aumento del rischio causa un aumento del rendimento richiesto dagli azionisti, e quindi ad una diminuzione del prezzo di mercato. Nel caso delle PMI questo non è il problema principale, la conseguenza più grave è come l’eccessivo utilizzo del debito rispetto ad altre fonti possa condizionare l’accesso al credito. Se un’impresa anche se ben gestita presenta un livello di *leverage* molto elevato, e quindi anche di rischio dovrà accettare tassi di interesse maggiori per ottenere nuovi fondi in prestito con il risultato che il costo del capitale aziendale aumenterà²⁹. Nella peggiore delle ipotesi i finanziatori possono decidere di non finanziare più l’impresa. Questa decisione condiziona gravemente l’attività aziendale, perché ne limita la liquidità e la capacità di implementare nuovi investimenti. Le crisi di liquidità aumentano il rischio di insolvenza e il dissesto dell’impresa in questione. Come è stato appena detto, il razionamento del credito non consente all’impresa di finanziare nuovi investimenti. Una riduzione degli investimenti compromette gravemente la capacità dell’azienda di innovare e di sviluppare nuovi prodotti, con una conseguente riduzione della competitività e quindi della sua redditività. Inoltre, un’impresa in una situazione di difficoltà finanziaria è spesso oggetto di acquisizione da parte di operatori esterni, che interessati dalla riduzione del valore della stessa sono intenzionati a prenderne il controllo, con il rischio che l’impresa oggetto di acquisizione perda la sua indipendenza³⁰.

²⁹ Raffaele Oriani, Rossella Santella, Quaderni di ricerca sull’artigianato, “*Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese Italiane tra credit crunch e nuovi scenari*”, 2014.

³⁰ Francesco Cesarini, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, “*Sistema Creditizio e Finanziamento delle Imprese: Profili Tecnico-Istituzionali*” 1978.

Capitolo 3 il Private Equity come soluzione alla sottocapitalizzazione delle PMI

3.1 Come gli operatori di Private Equity influiscono sulla struttura finanziaria delle imprese

3.1.1 Turnaround financing: investimenti in imprese in difficoltà finanziaria

3.1.2 Crescita sostenibile per le PMI

3.2 L'impatto economico-finanziario dell'investimento in capitale di rischio sulle imprese target

3.2.1 Performances delle imprese target dopo l'investimento di Private Equity

3.1 Come gli operatori di Private Equity influiscono sulla struttura finanziaria delle imprese

Precedentemente è stata illustrata ampiamente la situazione finanziaria e patrimoniale delle piccole e medie imprese italiane. Questo lavoro ha voluto dimostrare come il tessuto imprenditoriale italiano sia caratterizzato da un eccessivo livello di indebitamento, e da una cattiva gestione finanziaria delle imprese, con un particolare focus sulla sottocapitalizzazione e sulle conseguenze negative che questo fenomeno può avere sulle imprese e sul sistema economico in generale. Questo capitolo vuole indagare come gli investimenti di Private Equity intervengano sulla struttura finanziaria delle imprese target, risolvendone le criticità e garantendo una crescita sostenibile. Nel 2020 secondo uno studio condotto da AIFI il settore del Private Equity ha investito in Italia 6.597 milioni di euro, distribuiti su 471 operazioni che hanno coinvolto 341 diverse imprese³¹.

Inizialmente verrà affrontato il tema della ristrutturazione aziendale, attraverso il *turnaround financing*, necessario per quelle imprese con un livello di indebitamento eccessivo, che ormai ne compromette la gestione, causando un elevato rischio di insolvenza e di default. Successivamente, verrà spiegato come, generalmente, nelle operazioni di investimento nel capitale di rischio le imprese target beneficino dell'intervento dell'operatore istituzionale, migliorando non solo le performances finanziarie, ma anche quelle organizzative e aumentando la redditività nel medio-lungo termine.

3.1.1 Turnaround financing: investimenti in imprese in difficoltà finanziaria.

Secondo il manuale di investimento nel capitale di rischio scritto dagli esperti di Private Equity Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin “il *turnaround investing* si può definire come l'investimento in un'azienda in situazione di difficoltà, economica e/o finanziaria, con la prospettiva del rilancio della stessa, al fine di realizzare un capital gain sull'investimento iniziale³²”. Queste operazioni, quindi, hanno ad oggetto esclusivamente imprese in una situazione di difficoltà, che può essere dovuta sia a problematiche reddituali ed economiche ma soprattutto per dei disordini nella struttura finanziaria della stessa. Nello specifico l'impresa ideale per questo tipo di operazioni deve possedere delle caratteristiche che la qualificano come impresa a rischio. La motivazione più comune, e anche quella più grave è l'eccesso di indebitamento. Spesso alcune imprese, in seguito a sbagliate politiche di crescita accumulano elevati livelli di debito per finanziare i loro investimenti. Il debito può non essere un problema se l'impresa può contare su un' elevata dotazione di capitale

³¹ AIFI, 2020 il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia.

³² A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

proprio, e cospicui flussi di cassa. Quando la sottocapitalizzazione si unisce ad una diminuzione della redditività il rischio di default diventa sempre più preoccupante. Lo squilibrio patrimoniale e la bassa redditività, quindi, sono entrambi segnali di debolezza per l'impresa che possono portare facilmente ad una crisi. Infine, le performances di un'impresa sono inevitabilmente influenzate dalla condotta del management. Degli amministratori con un'ottica di breve termine oppure con competenze inadeguate possono condurre la società verso una spirale negativa, senza essere in grado di risollevarla.

Il ciclo di investimento di un'operazione di turnaround è composto da diverse fasi che mirano a ripristinare l'equilibrio finanziario dell'azienda, rendendola in grado di recuperare la sua operatività e generare nuovo valore. La prima fase dell'investimento concerne un'iniezione di capitale all'interno dell'impresa da parte del fondo di investimento, con lo scopo di ricapitalizzarla, bilanciando il rapporto tra debito ed equity. Successivamente l'operatore istituzionale, insieme al management dell'impresa target, mettono in atto un piano industriale per raggiungere gli obiettivi di recupero e crescita prefissati. In situazioni di elevato indebitamento si procede ad una *ristrutturazione del debito*, che può avvenire attraverso lo stralcio, la cartolarizzazione, la rinegoziazione oppure il rifinanziamento. Una volta garantita la sostenibilità del debito viene intrapreso un piano di risanamento, che può comprendere una serie di attività finalizzate a ripristinare e migliorare l'efficienza operativa dell'impresa. Nello specifico il management team del fondo di investimento può implementare alcune strategie come:

- Riduzione dei costi per aumentare l'efficienza;
- Sviluppo dei ricavi;
- Miglioramento del posizionamento competitivo nelle business units su cui si punta e ridimensionamento o cancellazione di quelle meno redditizie;
- Azioni specifiche per affrontare la crisi contingente.

Gli investimenti di *turnaround* sono caratterizzati, per loro natura, da un'elevata rischiosità, il che li rende molto redditizi, ma anche molto delicati da portare avanti. Per questo motivo il fallimento o il successo di un'operazione di *turnaround financing* è influenzato da una serie di fattori, tutti di vitale importanza.

Prima di tutto, l'investimento deve essere condotto utilizzando il giusto mix di equity e di debito, con lo scopo di risanare la struttura finanziaria e concedere una nuova stabilità a tutta l'impresa. Questo tipo di operazioni però, esige un particolare attivismo da parte dell'operatore istituzionale, proprio per la situazione di crisi in cui l'impresa target riversa. È richiesto infatti che il management team applichi in maniera tempestiva le giuste azioni per risollevare l'azienda dal declino e rafforzare la sua organizzazione. Per fare ciò è inevitabile la presenza in un management con esperienza e competenza sia nel settore di appartenenza, ma soprattutto nella gestione di imprese in crisi. Infine tutto questo discorso diventa inutile se alla base del progetto di investimento non c'è un business plan con delle strategie di crescita valide³³. C'è da dire però, che gli investimenti in turnaround rappresentano solo una piccola parte dell'attività di investimento nel capitale di rischio, secondo.

³³ A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit

AIFI nel 2020 sono state portate avanti solo 9 operazioni di turnaround financing, per un controvalore di 172 milioni di euro, dato che comunque dimostra un trend positivo per questo segmento, che nel 2016 contava solo 3 operazioni e 66 milioni di euro investiti³⁴.

3.1.2 Crescita sostenibile per le PMI

È stato spiegato come il Private Equity possa essere la soluzione ideale per quelle imprese che per diversi motivi si sono ritrovate ad avere un debito eccessivo, che rischiava di portarle verso il default. Il *turnaround financing* però, è diretto verso imprese di medie dimensioni nelle quali la fase di crescita e sviluppo è sfociata in una fase più matura, dove il debito aveva ridotto drasticamente la loro redditività, impedendole quindi di intraprendere nuovi progetti. Adesso verrà analizzato come anche le piccole imprese che soffrono di squilibri patrimoniali possono trarre beneficio dagli investimenti di Private Equity ed intraprendere un percorso di *crescita sostenibile*.

Precedentemente è stato detto che la sottocapitalizzazione impediva, in particolar modo alle imprese di piccole dimensioni, di crescere e di portare avanti progetti innovativi. Questa immobilità condiziona la loro competitività e quindi la capacità nel lungo periodo di generare profitto. Serve quindi uno strumento in grado di finanziare la crescita di queste imprese senza condizionarne la struttura finanziaria, bilanciando quindi il debito tradizionale, a nuovi strumenti di finanziamento.

Di seguito verrà riportato un estratto delle *considerazioni finali* all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, risalente al 2007, nel quale l'allora Governatore della Banca d'Italia³⁵, Mario Draghi evidenziava l'importanza degli investitori istituzionali per la crescita delle piccole e medie imprese italiane:” *gli intermediari finanziari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale. La proprietà familiare è un asse portante del nostro capitalismo; l'identificazione dell'imprenditore con l'impresa è un motore di sviluppo. Proprio per questo sono essenziali gli strumenti che ne agevolano il ricambio, se necessario. Quando la proprietà familiare perde il gusto del rischio creativo, quando la ricchezza investita nell'azienda comincia a essere vista solo come fonte di rendite o di benefici privati del controllo, l'immobilismo proprietario può diventare un freno alla crescita dell'impresa, la avvia al declino. È allora che maggiore diviene per l'impresa il bisogno di questi intermediari; massimo il guadagno potenziale che tutti realizzerebbero con un cambio della guardia; massima, a volte, anche la resistenza dei proprietari* ”.

I fondi di Private Equity rappresentano proprio quegli intermediari di cui l'ex Governatore della Banca d'Italia ha parlato nell'estratto appena citato. L'operatore istituzionale può essere il partner perfetto per l'imprenditore che vuole far crescere la sua impresa, perché tramite un mix formato da debito, equity ed esperienza professionale l'investitore istituzionale fornisce all'impresa target tutti gli strumenti per svilupparsi. Inoltre, il

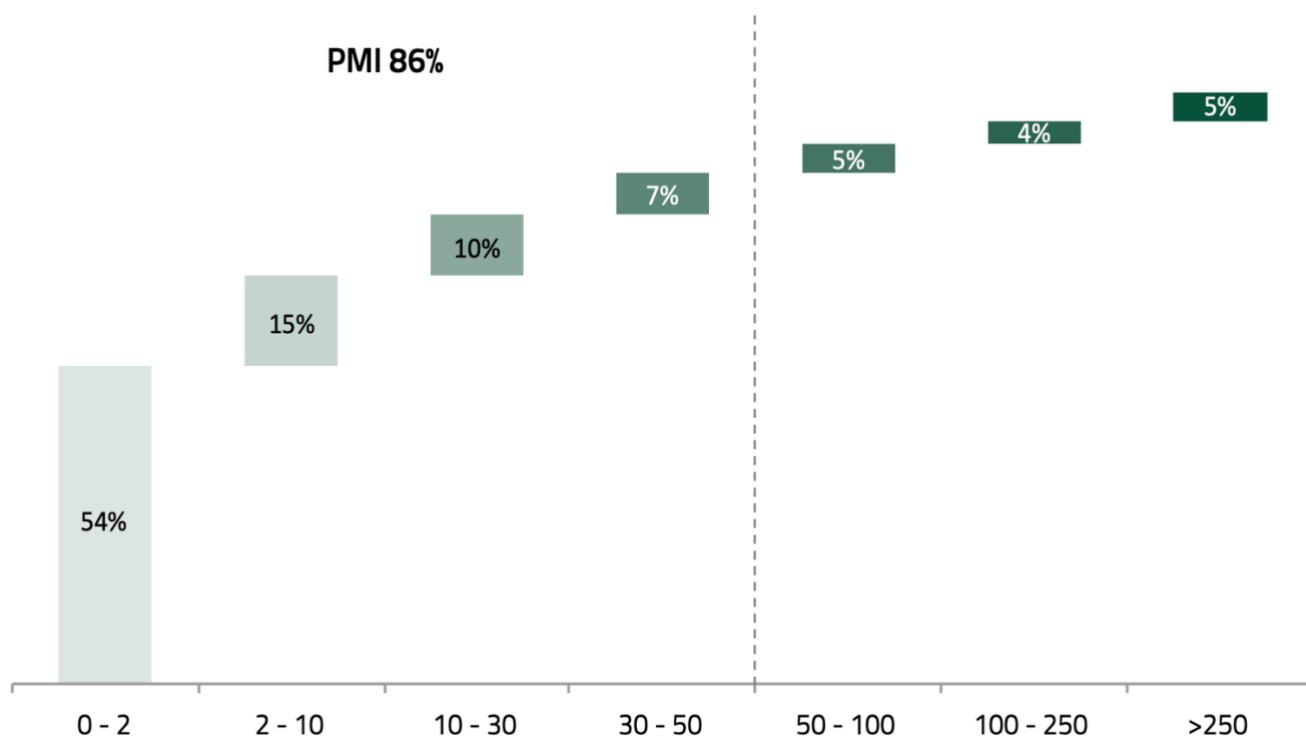
³⁴ AIFI, 2020 *il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia*.

³⁵ Banca d'Italia, *Considerazioni finali*, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti,

capitale fornito dai fondi di investimento possiede delle caratteristiche che lo rendono assolutamente preferibile al debito bancario per i progetti di crescita e sviluppo. Il capitale investito infatti, viene definito paziente, proprio perché non c'è un obbligo di risarcimento contrariamente al debito bancario. La natura rischiosa dell'investimento richiede dei fondi flessibili, che non debbano essere rimborsati secondo un preciso piano di ammortamento, perché i flussi di cassa futuri che deriveranno dal progetto di investimento sono imprevedibili. Un'altra motivazione per preferire questo tipo di fondi è che la crescita non si può ottenere solo tramite il capitale, servono persone che riescano ad incanalare questi fondi nei migliori progetti, ricavandone il maggiore valore possibile. Nel primo capitolo si è discusso ampiamente di come i fondi di Private Equity creino valore nelle imprese in cui investono anche grazie alla competenza del management team, e alle risorse di cui dispongono.

Negli ultimi anni i fondi di Private Equity stanno concentrando i loro investimenti sulle piccole e medie imprese, di seguito viene riportata un grafico che mostra la distribuzione percentuale del numero di investimenti per classe di fatturato delle imprese target.

Distribuzione percentuale del numero di investimenti per classi di fatturato delle aziende target nel 2020



Fonte: AIFI, 2020 *Il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia*

L'86% degli investimenti. In capitale di rischio sono stati effettuati in piccole e medie imprese, nello specifico, il 54% delle operazioni di Private Equity ha riguardato imprese che fatturavano meno di 2 milioni di euro l'anno³⁶. Questo fa capire quanto sia importante il legame tra i fondi di Private Equity e le PMI italiane.

Il fondo investe con l'obiettivo di poter dismettere la sua partecipazione ad un prezzo maggiore di quello per cui l'ha pagata, per questo motivo pretende che il business plan del progetto di investimento sia implementato e per ottenere ciò può decidere di modificare la governance societaria, introducendo soggetti esterni nel consiglio di amministrazione e nel management dell'impresa. In Italia uno dei maggiori ostacoli ai finanziamenti tramite capitale di rischio è la diffidenza da parte delle imprese e delle famiglie nei confronti di questi investitori. Bisogna ricordare però, che il fondo ha gli stessi scopi aziendali dell'impresa, e quindi in seguito all'attuazione delle politiche decise dall'investitore e dall'impresa il valore di questa aumenterà, realizzando gli interessi di tutti i soggetti coinvolti. Se consideriamo le PMI familiari, il Private Equity può essere una forma di finanziamento che più di qualunque altra può essere in grado di far accrescere l'impresa, portandola persino alla quotazione in borsa.

Per concludere, crescita sostenibile vuol dire sviluppare nuovi prodotti, raggiungere nuovi mercati senza compromettere la salute e la stabilità dell'impresa nel lungo periodo. Il Private Equity si è dimostrato essere uno strumento valido per liberare le PMI dalla dipendenza verso il settore bancario, che come si è visto nel capitolo precedente, non è stato in grado di guidare le imprese italiane verso il futuro.

3.2. L'impatto economico-finanziario dell'investimento in capitale di rischio sulle imprese target

Gli investimenti da parte dei fondi di Private Equity nelle imprese che hanno bisogno di capitali impatta in diversi modi sulle loro caratteristiche strutturali e sulle loro performances. Precedentemente è stato analizzato come un'iniezione di capitale accompagnata da strategie di ristrutturazione del debito possono migliorare l'equilibrio finanziario di un'impresa risolvendo anche il problema della sottocapitalizzazione. Sono stati condotti molti studi però, nei quali si evince che l'attività di Private Equity migliora molti aspetti della vita aziendale. Nel corso del prossimo paragrafo verranno forniti dati e statistiche a supporto di questa tesi. Generalmente, si può dire che l'investimento in capitale di rischio da parte di operatori professionali ha avuto un effetto positivo sulle società target. Da uno studio³⁷ condotto dall'AIFI si evince che le operazioni di management buy-out sono molto utili per favorire il cambiamento degli assetti proprietari, in favore di un team di managers esperti. Inoltre, questo tipo di operazioni gioca un ruolo fondamentale nel ricambio

³⁶ AIFI, 2020 *Il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia*.

³⁷ AIFI, "L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out".

generazionale delle imprese di famiglia, che come già è stato detto in precedenza, rappresenta una situazione molto critica per l'impresa in questione. I numerosi studi effettuati stabiliscono che le imprese controllate da un fondo di Private Equity registrano performances superiori alla media in termini di *management practices*, redditività, innovazione e crescita.

3.2.1 Performances delle imprese target dopo l'investimento di Private Equity

I dati e le statistiche che verranno riportati derivano da diversi studi compiuti da diverse istituzioni e società di consulenza come AIFI, e PwC. In seguito ad un'analisi³⁸ condotta su più di 4000 imprese attive tra Europa, Asia e gli Stati Uniti, è stato evidenziato come le imprese controllate da un fondo di Private Equity abbiano adottato migliori pratiche manageriali. Per trarre queste conclusioni gli studiosi hanno ideato un sistema di valutazione che tenesse conto di diverse aree della gestione aziendale: *operations, monitoring, obiettivi aziendali, incentivi*. Successivamente sono stati raccolti dati e sono stati intervistati i manager delle società esaminate.



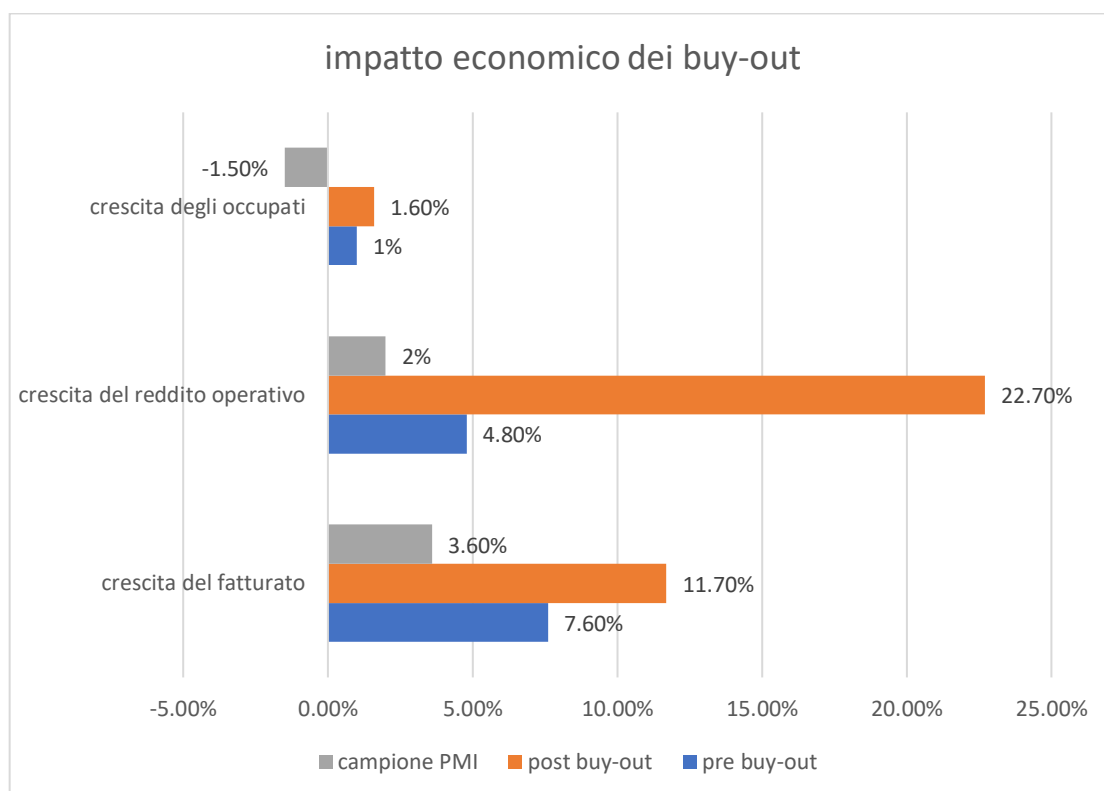
Fonte: N. Bloom, R. Sadun, J. van Reenen, *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?*,

Come si può osservare dal grafico, le imprese controllate da operatori professionali hanno ottenuto una valutazione nettamente superiore rispetto a tutte le altre categorie. Le imprese in questione, infatti, hanno

³⁸

N. Bloom, R. Sadun, J. van Reenen, *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?*, Globalization of Alternative Investments Working paper Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report, 2009.

adottato misure di incentivi e di gestione del personale basate sulla meritocrazia e sull'ottimizzazione dei costi. Migliori pratiche di management si traducono inevitabilmente in una maggiore redditività dell'impresa. Se osserviamo altri studi che si concentrano maggiormente sulla realtà italiana i risultati sono sempre molto positivi. Nello studio condotto da AIFI denominato "L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out³⁹" sono state esaminate 101 imprese italiane oggetto di investimento da fondi di Private Equity. I risultati mostrano come queste aziende siano cresciute non solo dal punto di vista dimensionale e reddituale, ma anche sul piano organizzativo, sviluppando nuovi modelli di business e nuove pratiche manageriali che le hanno rese più efficienti e competitive. Nello specifico si è osservato che il 93% delle operazioni di buy-out ha coinvolto il management, e il 56% di queste aveva come oggetto il ricambio generazionale della compagine societaria alla guida dell'impresa. Le imprese che facevano parte del campione hanno registrato in media risultati superiori al campione di riferimento di Mediobanca contenente piccole e medie imprese italiane, in termini di tassi di crescita, reddito operativo e tasso di occupazione.



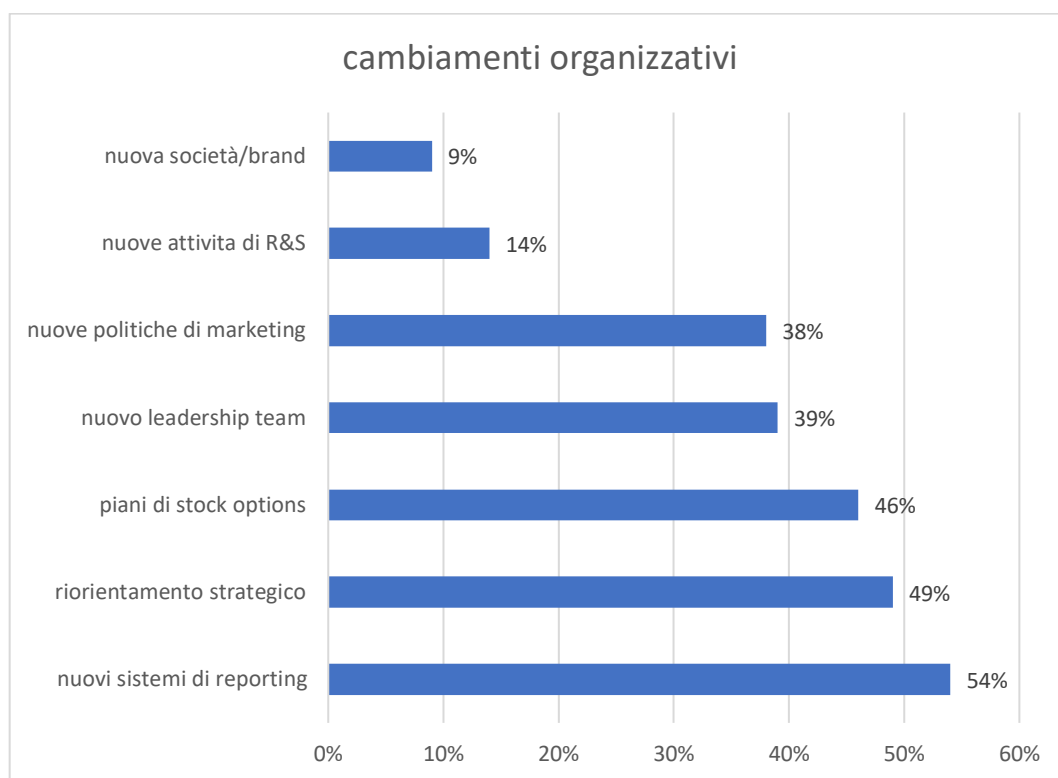
Dati ricavati dal paper "L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-out", AIFI

Questo grafico mostra l'impatto dei buy-out sulle performances delle imprese target, confrontandole con un campione di piccole e medie imprese che non hanno ricevuto capitali da fondi di investimento. E' facile notare come l'investimento degli operatori istituzionali abbia migliorato i risultati operativi, sia in termini di fatturato con una crescita per le imprese target dell'11,7% , sia in termini di reddito operativo con un aumento del

³⁹ AIFI, "L'Impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out", Luglio 2001.

22,7%. Le PMI contenute nel campione invece, hanno registrato risultati decisamente inferiori. Un altro dato importante è quello sull'occupazione, infatti, le imprese oggetto di buy-out non hanno subito processi di downsizing, ma grazie alla loro crescita sono riuscite ad assumere nuova forza lavoro mentre le PMI contenute nel campione hanno dovuto assumere meno dipendenti. Secondo il paper di AIFI “mediamente, le aziende oggetto di buy-out riescono, nel periodo successivo all'operazione, ad accelerare il loro processo di sviluppo e, al tempo stesso, a migliorare. I principali indicatori di performance, quindi: l'impatto economico delle operazioni di management buy-out sulle aziende target risulta, in generale, molto positivo.

Da un punto di vista più gestionale, i fondi di Private Equity hanno apportato, nelle imprese oggetto di buy-out, numerosi cambiamenti organizzativi, che ne hanno migliorato la managerializzazione e la trasparenza.



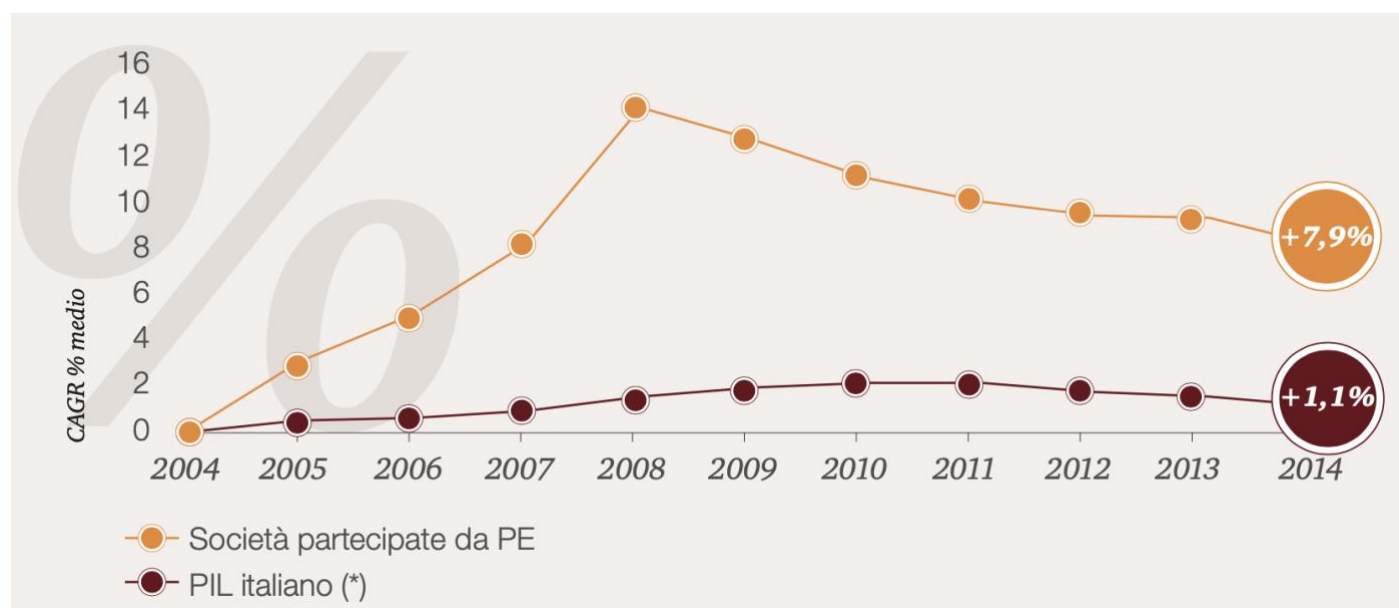
Dati ricavati dal paper “L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-out”, AIFI

Secondo l'analisi effettuata da AIFI il 54% delle imprese esaminate adotta nuovi sistemi di reporting dopo l'investimento di Private Equity, aumentando così l'efficienza ed ottimizzando i costi. Un altro importante intervento è il riorientamento strategico (49%), che permette all'impresa di focalizzarsi sulle business unit più profittevoli, aumentando la redditività. Tipicamente per rendere più meritocratica e trasparente un'organizzazione dopo aver adottato dei precisi sistemi di reporting, bisogna modificare anche il sistema di incentivi, per renderlo più stimolante per il personale. Infatti, nel 46% delle imprese selezionate l'organizzazione adotta un sistema di incentivi basato sulle stock options, che rende la forza lavoro più motivata e allinea gli interessi dei dipendenti con quelli degli azionisti.

L'intervento dei fondi di Private Equity spesso è un veicolo per lo sviluppo tecnologico dell'impresa target e per un aumento del tasso di innovazione. Nel primo capitolo è stato mostrato un grafico che spiegava la

relazione esistente tra diffusione dell'attività di Private Equity e livello di innovazione in una data area geografica. Le evidenze supportano la teoria secondo la quale nei Paesi in cui l'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese è più sviluppata c'è un maggiore sviluppo tecnologico e una maggiore innovazione. Questo avviene perché gli operatori professionali cercano di investire in imprese con un alto potenziale innovativo, fornendo capitali per attività di ricerca e sviluppo, difficili da reperire tramite il sistema bancario. Anche l'Italia negli ultimi anni sta seguendo questo trend, registrando maggiori investimenti in società high-tech e ad alto potenziale innovativo, che nel 2020 hanno rappresentato il 38% del totale degli investimenti di Private Equity effettuati⁴⁰.

Per concludere, lo studio condotto dal colosso della consulenza PricewaterhouseCoopers⁴¹ ha raggiunto dei risultati molto simili all'analisi appena esaminata, questo sta significare sia che il Private Equity sta vivendo un trend positivo di successi, ma sia che gli effetti dell'investimento in capitale di rischio sulle imprese sono molto positivo anche nel medio-lungo periodo. Nello specifico, alcuni dati molto significativi sono il confronto tra la crescita delle aziende gestite dai fondi di Private Equity ed il PIL italiano.



Fonte: PwC, "L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia".

Lo studio di PwC comprende 477 disinvestimenti tra operazioni di buy-out e di Venture Capital. Come si può osservare dal grafico, in media le imprese oggetto di investimento da operatori professionali hanno registrato tassi di crescita di gran lunga maggiori del prodotto interno lordo italiano, con una differenza, nel periodo di massimo distacco di più di 10 punti percentuali.

⁴⁰ AIFI, 2020 Il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia

⁴¹ PwC, "L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia", 2016.

I report appena analizzati evidenziano in maniera cristallina quanto il Private Equity e l'attività di investimento nel capitale di rischio in generale siano importanti per lo sviluppo delle imprese. I fondi di investimento in capitale di rischio si sono dimostrati dei catalizzatori per lo sviluppo imprenditoriale del nostro Paese, riuscendo a trasformare piccole imprese mal gestite, ma con un grande potenziale, in business di successo che operano in tutto il mondo. Il Private Equity ha dimostrato come grazie alla professionalità e i giusti capitali le imprese italiane possono recuperare quel gap tecnologico e manageriale che le separa dal resto dell'Europa. Tecnologia, innovazione, ma anche struttura organizzativa e managerializzazione, tutte queste aree vengono influenzate dall'attività degli investitori istituzionali, e sono la chiave per guidare le PMI verso un futuro di crescita.

Conclusioni

Le piccole e medie imprese rappresentano, come più volte è stato ripetuto nel corso di questo lavoro, la spina dorsale dell'economia italiana. I grandi gruppi industriali non sono stati in grado di adeguarsi al cambiamento e trainare il Paese verso il ventunesimo secolo. Le PMI invece, dotate di maggiore flessibilità e spirito imprenditoriale, sono riuscite ad adattarsi ai cambiamenti del mercato, sviluppando nuovi prodotti e nuove tecnologie, seppur con fondi limitati.

Le PMI, specialmente quelle a gestione familiare, sono il simbolo dell'economia italiana, e rappresentano tutti i valori che hanno fatto grande questo Paese, qualità, innovazione, competenza e spirito imprenditoriale.

Sfortunatamente, queste imprese sono caratterizzate da problemi strutturali, che non sono mai stati affrontati seriamente. La debole struttura finanziaria che le caratterizza, e la dipendenza dal debito bancario, hanno fatto sì che molti progetti innovativi con un alto potenziale non venissero intrapresi perché troppo rischiosi. L'analisi condotta nel secondo capitolo di questa tesi dimostra che il fenomeno della sottocapitalizzazione è molto diffuso in tutta la penisola, con poche differenze tra le diverse aree geografiche (Nord, Centro, Sud e Isole). Questo ci fa capire che la sottocapitalizzazione è un problema italiano, ed in quanto tale andrebbe affrontato a livello sistemico, incoraggiando l'investimento in equity, e la ricapitalizzazione delle società.

La soluzione che questa tesi propone si configura nell'attività di investimento in capitale di rischio da parte dei fondi di Private Equity. Nel primo capitolo sono state studiate le modalità tramite le quali gli investitori di Private Equity operano. Più nel dettaglio, sono state affrontate tutte le fasi del ciclo di vita di un'operazione di investimento nel capitale di rischio. Nella fase di *gestione e creazione del valore* è stato spiegato che i capitali forniti dai fondi spesso, sono solo una componente dei servizi offerti alle imprese target. Nel caso di imprese con un elevato livello di indebitamento, ad esempio, insieme ad un'iniezione di capitale, essenziale per ristabilire l'equilibrio tra capitale proprio e debito, i fondi attuano strategie di ristrutturazione del debito e di ottimizzazione della struttura finanziaria, volte a ripristinare l'efficienza dell'impresa rendendola di nuovo capace di operare e di generare profitti. Nel caso classico di una piccola e media impresa italiana, magari a gestione familiare, che è stata finanziata sempre tramite debito e quindi si ritrova con un livello di indebitamento che non le consente più di richiedere nuovi finanziamenti, un fondo di Private Equity può intervenire finanziando direttamente nuovi investimenti e nuovi progetti a patto che possano creare valore per l'impresa. In questo modo si supera il vincolo del finanziamento bancario e si accede a delle risorse che in termini di valore aggiunto sono molto più utili per l'impresa. Gli operatori istituzionali non hanno paura di intraprendere processi di internazionalizzazione, attraverso investimenti all'estero, inoltre sono molto propensi ad investire risorse in ricerca e sviluppo, cosa che le banche non possono fare.

Nel terzo capitolo è stato dimostrato, grazie agli studi condotti da AIFI e PwC, che l'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese ha un impatto economico e finanziaria positivo sia sulle imprese stesse che sul sistema economico. Le imprese controllate da operatori di Private Equity hanno registrato migliori performances su molti aspetti. Prima di tutto, tali aziende hanno adottato migliori pratiche manageriali, più trasparenti e più efficienti, aumentando di conseguenza i loro risultati economici. Inoltre, le imprese italiane coinvolte nelle operazioni di Private Equity si sono rivelate più redditizie, generando maggiori ricavi e maggiori utili rispetto alle altre imprese. Infine, un ultimo aspetto che sembra essere influenzato positivamente dell'attività di Private Equity è l'innovazione, c'è infatti una relazione positiva tra il numero di operatori professionali attivi in un determinato Paese e il suo tasso di innovazione misurato tramite il numero di brevetti registrati.

Per concludere, è facile capire l'impatto che generalmente il Private Equity ha sull'economia. Nel caso italiano, tale impatto è aumentato dalle problematiche che caratterizzano le nostre imprese. Questa attività, infatti, può dare vita ad un circolo virtuoso che contemporaneamente risolve il problema della sottocapitalizzazione, liberando le imprese dalla loro dipendenza verso le banche, sviluppa e fa crescere le piccole e medie imprese italiane, trasformandole in organizzazioni internazionali con un management competente, ed infine indirizza capitali verso settori ad alto valore aggiunto e con un alto potenziale innovativo. Tutto questo eliminerebbe quel gap organizzativo e tecnologico che purtroppo separa molte imprese italiane dal resto d'Europa, riportando il made in Italy e i nostri prodotti al centro del mercato internazionale.

BIBLIOGRAFIA

1. AA.VV., *Guida al Corporate Venture Capital*, AIFI, Milano 2018
2. AIFI, “*L’impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out*”.
3. AIFI, 2020 il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia.
4. Annual Impact Investor Survey 2017
5. Banca d’Italia, *Considerazioni finali*, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti,
6. Becattini Giacomo, Stato e Mercato, *Riflessioni sul distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico*, 25 Aprile 1989.
7. Bloom N., Sadun R., van Reenen J., *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?*, Globalization of Alternative Investments Working paper Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report, 2009.
8. Cesarini Francesco, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, “*Sistema Creditizio e Finanziamento delle Imprese: Profili Tecnico-Istituzionali*” 1978.
9. Colombo Emilio, Tirelli Patrizio, “*La posizione finanziaria delle imprese milanesi*”.
10. D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58
11. Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.
12. De Bernardi A.– Ganapini L., *Storia d’Italia (1860-1995)*, Milano, Bruno Mondadori, 1996,
13. *DIW Econ, Structural Business Statistics Database 2008-2015*
14. Europe Invest, *investing in europe: Private Equity Activity 2019*
15. European Data Cooperative
16. Frontier Economics per Invest Europe, *Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe*, 2013
17. Fumagalli M., *Lo Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company)*
18. Gervasoni A., Sattin F. L., *Private Equity e Venture Capital manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020, sesta edizione
19. Invest Europe, *Investing in Europe: Private Equity Activity H1 2020*, Statistics on Fundraising, Investments and Divestments
20. McKinsey & Company, *Sustainability as a business opportunity*, 2020
21. Oriani Raffaele, Santella Rossella, Quaderni di ricerca sull’artigianato, “*Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese Italiane tra credit crunch e nuovi scenari*”, 2014.
22. PwC, AIFI, “*Guida al Business Plan*”
23. PwC, “*L’impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*”, 2016.
24. Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W., “*Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries*”, *Journal of Business Venturing*, 11,6,1996.

SITOGRAFIA

1. <https://aida.bvdinfo.com/>
2. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
3. <https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>
4. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/raccolta/>
5. https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=21777
6. www.exportiamo.it

Ringraziamenti

Desidero ringraziare la mia famiglia, che mi ha sempre dato la forza di andare avanti e non mi ha mai fatto mancare il supporto di cui avevo bisogno, questo come ogni altro traguardo che spero di raggiungere lo dedico a voi. Vorrei ringraziare il professor Pierluigi Murro per la disponibilità dimostratami durante la stesura di questa tesi e per avermi ispirato con le sue lezioni. Infine, desidero ringraziare i miei amici, che mi hanno accompagnato durante questo percorso straordinario, grazie Francesco, Alfredo, Virginia e Chiara, vi auguro di continuare a lottare per i vostri sogni come abbiamo sempre fatto durante questi anni.