



Politecnico di Milano
Facoltà di Ingegneria dei Sistemi

Corso di Laurea Magistrale in
Ingegneria Gestionale

Tesi di laurea specialistica

Reputazione dei fondi di *Private Equity* e sua influenza sul costo del debito nel mercato italiano

Relatore:
Prof. Giancarlo Giudici

Candidato:
David Desquens Palacios
Matricola: 779464

Indice

1. INTRODUZIONE	4
1.1. ASTRATTO.....	4
1.2. CONTESTO	4
1.3. DEFINIZIONI	4
2. OFFERTA PUBBLICA INIZIALE O IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING)	15
2.1. BENEFICI DELLA QUOTAZIONE.....	16
2.2. COSTI DELLA QUOTAZIONE.....	17
2.3. EFFETTO SULLA STRUTTURA PROPRIETARIA	18
2.4. FASI DI UN' IPO	18
2.5. LA BORSA ITALIANA ED I SUOI MERCATI	19
2.5.1. MERCATO TELEMATICO AZIONARIO (MTA)	20
2.5.2. SEGMENTO STAR DEL MTA	21
2.5.3. MTA INTERNATIONAL	21
2.5.4. MERCATO DEGLI INVESTMENT VEHICLES (MIV)	22
2.5.5. MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE (AIM ITALIA)	23
2.5.6. INDICI	23
3. OBBLIGAZIONI (BOND)	24
3.1. CATEGORIE	25
3.2. LA QUALITÀ DELL'EMITTENTE	28
3.3. DURATA (DURATION)	30
3.4. FATTORI CHE DETERMINANO IL PREZZO DELLE OBBLIGAZIONI	30
3.5. PREZZO DI UN'OBBLIGAZIONE.....	32
3.6. LIMITI ALL'EMISSIONE DI OBBLIGAZIONI.....	33
4. FONDI DI PRIVATE EQUITY	33
4.1. LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO (SGR).....	35
4.2. LA CONSOB	37
4.2.1. L'ATTIVITÀ	38
4.2.1.1. L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE	38
4.2.1.2. PIANO STRATEGICO.....	39
4.2.1.3. LA COOPERAZIONE IN AMBITO NAZIONALE	40
4.2.1.4. GLI IMPEGNI INTERNAZIONALI	41
4.3. STRATEGIE DI SVILUPPO	42
4.3.1. SEED CAPITAL E ANGEL INVESTING.....	42
4.3.2. VENTURE CAPITAL	45

4.3.3.	MANAGEMENT BUYOUT (MBO) E MANAGEMENT BUYIN (MBI)	46
4.3.4.	SPECIAL SITUATION O TURNAROUND	46
4.4.	TECNICHE FINANZIARIE	49
4.4.1.	LEVERAGED BUYOUT.....	49
4.4.2.	GOING PRIVATE.....	51
4.4.3.	MEZZANINE CAPITAL.....	52
4.5.	IL MERCATO IN ITALIA – AIFI (ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL).....	52
4.5.1.	ATTIVITÀ SVOLTE.....	53
4.5.2.	AIFI RICERCA & FORMAZIONE S.R.L.....	54
4.5.3.	VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY	55
4.5.4.	RACCOLTA	56
4.5.5.	INVESTIMENTO	58
4.5.5.1.	IL FINANZIAMENTO DELL’AVVIO	59
4.5.5.2.	IL FINANZIAMENTO DELLO SVILUPPO	59
4.5.5.3.	IL FINANZIAMENTO DEL CAMBIAMENTO	60
4.5.6.	DISINVESTIMENTO	60
4.5.7.	SITUAZIONE ATTUALE	62
4.5.8.	I SOCI	63
5.	IPOTESI DI RICERCA	66
6.	CAMPIONE DI RIFERIMENTO	66
7.	ANALISI E CONCLUSIONI DEI DATI	66
8.	BIBLIOGRAFIA	66
9.	ALLEGATI.....	66
9.1.	GLOSSARIO	66

1. INTRODUZIONE

1.1. ASTRATTO

Un approccio molto comune dei fondi di *Private Equity* (*buyout groups*) è che si focalizzano in investimenti a breve termine a discapito della creazione di valore a medio/lungo-termine. Usando obbligazioni emesse fra gli anni 1985 e 2013 da aziende che si sono quotate nel mercato borsistico italiano attraverso *IPO*, si vogliono studiare le influenze di questi fondi sul costo del debito, ovvero se la reputazione dei fondi di *Private Equity* ha qualche effetto sui costi di agenzia.

1.2. CONTESTO

I *buyout* portano molta controversia nel mondo della finanza, con tanti relatori argomentando che gli *sponsor* finanziari guadagnano a discapito degli altri *stakeholder*, includendo il governo attraverso tassi bassi dovuti alla deducibilità del pagamento degli interessi, come articolato per *Shleifer* e *Summers* (1988).

In contrasto, *Jensen* (1989) argomenta che i fondi di *Private Equity* creano valore nelle aziende dei suoi portafogli attraverso il forte monitoraggio e la disciplina manageriale, allontanando i *manager* dallo spreco dei *cash flow*. Lo stesso autore suggerisce anche che le aziende che subiscono l'operazione di finanza straordinaria cosiddetta *leveraged buyout* usufruttano una *corporate governance* ottima a lungo termine.

In questa ricerca si analizzano i titoli obbligazionari (*bond offerings*) emessi da aziende sponsorizzate per fondi di *Private Equity* (*PE firms*) dopo Offerte Pubbliche Iniziali (*Initial Public Offerings – IPO*) come ricorso per mettere in luce le interazioni delle *PE firms* con altri *stakeholders*.

I fondi di *Private Equity* giocano potenzialmente un importante ruolo nelle aziende che loro sponsorizzano non solo prima dell'*IPO* ma anche dopo.

Una questione non risposta è se il forte monitoraggio e la disciplina manageriale, che in apparenza beneficiano gli azionisti, vengono applicati a discapito degli altri *stakeholders*. Per quanto riguarda le *IPO*, la *performance* superiore delle *PE firms* documentata nella letteratura ha il suo origine semplicemente nei miglioramenti operativi dovuti al *leveraged buyout*? O è almeno in parte collegata alla presenza dei fondi di *Private Equity* dopo l'*IPO* e le sue interazioni con gli altri *stakeholders*?

1.3. DEFINIZIONI

Di seguito, l'elenco di definizioni del vocabolario spesso usato:

Abort cost

Spese di diverso tipo (per lo più onorari e spese per consulenti) sostenute dall'investitore istituzionale per valutare opportunità di investimento non andate a buon fine.

Accordo di riservatezza

Accordo scritto con il quale investitore e imprenditore si impegnano a non rivelare a terzi soggetti, non direttamente coinvolti nell'operazione, i contenuti della trattativa in corso e tutte le notizie acquisite nell'ambito di essa.

AIFI

Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, che dal 1986 riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i suoi associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate.

Bridge financing

Finanziamento "ponte" concesso da istituzioni di natura bancaria a supporto di operazioni di finanza straordinaria complesse ed immediatamente rimborsato all'atto della conclusione dell'operazione ovvero in un periodo immediatamente successivo.

Business angels

Investitori "informali" nel capitale di rischio, che acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote azionarie di imprese di piccola dimensione, contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse.

Business Plan

Documento nel quale un progetto di impresa, o un piano di sviluppo, viene esposto in termini di linguaggio aziendale, con riferimento alle variabili strategiche, tecnologiche, commerciali ed economico-finanziarie. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio e quindi è, spesso, per l'imprenditore il primo strumento di contatto con l'investitore istituzionale.

Buyback

Riacquisto di azioni proprie da parte di una società. Utilizzato comunemente anche per definire il riacquisto delle azioni possedute dall'investitore nel capitale di rischio da parte degli altri soci.

Buy or Sell Clause

Clausola tra azionisti che imponga ad una delle parti (A) di fissare un prezzo per azione (quota) e obblighi l'altra parte (B) alternativamente a: i) vendere tutte le sue azioni (quote) ad A a quel prezzo; ovvero ii) a comprare tutte le azioni (quote) detenute da A, sempre sulla base del medesimo prezzo. Questa clausola è

particolarmente utile in situazioni in cui la compagine sociale è formata sia da investitori istituzionali che strategici.

Call option

Diritto ad acquistare da un soggetto determinato la partecipazione nell'impresa da quest'ultimo detenuta, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

Capital gain

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio.

Capital under management

Con riferimento ad una società di gestione di Fondi, rappresenta l'ammontare complessivo di fondi disponibili ad una società di investimento per future operazioni, sommato ai fondi già investiti (considerati al costo) e non ancora disinvestiti.

Carried interest

Incentivo riconosciuto ai gestori di un Fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento. Nella prassi si aggira intorno al 20% del *capital gain* realizzato e si applica solamente qualora venga superato un livello minimo di rendimento (*hurdle rate*).

Cash flow

Flussi di cassa monetari derivanti da attività di impresa, che naturalmente possono essere positivi o negativi.

Closing

Momento della conclusione di un'operazione di investimento, generalmente coincidente con la girata delle azioni (quote) della società acquisita e il conseguente versamento del prezzo di acquisto da parte dell'investitore.

Commitment

Termine con il quale si identifica, in modo generale, l'impegno ad investire e/o a gestire di una parte rispetto ad un'iniziativa o a un progetto.

Corporate governance

Insieme delle regole che definiscono i comportamenti da rispettare per il buon governo dell'impresa e i rapporti tra i soci e il *management*.

Corporate venturing

Attività di *Venture Capital* promossa e realizzata da gruppi industriali con l'obiettivo di acquisire partecipazioni in aziende sinergiche, sotto il profilo strategico, tecnologico o commerciale, con l'attività svolta dalla capo-gruppo.

Covenant

Clausola di un contratto di finanziamento a tutela del finanziatore. Nel caso in cui i limiti previsti in sede contrattuale vengano superati dall'impresa affidata, è prevista l'immediata esigibilità delle somme ancora dovute.

Cluster venture

Operazione di investimento finalizzata al raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente, e caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

Deal

Investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Deal breakers

Fattori che possono determinare la mancata realizzazione di un'operazione di investimento, generalmente emergenti durante il processo di *due diligence* (si veda la voce corrispondente) o di negoziazione.

Deal flow

Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

Debito senior

Ha priorità rispetto ad altre forme di debito (definite *junior* o subordinate).

Debito subordinato o junior

Finanziamento a titolo di capitale di debito, definito anche *junior debt*, il cui rimborso è subordinato al preventivo rimborso di altre forme di debito (definite *senior*).

Default

Caso di esigibilità anticipata dei prestiti. Interviene quando un *covenant* non risulta rispettato.

Delisting

Rappresenta il processo inverso rispetto alla quotazione e comporta la cancellazione di una società quotata dal listino della borsa. Viene anche definito *public to private*.

Development capital

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ecc.) un'attività già esistente (definito anche ***Expansion capital/financing***).

Disinvestimento

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore al termine di un'operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno dell'azienda partecipata.

Drag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di obbligare gli altri soci alla vendita del controllo dell'impresa, in genere qualora le previste, alternative modalità di disinvestimento da parte dell'investitore non siano state perseguibili entro un termine concordato (definito anche Diritto di trascinarsi).

Due diligence

Insieme di attività, svolte direttamente dall'investitore o per mezzo di consulenti esterni, volte ad approfondire, preventivamente all'investimento, "lo stato di salute" dell'impresa e la corrispondenza dei contenuti del *business plan*.

Earn out

Formula attraverso la quale parte del pagamento del prezzo di acquisto di un'impresa o di una quota di essa viene vincolata al verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie o patrimoniali future.

Early stage financing

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di *seed* che quelle di *start-up*).

Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Netto di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica definito dalla differenza tra i ricavi, i costi operativi e gli ammortamenti, esclusi gli interessi passivi netti e le imposte.

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Lordo di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica, definito dalla differenza tra i ricavi e i costi operativi, esclusi gli ammortamenti, gli interessi passivi netti e le imposte.

Employees buyout

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale la proprietà risulta distribuita, in maniera diffusa, tra i dipendenti della stessa (definita anche *Workers Buyout*).

Equity

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di azionari o quote. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito ai soci tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

Equity kicker

Opzione concessa a particolari categorie di finanziatori a titolo di capitale di debito, che consiste nella possibilità di sottoscrivere una partecipazione minoritaria al capitale di rischio, generalmente in sede di disinvestimento da parte dell'investitore.

EVCA

European Private Equity and Venture Capital Association, è l'associazione che riunisce tutti gli operatori di *Private Equity* e *Venture Capital* presenti sul mercato a livello europeo.

Exit

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento (detto anche **Way out**).

Exit ratchet

Meccanismo di incentivazione per l'imprenditore/*manager* che permette a quest'ultimo, in sede di disinvestimento congiunto, di ottenere una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione ceduta dall'investitore.

Financial rounds

Successivi finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da un investitore nel capitale di rischio ad una impresa (si definiscono *first*, *second*, ecc.).

Fondo mobiliare chiuso

Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Follow on investment

Successivo investimento nel capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso investitore nel capitale di rischio.

Fund of funds (fondo di fondi)

Rappresenta un fondo che investe in altri fondi. In questo modo, scegliendo fondi differenti ed in paesi differenti, si ha la possibilità di ridurre il rischio di portafoglio.

Funding

Processo di raccolta dei capitali che può essere riferito sia alla ricerca delle fonti finanziarie da parte di un fondo di *venture capital*, per lo svolgimento della propria attività di investimento, che alla ricerca, da parte di un imprenditore, o aspirante tale, di capitale di rischio presso il mercato degli investitori istituzionali.

Hands off

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato dall'assenza di alcun coinvolgimento nella gestione dell'impresa.

Hands on

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato da un attivo coinvolgimento alla gestione d'impresa.

Hurdle rate

Tasso di rendimento minimo, sopra il quale scattano i meccanismi di incentivazione per i gestori dei fondi chiusi (***Carried interest***).

IBAN

Italian Business Angel Network, Associazione Italiana che raduna e coordina tutti i *Business Angel Network* presenti in Italia.

Information memorandum

Documento che riassume le caratteristiche generali di un'impresa o di uno *start-up* a beneficio di un potenziale investitore nel capitale di rischio.

Investimento in sindacato

Investimento effettuato in compartecipazione da più investitori nel capitale di rischio (conosciuto anche come *Syndication*).

Investitore captive

Operatore nel capitale di rischio posseduto per una quota di maggioranza da un'istituzione finanziaria o industriale, che ne definisce le linee strategiche e operative, e gli fornisce i capitali necessari per l'attività di investimento. Si contrappone all'investitore indipendente.

Investitore indipendente

Operatore nel capitale di rischio non riconducibile, in termini sia di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati, ad un'altra istituzione finanziaria o industriale, mantenendo, pertanto, totale autonomia strategica e gestionale.

Initial Public Offering (IPO)

Offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

Internal rate of return (IRR)

Tasso interno di rendimento, indica il rendimento annuo composto di un'attività di investimento ed è calcolato mediante il confronto delle uscite relative all'investimento e le entrate da questo derivanti. Rappresenta il metodo di valutazione delle performance utilizzato nel settore degli investimenti in capitale di rischio ed è calcolabile sia con riferimento ad un singolo investimento, che rispetto all'intero portafoglio dell'investitore.

Lead investor

Investitore istituzionale che assume il ruolo di leadership in operazioni di investimento in sindacato con altri investitori che seguono a ruota, detti *follower*.

Lettera di intenti

Documento nel quale vengono definiti, in via preliminare, i principali aspetti economici, legali e societari dell'operazione di investimento, che dovranno essere poi ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento.

Leveraged buyout

Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

Lock-up

Accordo tra i soci di una società in base al quale tutti o parte di questi si impegnano a non cedere le proprie partecipazioni prima di una predeterminata scadenza.

Management by objectives

Meccanismo di incentivazione volto a fidelizzare il management sulla base dell'individuazione di alcuni obiettivi al verificarsi dei quali sono previsti riconoscimenti economici.

Management buyin (MBI)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di *manager* precedentemente esterni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce *Management Leveraged Buyin (MLBI)*.

Management buyout (MBO)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di *manager* interni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce *Management Leveraged Buyout (MLBO)*.

Management fee

Commissione che spetta ai gestori di fondi chiusi per i servizi – di *origination*, consulenza e gestione delle partecipazioni – realizzati a favore di tali investitori istituzionali. Si colloca tra il 2 ed il 2,5% annuo sull'ammontare dei fondi gestiti.

Mezzanine finance

Il termine identifica una modalità di finanziamento con caratteristiche in parte simili al debito ed in parte simili a una partecipazione al capitale di rischio. Prende generalmente la forma di obbligazioni convertibili o di *warrants*. La sua remunerazione è in genere superiore al *senior loan* per effetto del maggior rischio legato alla postergazione rispetto al debito classico (da 1 a 3% in più) e dispone di una possibilità di partecipazione al capitale (*equity kicker*).

Patti parasociali

Insieme di contratti che regolano i rapporti tra i diversi azionisti soci e le loro modalità di partecipazione agli organi collegiali della società.

Portfolio company

Impresa presente nel portafoglio di un investitore nel capitale di rischio.

Prestito Obbligazionario Convertibile (POC)

Emissione di obbligazioni che garantisce ai possessori dei titoli la possibilità, entro una certa data, ovvero ad una determinata scadenza, di convertire gli stessi in azioni della medesima società.

Price on earning

Multiplo borsistico derivante dal rapporto tra il valore della capitalizzazione di Borsa di un'impresa e il suo risultato netto.

Private equity

Termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, il mestiere dell'investitore nel capitale di rischio, facendo specifico riferimento alle operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

Private Equity backed company

Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un fondo di *private equity*.

Put option

Diritto a vendere a un soggetto determinato la propria partecipazione nell'impresa, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

Replacement capital

Investimento finalizzato alla ristrutturazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

Reporting

Insieme delle informazioni periodiche richieste dall'investitore nel capitale di rischio e prodotte dalla società partecipata, per permettere un monitoraggio continuo dell'investimento in quell'impresa.

Seed financing

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Spin off

Creazione di una società indipendente ed autonoma, derivante dallo scorporo di uno o più determinati rami d'azienda (*spin off* industriale) ovvero di uno o più prodotti derivanti dall'attività di ricerca (*spin off* di ricerca, o accademico - definito anche *Carve out*).

Start-up financing

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

Stock option

Opzione che permette, a chi la possiede, di acquisire a condizioni vantaggiose e a una certa data (o al verificarsi di alcune condizioni) azioni (quote) della società. Abitualmente vengono distribuite tra il *management* della società.

Success fee

Commissione riconosciuta a consulenti esterni in caso di conclusione dell'operazione di investimento.

Tag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di partecipare, pro-quota, alla vendita, nel caso in cui gli altri soci decidano di cedere la loro partecipazione nell'impresa (definito anche Diritto di co-vendita).

Target company

Impresa oggetto di investimento da parte di un investitore nel capitale di rischio.

Track record

Risultati professionali ottenuti nel passato da un investitore nel capitale di rischio, utilizzati per valutarne la professionalità e lo *standing*.

Turnaround financing

Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

Trade sale

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica.

Venture backed company

Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un *venture capitalist*.

Venture Capital

Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata ad operazione di *Early stage (seed financing o start-up financing)*.

Write down

Investimento non performante secondo le aspettative dell'investitore di rischio e dunque parzialmente svalutato nel portafoglio di quest'ultimo.

Write off

Abbattimento totale o parziale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria.

Yield

Dividendi espressi in percentuale del prezzo delle azioni.

2. OFFERTA PUBBLICA INIZIALE O IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING)

Un'**Offerta Pubblica Iniziale** o IPO (dall'inglese *Initial Public Offering*) è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato. Le offerte pubbliche iniziali sono promosse generalmente da un'impresa il cui capitale è posseduto da uno o più imprenditori, o da un ristretto gruppo di azionisti (ad esempio investitori istituzionali o *venture capitalists*), che decide di aprirsi ad un pubblico di investitori più ampio contestualmente alla quotazione in Borsa. L'impresa che promuove un'IPO può scegliere fra le seguenti modalità per offrire sul mercato una quota del proprio capitale azionario:

- **Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS)**, ovvero la possibilità data agli investitori di sottoscrivere azioni di nuova emissione. L'**offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)** è un particolare tipo di offerta pubblica iniziale caratterizzata dal fatto che le azioni emesse vengono create *ex novo* e fatte sottoscrivere a nuovi azionisti. La conseguenza di una offerta pubblica di sottoscrizione è un aumento di capitale per l'azienda. L'offerta pubblica di sottoscrizione si distingue dall'offerta pubblica di vendita perché quest'ultima prevede che le azioni quotate vengano cedute (vendute) dal soggetto economico agli investitori esterni.

- **Offerta Pubblica di Vendita (OPV)**, ovvero l'alienazione di azioni già esistenti e possedute dagli attuali azionisti. Un'offerta pubblica di vendita (OPV, spesso in lingua inglese **IPO Initial Public Offering**) consiste in un'offerta irrevocabile di azioni di una società rivolta al pubblico: una società decide di vendere, a determinate condizioni, parte della proprietà mediante collocamento di quote nel mercato regolamentato. La disciplina dell'OPV risponde a molteplici obiettivi, quali la parità di trattamento degli investitori, la trasparenza dell'operazione, la correttezza dell'informazione e la tutela del risparmio (realizzata mediante appositi prospetti informativi). La disciplina dell'OPV si applica alle società che desiderano, mediante quest'operazione, accedere al mercato borsistico.
- **Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione (OPVS)**, ovvero lo sfruttamento congiunto delle due modalità precedenti. Nel caso di un'OPS, poiché sono collocate sul mercato azioni di nuova emissione, l'offerta comporta un aumento di capitale ed una raccolta di capitale positiva per l'impresa. Per contro, in un'OPV, gli azionisti controllanti e/o gli investitori istituzionali presenti nel capitale dell'impresa cedono, in parte o integralmente, i loro titoli; in questo caso non vi è quindi raccolta di capitale per l'impresa, ma unicamente raccolta di liquidità per gli offerenti.

2.1. BENEFICI DELLA QUOTAZIONE

Si riportano di seguito le diverse tipologie di benefici collegati alla quotazione:

- **Benefici finanziari:** la quotazione può essere associata ad una ridefinizione della struttura finanziaria dell'impresa, con l'obiettivo di ridurre l'indebitamento e di conseguenza il costo del capitale di debito. Una società quotata, inoltre, può avere accesso al capitale di rischio a costi più contenuti e con maggiore facilità rispetto a una società non quotata. Il capitale eventualmente raccolto con la quotazione può essere utilizzato per finanziare la crescita esterna attraverso future acquisizioni, oppure la crescita interna attraverso nuovi investimenti. Attraverso la quotazione, inoltre, si viene a creare un bene, il titolo quotato, che può essere utilizzato come mezzo di pagamento o di scambio in operazioni straordinarie come fusioni e acquisizioni. Infine, la quotazione può rappresentare un'opportunità per sfruttare momenti particolarmente favorevoli nel ciclo del mercato finanziario, traendo vantaggio da un *pricing* favorevole dei titoli sul mercato.
- **Benefici operativi:** la quotazione può costituire l'occasione per favorire l'ingresso di nuovi soci privati nell'impresa, in particolare di investitori istituzionali, i quali possono contribuire alla gestione operativa dell'impresa. La quotazione può rappresentare, inoltre, una leva di marketing per ampliare il mercato potenziale. Infine, la quotazione può fungere da strumento di certificazione della qualità dell'impresa, ad esempio verso i suoi clienti e fornitori.
- **Benefici organizzativi:** la quotazione su un mercato regolamentato richiede ad un'impresa di dotarsi di adeguati flussi informativi sia interni sia verso il mercato. L'adozione di questi flussi può avere effetti positivi sulla gestione dell'impresa stessa. Inoltre, un'impresa quotata può più

facilmente implementare piani di incentivazione con assegnazione di azioni e *stock option* a dipendenti e manager, volti ad allineare i loro obiettivi a quelli generali dell'impresa, diminuendo così i cosiddetti costi di agenzia.

- **Benefici fiscali:** possono essere previsti, infine, incentivi fiscali legati alla quotazione di un'impresa sul mercato borsistico. Ad esempio, in Italia, il D.L. 537/1994 e il D.L. 466/1997 hanno previsto sgravi fiscali, anche se temporanei, per le imprese neo quotate su un mercato borsistico regolamentato.

2.2. COSTI DELLA QUOTAZIONE

La quotazione comporta anche dei costi, che sono sostenuti dall'impresa non solo al momento della quotazione, ma anche in via continuativa negli anni successivi:

- **Costi diretti di quotazione:** rientrano in questa categoria i costi delle consulenze legali e strategiche fornite dagli *advisor*, delle pratiche amministrative (ad esempio per eventuali modifiche statutarie), della certificazione dei bilanci e della redazione della documentazione richiesta dalle autorità di vigilanza. Quando la quotazione comporta un collocamento di titoli sul mercato, devono essere tenuti in considerazione anche il compenso per l'intermediario che garantisce l'offerta (*underwriter*), quantificabile in una percentuale che varia solitamente dal 3% al 7% del capitale offerto, e i costi di marketing relativi alla promozione dell'offerta, ai *road show* e alla diffusione del prospetto informativo presso i potenziali investitori. La società di Borsa richiede inoltre una *fee* sia al momento dell'ingresso nel listino, sia negli anni successivi. In questo secondo caso, esso è proporzionale al volume degli scambi. Infine, poiché non vi è certezza *ex ante* sul valore delle azioni offerte, l'impresa potrebbe incorrere anche nel costo di *underpricing*: potrebbe cioè sostenere un costo opportunità cedendo azioni ad un valore inferiore rispetto a quello riconosciuto dal mercato.
- **Costi indiretti di quotazione:** rientrano in questa categoria i costi indotti dallo *status* di impresa quotata. Innanzitutto, la quotazione in Borsa richiede che sia istituito, internamente all'impresa, un servizio di *investor relation*, prima inesistente, deputato a produrre informativa minuziosa e costante al mercato e alla comunità finanziaria. Gli investitori che acquistano titoli di una società quotata, inoltre, sono generalmente interessati non tanto al successo di lungo periodo dell'impresa, quanto piuttosto al rendimento che essa è in grado di generare nel breve-medio periodo sul capitale da loro investito. Questo può disincentivare la realizzazione di quegli investimenti che promettono rendimenti solo nel lungo periodo (ad esempio quelli in attività di ricerca e sviluppo), poiché essa implicherebbe una riduzione nell'immediato dell'utile di bilancio e quindi dei dividendi che l'impresa sarebbe in grado di distribuire. Può verificarsi pertanto la rinuncia ad effettuare investimenti che sarebbero del tutto auspicabili dal punto di vista del rendimento economico e un indebolimento delle capacità dell'impresa di essere competitiva nel lungo periodo. Allo stesso modo, è possibile che il maggior flusso informativo verso l'esterno

richiesto dallo *status* di società quotata possa arrecare danno all'impresa, facendole perdere parte del proprio vantaggio competitivo svelando informazioni ai concorrenti.

2.3. EFFETTO SULLA STRUTTURA PROPRIETARIA

La scelta della quotazione è anche legata a considerazioni sulla struttura proprietaria: solitamente, gli azionisti controllanti si cautelano dall'indebolire la loro influenza sull'impresa dopo l'ingresso in Borsa. Molti imprenditori vogliono evitare la presenza di persone indesiderate fra gli azionisti di minoranza, in quanto questi potrebbero condizionare la gestione dell'impresa favorendo scelte che danneggiano l'imprenditore. Altri, invece, sono ben lieti di accogliere fra gli azionisti fondi di investimento e società finanziarie, che assicurano la diffusione di informazioni e analisi sul valore dell'impresa (*research coverage*) e possono monitorarne l'efficienza.

2.4. FASI DI UN'IPO

L'IPO è una delle operazioni finanziarie più complesse e costose affrontate dalle imprese. Diverse metodologie possono essere utilizzate per effettuare un'IPO. Per metodologia di un'IPO si intendono le regole e le procedure che l'impresa che promuove l'offerta e gli intermediari che l'affiancano devono seguire per vendere le azioni agli investitori. L'insieme delle possibili metodologie è pressoché infinito e ciascuna produce un risultato differente sull'esito finale dell'operazione. Le metodologie si differenziano in particolare per il modo in cui viene determinato il prezzo di collocamento delle azioni e per il modo in cui queste ultime vengono allocate agli investitori che ne hanno fatto domanda. Pur con delle differenze significative, le **metodologie utilizzate** nella pratica sono classificabili in tre categorie:

- *Book building*;
- Offerta a prezzo fisso;
- Asta.

Negli ultimi anni, il *book building* è diventato di gran lunga il meccanismo più utilizzato in tutti i principali mercati borsistici, tra cui l'Italia.

In Italia, un'IPO si svolge solitamente secondo le seguenti **fasi**:

- Decisione strategica relativa alla convenienza della quotazione e alle sue modalità;
- Individuazione degli intermediari che affiancano l'impresa nell'offerta pubblica;
- Emissione del prospetto informativo e decisione del prezzo dell'offerta;
- Collocamento dei titoli;
- Quotazione in Borsa.

La **decisione della quotazione** viene presa comparandone costi e benefici. In questa fase, l'impresa è affiancata da un *advisor* strategico, che fornisce consulenza e prepara uno studio di convenienza. Contestualmente, vengono anche decise le modalità dell'offerta pubblica e cioè quante azioni offrire, quante azioni saranno di nuova emissione e quante saranno vendute dagli attuali azionisti, i tempi della quotazione, un *range* di riferimento del prezzo di offerta delle azioni.

In seguito, **l'impresa individua un intermediario** che funge da *global co-ordinator* dell'offerta, il quale mantiene contatti diretti fra l'impresa e gli investitori istituzionali interessati ad acquistare titoli, si preoccupa di valutare l'impresa e di promuovere l'IPO, agisce da sponsor certificando per l'impresa i requisiti di ammissione alla quotazione. È pratica diffusa in Italia che, accanto all'offerta pubblica, una frazione anche maggioritaria dei titoli sia assegnata in collocamento privato (*private placement*) agli investitori istituzionali nazionali ed esteri. L'IPO è condotta da un sindacato di collocamento, di cui fanno parte il *lead manager* (o *underwriter*) e altri *co-manager* a volte esteri, che si assumono l'onere di collocare sul mercato i titoli per conto dell'impresa, anche per la parte riservata agli investitori istituzionali. L'*underwriter* si riserva spesso l'opzione di collocare sul mercato un'ulteriore frazione di titoli, in genere fra il 10% e il 15% dell'offerta totale (*green shoe*).

Una delle fasi più complesse di un'IPO è la **decisione dell'intervallo di prezzo preliminare (range) dell'offerta**. A tal fine, è necessario procedere ad una valutazione dell'impresa quotanda. Il metodo più utilizzato è il metodo finanziario-reddituale: si tratta di stimare il reddito operativo e i flussi di cassa futuri dell'impresa e di attualizzarli attraverso il costo del capitale teorico dell'impresa. Per le imprese le cui attività sono tangibili e facilmente valutabili si ricorre anche al metodo patrimoniale. Molto spesso viene adottato anche il metodo dei 'multipli comparabili', in base al quale il valore dell'impresa quotanda è ricavato osservando i dati fondamentali e la capitalizzazione di imprese già quotate, simili per settore di attività e dimensione. Il *range* del prezzo di offerta giudicato equo dall'impresa e dagli intermediari viene **pubblicato nel Prospetto Informativo**, insieme ad una dettagliata serie di informazioni riguardanti le modalità dell'offerta, i principali dati contabili dell'impresa e una relazione sulle strategie e prospettive future del business.

Nel frattempo, il *global co-ordinator* organizza una serie di incontri con la comunità finanziaria (*road show*) per presentare l'IPO e raccogliere insieme all'*underwriter* potenziali adesioni di investimento da parte degli investitori istituzionali (*book building*). Prima dell'**apertura dell'offerta pubblica**, viene pubblicato il prezzo massimo dell'offerta, sulla base del feedback dell'attività di *book building* rispetto al *range* precedentemente proposto nel Prospetto Informativo. Quasi sempre, il prezzo finale dell'offerta viene deciso alla chiusura dell'offerta pubblica, appena prima della quotazione in Borsa.

Durante il primo giorno di quotazione, evidentemente, tutti sono ansiosi di osservare il prezzo di mercato della "matricola" neo-quotata. Quello che spesso succede è che il prezzo del titolo registrato durante il primo giorno di quotazione sia più alto del prezzo dell'offerta (*underpricing*). Non è escluso però che in alcuni casi, in particolare nei giorni successivi, la *performance* sul mercato borsistico sia più deludente; se accade questa evenienza, molto spesso l'*underwriter* interviene direttamente sul mercato per sostenere il corso dei titoli, riacquistandoli, per non deludere i risparmiatori.

2.5. LA BORSA ITALIANA ED I SUOI MERCATI

Molte società di successo, private o caratterizzate dalla presenza nel capitale di investitori istituzionali, affrontano un momento in cui valutano l'ipotesi di quotarsi in Borsa. Per esempio la società ha un piano di nuovi investimenti da finanziare o vuole affrontare un ricambio generazionale. Oppure ancora, alcuni membri della famiglia fondatrice o investitori istituzionali cercano un'opportunità per uscire dall'investimento.

La quotazione in Borsa offre una risposta a queste sfide e rappresenta una scelta chiave per il futuro dell'azienda. Pertanto una società deve valutare attentamente tutti gli aspetti della quotazione e le implicazioni che lo status di società quotata implica sulla gestione aziendale.

L'accesso al mercato dei capitali tramite la quotazione in Borsa è uno strumento importante per tutte quelle imprese che desiderano confrontarsi in scenari competitivi sempre più complessi che richiedono visione strategica, piani industriali solidi e importanti capitali per realizzarli.

Alcuni dati che supportano tale affermazione:

- Le imprese quotate sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo: il fatturato cresce pre-quotazione del 22% annuo e del 18% dopo, a fronte di un dato medio del 7%;
- 4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore;
- Il 40% delle risorse raccolte in sede di *Initial Public Offering* sono destinate all'attività di crescita per linee esterne: il 70% delle imprese effettua almeno un'acquisizione e mediamente si osservano, post-quotazione, 4 acquisizioni per impresa;
- In corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti: il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre-quotazione al 23% negli anni successivi.

L'offerta dei **mercati di Borsa Italiana** si articola in modo da rispondere alle particolari esigenze di ogni tipologia di azienda.

2.5.1. MERCATO TELEMATICO AZIONARIO (MTA)

MTA è il Mercato Telematico Azionario all'interno del quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant.

MTA si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione offrendo loro un mercato allineato ai migliori standard internazionali, in grado di supportare le esigenze di raccolta di capitali domestici e internazionali provenienti da investitori istituzionali, professionali e dal pubblico risparmio ed in grado di garantire un'elevata liquidità dei titoli.

L'ammissione a quotazione su MTA è disposta da Borsa Italiana sulla base di requisiti sia formali che sostanziali.

Tra gli altri requisiti formali, sono richiesti una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e un flottante di almeno il 25%.

I requisiti sostanziali riguardano principalmente una chiara visione strategica, un buon posizionamento competitivo, la sostenibilità finanziaria, l'autonomia gestionale e tutti gli aspetti che concorrono ad aumentare la capacità della società di creare valore per gli azionisti.

Per tutte le società quotate su MTA è consigliata l'adozione del Codice di Autodisciplina.

2.5.2. SEGMENTO STAR DEL MTA

Il **segmento STAR del Mercato MTA** di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di:

Alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa;

Alta liquidità (35% minimo di flottante);

Corporate Governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli *standard* internazionali.

Gli investitori istituzionali italiani e esteri, come anche i piccoli risparmiatori, apprezzano la qualità del segmento STAR e delle 66 società quotate che al 30 aprile 2013 rappresentano il 26% dell'intero MTA.

Borsa Italiana sostiene continuamente, nel corso dell'anno, la visibilità delle Società STAR nei confronti degli Investitori Istituzionali, in particolare con le tappe delle *STAR Conferences* che portano le aziende quotate a presentarsi alla comunità degli investitori istituzionali internazionali nelle piazze di Milano e Londra.

2.5.3. MTA INTERNATIONAL

MTA International è il segmento di Borsa Italiana dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari.

Questo segmento permette di negoziare su MTA alcuni dei titoli più liquidi dell'area euro in modo fungibile con i mercati di prima quotazione, utilizzando però la filiera di trading e post-trading di Borsa Italiana e beneficiando dei suoi costi competitivi.

Principali caratteristiche dell'*MTA International*:

- Nel segmento possono essere ammesse alle negoziazioni, senza la necessità di produrre un prospetto informativo, le azioni già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi. La richiesta di ammissione può essere effettuata sia da un operatore aderente a un mercato di Borsa Italiana, sia dall'emittente, sia da Borsa Italiana stessa;
- Le ammissioni di titoli su *MTA International* saranno comunicate con un apposito Avviso di Borsa, che riporterà la data di inizio delle relative negoziazioni e altri dettagli;
- È prevista una specifica procedura di ammissione nonché obblighi informativi (iniziali e continuativi) a cura del soggetto richiedente l'ammissione;
- Fasi e orari di negoziazione degli strumenti quotati su *MTA International* sono analoghi al segmento *blue-chip* (ad eccezione della sessione *after hours*);

- È possibile la presenza di un operatore specialista a sostegno della liquidità dei titoli;
- I contratti eseguiti sono garantiti dalla Controparte Centrale della CC&G, vengono inviati al servizio di Riscontro e Rettifica Giornaliero, e Monte Titoli gestisce le procedure di liquidazione (così come per gli altri contratti attualmente conclusi sul mercato MTA);
- Il termine di liquidazione può essere diverso da T+3, per allinearsi alle caratteristiche del mercato di prima quotazione dello strumento finanziario; il calendario di liquidazione è quello europeo Target;
- Sul segmento MTA *International* non è prevista la negoziazione di eventuali diritti rivenienti da operazioni sul capitale e in occasione di *corporate actions* non viene applicata alcuna rettifica al prezzo di riferimento degli strumenti finanziari interessati;
- Le azioni negoziate nel segmento MTA *International* non entrano a far parte di alcun indice di Borsa Italiana.

2.5.4. MERCATO DEGLI INVESTMENT VEHICLES (MIV)

MIV (Mercato degli Investment Vehicles) è il mercato regolamentato di Borsa Italiana creato con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica.

Grazie al suo efficace e flessibile assetto regolamentare, è in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli, tra cui:

- *Investment companies* e *real estate investment companies*;
- Fondi di *Private Equity*;
- Fondi chiusi immobiliari;
- *Special purpose acquisition companies (SPAC)*;
- Fondi specializzati, fondi *multi-strategy*, fondi di fondi.

Il Mercato MIV è aperto sia a investitori *retail* sia a investitori professionali.

Il mercato è ad oggi suddiviso in 4 segmenti, che riflettono la tipologia di strumenti finanziari negoziati:

1. Segmento **Fondi Chiusi**, in cui sono negoziate le quote di fondi chiusi mobiliari e immobiliari;
2. Segmento **Investment Companies**, in cui sono negoziate le azioni delle *Investment Companies*;
3. Segmento **Real Estate Investment Companies**, in cui sono negoziate le azioni delle *Real Estate Investment Companies (REIC)*;
4. Segmento **Professionale**, in cui sono negoziati gli strumenti finanziari delle *Special Investment Vehicles (SIV)*, società la cui politica di investimento non prevede un sufficiente livello di diversificazione, fra cui le SPAC, e società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità, fra cui i veicoli *multi-strategy*.

Le negoziazioni sul MIV avvengono sulla medesima piattaforma del mercato principale (MTA) e di tutti i più importanti mercati del Gruppo *London Stock Exchange*.

Gli orari di negoziazione degli strumenti finanziari sono analoghi al mercato principale e gli scambi avvengono in modalità di negoziazione continua.

La maggior parte dei membri del Mercato MTA è anche connessa al MIV (di cui quasi il 50% di provenienza estera), pertanto al Mercato MIV può accedere il medesimo ampio ed eterogeneo bacino di investitori presente sul MTA.

2.5.5. MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE (AIM ITALIA)

AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane che vogliono investire nella loro crescita. AIM Italia si contraddistingue per il suo approccio regolamentare equilibrato, per un'elevata visibilità a livello internazionale e per un processo di ammissione flessibile, costruito su misura per le necessità di finanziamento delle PMI italiane nel contesto competitivo globale.

Il Mercato nasce il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico mercato pensato per le PMI più dinamiche e competitive del nostro Paese, con una formula che fa leva sul *know-how* ottenuto in oltre 15 anni di esperienza dell'AIM inglese da un lato e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro.

AIM Italia offre alle imprese di piccola e media dimensione la possibilità di accedere in modo efficiente ad una platea selezionata di investitori focalizzati sulle *small caps*.

È concepito per offrire un percorso più rapido e flessibile alla quotazione, ma al contempo tutelare gli investitori, grazie ad un efficiente impianto regolamentare che risponde ai bisogni delle piccole imprese e degli investitori specializzati.

AIM Italia è un *MTF (Multilateral Trading Facility)*, cioè un mercato regolamentato da Borsa Italiana. In fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti e successivamente non è richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. Il mercato si basa sulla presenza di una figura chiave: il *Nominated Adviser (Nomad)*, soggetto responsabile nei confronti di Borsa Italiana, incaricato di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione e in seguito di assisterla, guidarla e accompagnarla per tutto il periodo di permanenza sul mercato.

AIM Italia offre alle imprese i seguenti vantaggi:

- Consente alle imprese di minori dimensioni di accedere al mercato dei capitali in modo rapido e a costi più contenuti rispetto al mercato principale, assicurando al contempo trasparenza e liquidità per gli investitori;
- Visibilità internazionale: le imprese potranno accedere a un mercato realmente globale, beneficiando di visibilità internazionale e godendo della credibilità conquistata dall'AIM inglese e dai mercati di Borsa Italiana.

2.5.6. INDICI

MTA (unitamente al mercato MIV) è rappresentato dai seguenti indici:

- FTSE Italia All-Share;

- Indici dimensionali: FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Italia Micro Cap;
- Indici settoriali;
- FTSE Italia STAR, che rappresenta le sole società appartenenti al segmento STAR.

La Serie di Indici FTSE Italia è stata studiata per rappresentare le prestazioni delle società italiane quotate nei mercati di Borsa Italiana, fornendo agli investitori un insieme completo e complementare di indici che misurano le prestazioni dei principali settori industriali e segmenti di mercato.

Di seguito, si riportano le descrizioni di ogni singolo indice:

- **FTSE MIB:** È composto dai 40 titoli più liquidi e capitalizzati sul listino della Borsa Italiana. L'indice FTSE MIB è anche il sottostante di Futures, miniFutures ed opzioni, quotati sul mercato IDEM di Borsa Italiana. Le società che rientrano nei panieri dell'indice FTSE MIB vengono negoziate anche nel comparto *After Hours*;
- **FTSE Italia Mid Cap:** È composto dalle prime 60 azioni per capitalizzazione e liquidità successive alle società che compongono l'indice FTSE MIB;
- **FTSE Italia Small Cap:** È composto da tutte le altre azioni, al di fuori dell'indice FTSE MIB e di quello FTSE Italia Mid Cap;
- **FTSE Italia Micro Cap:** È composto da tutte le azioni la cui capitalizzazione di mercato è minore del valore più piccolo dei costituenti FTSE MIB, che non sono nell'Indice FTSE Italia All-Share;
- **FTSE Italia All-Share:** Comprende tutti gli elementi costituenti degli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap;
- **FTSE Italia STAR:** Comprende le azioni delle società appartenenti nel segmento STAR del mercato MTA.

3. OBBLIGAZIONI (*BOND*)

In finanza con il termine **obbligazione** (in lingua inglese *bond*) si indica un titolo di debito emesso da società o enti pubblici che attribuisce al suo possessore il diritto al rimborso del capitale prestato all'emittente alla scadenza, più un interesse su tale somma. Un'obbligazione tipica sono ad esempio i titoli di Stato.

Scopo di un'**emissione obbligazionaria** (o **prestito obbligazionario**) è il reperimento di liquidità da parte dell'emittente.

Di solito il rimborso del capitale al possessore del titolo di debito da parte dell'emittente avviene alla scadenza al valore nominale e in un'unica soluzione, mentre gli interessi sono liquidati periodicamente (trimestralmente, semestralmente o annualmente). L'interesse corrisposto periodicamente è detto **cedola** perché in passato per riscuoterlo si doveva staccare il tagliando numerato unito al certificato che rappresentava l'obbligazione.

Se l'emittente non paga una cedola (così come se è insolvente nei confronti delle banche o di creditori commerciali), un singolo obbligazionista può presentare istanza di fallimento.

3.1. CATEGORIE

Di seguito, le principali tipologie di obbligazioni:

- **Obbligazioni esigibili anticipatamente** (*callable* in inglese): sono delle obbligazioni a tasso fisso che includono una clausola di rimborso anticipato (*call provision*) da parte dell'emittente del titolo. Ciò per consentire all'ente emittente del titolo di rimborsare l'obbligazione quando il tasso risultasse più elevato di quello di mercato con un aggravio del prestito per lo stesso. Chiaramente questo comporta che all'emissione il tasso sia mediamente più elevato di quello di mercato per compensare l'investitore del rischio di rimborso anticipato.
- **Obbligazioni convertibili**: sono obbligazioni il cui rimborso può avvenire, a discrezione del sottoscrittore, attraverso la consegna di titoli di altra specie e di uguale valore. Un'obbligazione convertibile in azioni, per esempio, implica che il sottoscrittore dell'obbligazione possa decidere di ricevere, alla scadenza del prestito obbligazionario, azioni della società emittente o di altra società anziché denaro. La convertibilità delle obbligazioni consente ai loro possessori di partecipare quindi all'incremento del prezzo dell'azione. Inoltre, poiché il tasso di conversione obbligazione/azione sarà tale che il prezzo delle azioni dovrà aumentare in modo notevole prima che tale conversione possa avvenire convenientemente. L'emissione di questa tipologia di obbligazioni è un modo che l'azienda ha per evitare di trasmettere segnali negativi al mercato, poiché questa operazione lascia sottintendere che il management si aspetta buone performance aziendali in futuro ed un incremento del prezzo dell'azione. Un'emissione azionaria invece sottintende che il prezzo dell'azione è elevato o è destinato a scendere in futuro, rientrando così nell'ottica manageriale che predilige la tutela degli azionisti attuali. La conversione obbligazionaria può avvenire secondo le due **modalità diretta** e **indiretta**. La **modalità diretta** prevede semplicemente la conversione da parte dell'obbligazionista delle proprie obbligazioni ad un rapporto prefissato in azioni della società emittente. La **conversione indiretta** prevede invece la conversione in azioni di una società diversa da quella emittente le obbligazioni. Generalmente la conversione viene sospesa in particolari periodi dell'anno, ovvero in occasione di particolari eventi societari quali la distribuzione dei dividendi o l'approvazione del bilancio. Le obbligazioni convertibili presentano una serie di vantaggi rispetto ai comuni investimenti obbligazionari o azionari. In primis occorre ricordare la priorità di rimborso di questa tipologia di titoli rispetto alle azioni in caso di fallimento societario. In secondo luogo, la natura obbligazionaria permette di risultare parzialmente protetti dai ribassi delle azioni sottostanti al titolo (sostenendo solo ribassi del valore delle obbligazioni convertibili rese meno appetibili dalla fase ribassista delle azioni). In caso di rialzo delle azioni è possibile trarre vantaggio dalla situazione esercitando il diritto di conversione o vendendo direttamente l'obbligazione convertibile ad un prezzo più alto di quello di acquisto. Lo svantaggio principale si origina in presenza di ribassi contemporanei del mercato obbligazionario e di quello azionario, che rendono svantaggiosa la conversione in azioni del titolo e nel contempo assicurano rendimenti inferiori a quelli ottenibili nello stesso momento da un'obbligazione ordinaria.
- **Obbligazioni a tasso fisso**: sono obbligazioni che remunerano l'investimento a un tasso di interesse fisso stabilito prima dell'emissione. All'interno della categoria delle obbligazioni a tasso fisso è tuttavia possibile distinguere almeno due diverse tipologie di obbligazioni, che prevedono che il tasso fisso prestabilito cresca o diminuisca durante la vita del titolo (si tratta, rispettivamente, delle obbligazioni *step up* e *step down*).

- **Obbligazioni *step up*:** sono obbligazioni a tasso fisso che prevedono un aumento del valore della cedola in maniera prefissata. La struttura cedolare delle obbligazioni *step up*, benché variabile nel tempo, è quindi predeterminata in fase di emissione del titolo: le cedole sono progressivamente crescenti. Le cedole possono in genere essere incassate semestralmente o annualmente e, al termine della vita del titolo, il risparmiatore riceve una somma di denaro equivalente al valore di rimborso delle obbligazioni possedute. A titolo esemplificativo, si consideri un'obbligazione *step up* con durata 6 anni, un tasso iniziale pari al 4% ed un incremento percentuale dello stesso dello 0,25% in corrispondenza di ogni emissione della cedola. Il primo anno verrà corrisposto all'investitore un tasso del 4%, il secondo anno un tasso del 4,25%, il terzo un tasso del 4,50% e così via, fino a quando si avrà la scadenza del titolo (momento in cui all'investitore sarà anche rimborsato il prezzo per l'acquisto iniziale del titolo).
- **Obbligazioni *step down*:** sono obbligazioni a tasso fisso in cui il valore della cedola è soggetto ad una progressiva e predeterminata riduzione nel corso della vita del prestito. La struttura cedolare delle obbligazioni *step down*, benché variabile nel tempo, è dunque predeterminata in fase di emissione del titolo: le prime cedole sono elevate e le successive sono progressivamente decrescenti. Le cedole delle obbligazioni *step down* possono in genere essere incassate ogni sei mesi o ogni anno e, al termine della vita dell'obbligazione, l'investitore riceve una somma di denaro pari al valore di rimborso delle obbligazioni possedute. A titolo di esempio, si prenda in considerazione un'obbligazione *step down* con durata 5 anni, un tasso iniziale pari al 5% ed un decremento percentuale del tasso pari allo 0,25% per ogni emissione della cedola. Se il primo anno l'investitore potrà beneficiare di un tasso pari al 5%, il secondo anno riceverà un tasso del 4,75%, il terzo anno un tasso del 4,50% e così via fino alla scadenza dell'obbligazione (momento in cui sarà rimborsata all'investitore anche la somma inizialmente versata per l'acquisto del titolo).
- **Obbligazioni a tasso variabile:** sono uno strumento finanziario originatosi per far fronte all'elevata volatilità dell'interesse di mercato negli anni Ottanta e Novanta. Sono obbligazioni che remunerano l'investimento a un tasso di rendimento che varia in base a un parametro di riferimento, che può essere di natura monetaria, finanziaria o in base all'andamento del prezzo di materie prime. Il tasso varia a determinate scadenze temporali seguendo i tassi di mercato. Possono essere **garantite** o **non garantite**.
- **Obbligazioni *garantite* (*covered bond*):** si basano sulla garanzia implicita che sta alla base della loro emissione. In altre parole, emettendo obbligazioni di questo tipo per finanziare un progetto (ad esempio la costruzione di un edificio), i frutti derivanti da questo progetto e le sue attività possono essere messi in liquidazione dai possessori di obbligazioni in caso di mancato rimborso di queste. Questi titoli risultano pertanto meno rischiosi delle obbligazioni non garantite con caratteristiche simili, e hanno quindi un tasso di interesse più basso.
- **Obbligazioni *non garantite*:** sono obbligazioni a lungo termine supportate dalla solvibilità generale di chi le emette, risultando prive di garanzie specifiche come invece sono le obbligazioni garantite. L'eventuale insolvenza dell'emittente i possessori di questi titoli possono solamente adire alle vie legali richiedendo la confisca dei beni dell'azienda debitrice. Tuttavia, data la bassa priorità di rimborso di questi titoli rispetto alle obbligazioni garantite, tale forma di garanzia se è stata impegnata a favore di altre classi di creditori non è a disposizione dei possessori di questa categoria di obbligazioni; da ciò deriva una maggiore rischiosità di questa tipologia di emissione e un tasso di interesse offerto più elevato.
- **Obbligazioni *Zero-Coupon* (*Zero-Coupon Bonds*, abbreviato *ZCB*):** è un'obbligazione il cui rendimento è calcolato come differenza tra la somma che il sottoscrittore riceve alla scadenza e la

somma che versa al momento della sottoscrizione. Il rendimento è pari a $r = \frac{SR-SV}{SV}$, dove SR è la somma rimborsata al sottoscrittore e SV è la somma versata dal sottoscrittore. L'esempio tipico di un titolo zero-coupon è, in Italia, il Buono Ordinario del Tesoro (BOT). Quando le obbligazioni avevano forma cartacea, il pagamento degli interessi avveniva dietro consegna di un tagliando, staccato dall'obbligazione. Nel caso delle obbligazioni zero-coupon tale tagliando non esisteva. Di qui il termine zero-coupon. Anche se non esiste un limite alla durata di tale tipo di obbligazioni, di solito esse vengono usate quando la durata è pari o superiore all'anno. Questo perché in caso di obbligazioni di durata superiore all'anno il sottoscrittore rinuncia al periodico incasso degli interessi maturati nel periodo precedente, potendo incassare il capitale versato e gli interessi maturati (sotto forma di guadagno in conto capitale) solo alla scadenza dell'obbligazione. Gli zero coupon a 12, 18 o 24 mesi sono tipicamente emessi da emittenti statali; quelli a durata superiore, decennale o anche trentennale, sono invece prerogativa di organismi sovranazionali (per es. BEI) o banche d'affari di levatura mondiale. Il meccanismo di emissione prevede quindi che a fronte di un valore nominale pari a 100, il sottoscrittore dell'obbligazione versi all'emittente una somma inferiore a 100 (supponiamo ad esempio 97) incassando, alla scadenza, 100. In questo esempio il rendimento è quindi pari a $3/97$ (3,09%) poiché il sottoscrittore ha effettivamente versato solo 97, pur trovandosi in mano un titolo dal valore di 100. In Italia è sottoposta ad una tassazione fiscale del 12,5%, per i titoli emessi dallo Stato Italiano e Stati esteri presenti in una *white list* (nell'esempio: $3,09\% * 0,875 = 2,70375\%$ netto), e del 20% per tutti gli altri emittenti, al pari di altri prodotti finanziari (come i pronti contro termine).

- **Obbligazioni strutturate:** sono titoli costituiti da un'obbligazione e una o più componenti definite derivative, cioè contratti di acquisto o vendita di strumenti finanziari come indici, azioni e valute. Si tratta di obbligazioni vere e proprie, ma ciò che differisce è il rendimento, che è regolato sulla base di parametri collegati al verificarsi o meno di certi eventi previsti nel contratto. Le principali tipologie di obbligazioni strutturate sono:
 - *Equity linked*, obbligazioni a capitale garantito collegate ad un *credit derivate*, il cui rendimento è funzione delle performance del mercato azionario. La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del valore nominale a scadenza, quella opzionale il premio. In funzione del tipo di opzione si distingue tra:
 - *Equity linked plain vanilla*, dove il premio dipende dal differenziale, se positivo, tra il prezzo finale e iniziale del titolo sottostante.
 - *Average equity linked bond*, dove il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra prezzo medio del titolo ed il suo valore iniziale.
 - *Reverse floater*, ovvero obbligazioni di medio-lungo termine (10-30 anni) a tasso variabile il cui rendimento è inversamente proporzionale all'andamento dei tassi di mercato, grazie alla combinazione con uno swap (scambio di flussi di cassa tra due controparti).
 - *Reverse convertible*, obbligazione a capitale non garantito che conferisce il diritto ad avere una remunerazione più elevata rispetto ad obbligazioni di pari durata in cambio del riconoscimento all'emittente dell'opzione di rimborsare a scadenza tramite azioni anche con valore inferiore rispetto al capitale investito.

A causa della forte personalizzazione del titolo, esso è meno facilmente liquidabile rispetto alle normali obbligazioni.

- **Obbligazioni subordinate:** sono obbligazioni il cui rimborso, in caso di procedura fallimentare, avverrà solo dopo aver soddisfatto tutti i creditori privilegiati e chirografari.

- **Rendite perpetue:** sono obbligazioni che corrispondono perpetuamente una cedola predefinita. Tali obbligazioni non presuppongono nessun rimborso a termine.

3.2. LA QUALITÀ DELL'EMITTENTE

La qualità (solvibilità) dell'emittente viene espressa mediante una misura globalmente riconosciuta: il *rating*. Il *rating* esprime la classificazione della qualità degli emittenti di un titolo obbligazionario secondo determinati criteri che spaziano dalla solidità finanziaria alla potenzialità dell'emittente. Esistono istituti che propongono differenti notazioni concernenti la qualità dei debitori; tra i più noti vi sono **Standard & Poor's**, **Moody's** e **Fitch**. Tali aziende di *rating* eseguono un costante monitoraggio delle società emittenti.

Concretamente il *rating* è una sorta di punteggio ponderato che gli istituti attribuiscono ai differenti emittenti. Le obbligazioni con *rating* AAA esprimono il più alto grado di qualità dell'emittente. *Bond* con *rating* inferiori ingloberanno, nella loro quotazione, una riduzione del corso derivante dall'inferiore qualità dell'emittente. Ovviamente, maggiore è il rischio che le obbligazioni di una data società rappresentano, minore sarà il voto e più alta la remunerazione spettante all'investitore. Talune società non sono classificate dalle aziende di *rating*. Esse sono dette *unrated*, ma non sono necessariamente meno sicure di altre.

Di seguito, le descrizioni attribuite alle classificazione a seconda dell'agenzia di *rating*:

Standard & Poor's:

- **AAA** Elevata capacità di ripagare il debito;
- **AA** Alta capacità di pagare il debito;
- **A** Solida capacità di ripagare il debito, che potrebbe essere influenzata da circostanze avverse;
- **BBB** Adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare;
- **BB, B** Debito prevalentemente speculativo;
- **CCC, CC** Debito altamente speculativo;
- **D** Società insolvente.

Moody's:

- **Aaa** Livello minimo di rischio;
- **Aa** Debito di alta qualità;
- **A** Debito di buona qualità ma soggetto a rischio futuro;
- **Baa** Grado di protezione medio;
- **Ba** Debito con un certo rischio speculativo;
- **B** Debito con bassa probabilità di ripagamento;
- **Caa, Ca** Investimento ad alto rischio;
- **C** Realistico pericolo di insolvenza;

Di seguito, una classifica generale per le 3 agenzie di *rating* principali:

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione
Lungo termine	Breve termine	Lungo Termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime". Massima sicurezza del capitale.
Aa1		AA+		AA+		
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media.
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa.
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa.
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento. Speculativo.
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Altamente speculativo.
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+		C		

Ca		CCC				Estremamente speculativo.
C		CCC-				Rischio di perdere il capitale.
/		D	/	DDD	/	In perdita.
/	DD					
/	D					

3.3. DURATA (*DURATION*)

La *durata* è un indicatore della durata finanziaria del titolo, ovvero la vita residua del titolo ponderata con il flusso di cedole che il titolo pagherà in futuro. È dunque un numero che è funzione di 3 variabili: tassi di mercato, vita residua, valore delle cedole. Il suo valore, espresso in anni, è compreso tra 0 e la vita residua del titolo. Per i titoli senza cedola (*Zero Coupon Bond*) la durata media finanziaria, o *duration*, è esattamente pari alla durata residua dello stesso.

La *duration* è bassa per quei titoli con *refixing* a breve (come ad esempio le obbligazioni a tasso variabile che, indicizzate a prefissati tassi, adeguano l'importo della cedola alle variazioni del parametro). La *duration* viene anche usata per determinare la sensibilità del titolo a una variazione dei tassi al quale è strettamente correlata: all'aumentare (diminuire) della *duration* la sensibilità di prezzo del titolo aumenta (si riduce).

Esistono diversi tipi di *duration*, le più comuni sono la *modified duration* e la *Macaulay duration*.

3.4. FATTORI CHE DETERMINANO IL PREZZO DELLE OBBLIGAZIONI

Il prezzo di un'obbligazione è determinato dai seguenti parametri:

- Tasso d'interesse di mercato;
- Cedola (tasso d'interesse pagato dall'emittente);
- Scadenza dell'obbligazione (maturità);
- Rischiosità.

Questo fa sì che le obbligazioni abbiano un valore stabile nel tempo e siano tendenzialmente poco sensibili agli umori del mercato. Dopo l'emissione il loro prezzo può variare infatti solo in seguito a una variazione dei tassi di interesse o della rischioosità dell'emittente.

TASSO D'INTERESSE DI MERCATO

Il corso di un titolo obbligazionario è legato all'andamento dei tassi d'interesse di mercato per la divisa di riferimento. A un aumento del livello dei tassi verrà matematicamente osservata una diminuzione del prezzo dell'obbligazione. Al contrario, qualora i tassi d'interesse scendessero, il valore di mercato dell'obbligazione salirebbe.

La spiegazione di questo fenomeno è abbastanza intuitiva: immaginiamo di acquistare oggi un'obbligazione che ci verserà, ogni anno, il 2,75% d'interesse e *rating* AAA. Tale obbligazione è quotata attorno alla pari (100%). Il tasso d'interesse di mercato osservato per la scadenza è di 2,75%. La nostra obbligazione ci paga dunque un livello di interesse pari a quello offertoci dal mercato.

Immaginiamo ora che il tasso d'interesse di mercato salga di 0,25% (25 bps – *basis points*) e si attesti al 3% in seguito a una decisione della banca centrale: saremmo detentori di un attivo che ci versa il 2,75% contro un tasso di mercato del 3%, la nostra obbligazione paga dunque meno di quanto otterremmo con una semplice operazione di deposito a termine. Tale constatazione si traduce in una riduzione del prezzo dell'obbligazione, che andrà a valere meno sul mercato a ragione della sua inferiore remunerazione rispetto al mercato.

Riassumendo, il mercato, aumentando il tasso d'interesse, offre dei flussi d'interesse superiori. In termini concreti il valore di un attivo che versa un dato livello di cedola è negativamente influenzato da un tasso d'interesse superiore.

Il tasso d'interesse è scomponibile nel tasso *risk-free* che è tipicamente quello dei BOT, più altre componenti che devono remunerare i rischi dello strumento finanziario: rischio di cambio se la valuta è diversa da quella desiderata dal contraente, rischio temporale legato alla durata dell'investimento, rischio di insolvenza dell'emittente.

CEDOLA

La cedola è l'interesse pagato dall'obbligazione secondo modalità prefissate. Le obbligazioni possono essere distinte in funzione delle **modalità di pagamento** delle cedole:

- **Obbligazioni senza cedola** dette anche **zero coupon** (ad es. BOT e CTZ);
- **Obbligazioni con cedola fissa** (dette anche **a tasso fisso**) che predeterminano l'importo da pagare per ogni scadenza (ad es. BTP);
- **Obbligazioni a tasso variabile** indicizzate a predeterminati parametri (ad. es. *inflation linked bonds*, CCT, ecc.)

La rischiosità dei titoli suddetti è, a parità di altre condizioni, direttamente proporzionale all'importo delle cedole rispetto al prezzo (cioè più è alto il rapporto cedole/prezzo e più sono rischiosi) e alla presenza o meno di una indicizzazione (se le cedole non sono indicizzate il titolo è più rischioso). Per capire quest'ultimo punto faremo un esempio: poniamo che esista un titolo emesso alle condizioni di mercato ossia che esista un titolo alla pari a 100 e con cedola annuale di 5. Il tasso d'interesse pagato è pari al 5% (cedola/prezzo titolo, 5/100). Dato che sul mercato (per ogni mercato), in equilibrio, esiste un unico prezzo, il 5% è il prezzo dell'interesse sul mercato dei capitali. Se i tassi di mercato cambiassero passando al 6% il titolo precedentemente emesso dovrà necessariamente adeguarsi alle nuove condizioni: dovrà rendere anch'esso il 6%. Risolvendo l'equazione:

$tasso = \frac{cedola}{prezzo\ titolo}$, dove l'incognita è il prezzo del titolo, avremo $prezzo\ titolo = \frac{cedola}{tasso}$, ossia $prezzo\ titolo = \frac{5}{6}\%$, quindi il nuovo prezzo sarà 83,3.

Più in generale la ricezione di una cedola superiore (interesse superiore che ci viene pagato) implica che sul mercato l'obbligazione (titolo) che garantisce quella cedola diminuirà di valore dato che il tasso (nel nostro modello semplificato) è unico.

SCADENZA

All'aumentare della scadenza dell'obbligazione, il rimborso del capitale (credito concesso dall'acquirente all'emittente) si allontana nel tempo. Il suo valore attuale dunque diminuisce riducendo la somma ottenuta (corso a oggi inferiore). In termini concreti, aumentando la scadenza, rinunciando per un lasso di tempo maggiore al capitale di nostra pertinenza. L'effetto di diminuzione viene parzialmente contrastato dagli eventuali flussi cedolari periodici corrisposti al possessore del titolo.

RISCHIOSITÀ

Il rendimento di un'obbligazione è direttamente proporzionale alla rischiosità dell'emittente. Un'emittente con rating basso dovrà pagare cedole maggiori per trovare investitori disposti a finanziarla rispetto a un'emittente con rating più alto. La differenza di rendimento rispetto a un'emittente priva di rischio è detta premio per il rischio.

Nel nostro caso, con i titoli di debito, esso è calcolato in base alla rischiosità di insolvenza del credito da parte della società emittente di un titolo obbligazionario, ed è noto come *credit spread*. In particolare, il premio per il rischio (il rendimento) aumenta all'aumentare della probabilità di insolvenza.

3.5. PREZZO DI UN'OBBLIGAZIONE

Il prezzo di un'obbligazione è detto prezzo *tel-quel* (pronuncia dal francese) e si calcola come sommatoria dei flussi finanziari attualizzati all'istante presente $t = 0$. I flussi finanziari futuri $FF(t)$ sono il rimborso del valore nominale (uguale o superiore al prezzo pagato per l'obbligazione) alla scadenza (*maturity* T) del titolo e le cedole intermedie che vengono staccate. Valore nominale e cedole sono note all'acquisto dell'obbligazione e ne rendono noto il prezzo. Diversamente da un'azione, un'obbligazione ha un prezzo univoco in ogni istante. Il termine $(1 + r_t)^{-t}$ è detto fattore di attualizzazione.

$$P_{TQ} = \sum_{t=1}^T \frac{FF(t)}{(1 + r_t)^t}$$

Per prezzare un'obbligazione che si intende vendere prima della scadenza, è necessario calcolare la quota di cedola maturata che spetta al venditore dall'ultimo stacco cedola sino a oggi che andrà stornata perché l'acquirente la incasserà poi per intero. Questa quota (viene chiamata anche "dietimo") è un rateo che viene stornato dal prezzo *tel-quel* dell'obbligazione per ottenere il corso secco.

Il valore di un'obbligazione attualizzato e senza rateo maturato è detto corso secco e rappresenta il valore del capitale in quel preciso momento.

Vale che:

$$CS = P_{TQ} - \text{rateo maturato}$$

Dove

$$\text{rateo maturato} = (\text{valore della cedola netta}) * \frac{\Delta t \text{ dalla data dell'ultimo distacco}}{\Delta t \text{ fra il pagamento di due cedole}}$$

La cedola è pari ad una percentuale del valore nominale diminuita di un'imposta calcolata con l'aliquota del 20%. Quindi, una cedola del 5% per un'obbligazione di 100 è pari a $5*(1-20\%)$.

3.6. LIMITI ALL'EMISSIONE DI OBBLIGAZIONI

Di seguito, la normativa vigente per l'emissione dei titoli di debito:

Art. 2412 c.c.: La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative, per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Deroghe a tale limite sono:

- Le obbligazioni eccedenti devono essere sottoscritte da investitori istituzionali (SIM, banche) soggetti a vigilanza prudenziale;
- Le obbligazioni devono essere garantite da ipoteca su immobili di proprietà della società sino a 2/3 del valore di bilancio di questi;
- Se ricorrono particolari ragioni di interesse nazionale e vi è un'autorizzazione dell'autorità governativa.

Per quanto riguarda le obbligazioni emesse all'estero:

I limiti all'emissione di obbligazioni potevano essere in passato elusi facilmente: si facevano emettere le obbligazioni da una società controllata (in genere con modesto capitale) avente sede in Stati che non pongono limiti all'emissione, e la controllante italiana (reale beneficiario del finanziamento) prestava garanzia per il loro rimborso. *Il nuovo art. 2412, 4° comma c.c. introdotto dalla legge n. 262/2005 prevede che al computo del limite generale all'emissione di obbligazioni previsto dall'art. 2412, 1° comma c.c., concorrano gli importi relativi alle garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere.*

4. FONDI DI PRIVATE EQUITY

Il *private equity* è un'attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società *target* (obiettivo) sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno della *target*.

Il *private equity* include tutti gli investimenti in società non quotate su mercati regolamentati. Le società *target* possono anche essere quotate, ma intenzionate ad abbandonare la borsa, ed in questo caso si parla di *public private equity*.

Gli investimenti in *private equity* raggruppano un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase nel ciclo di vita aziendale che l'azienda *target* attraversa durante l'operazione di *private equity* (**strategie di sviluppo**), sia della tecnica di investimento usata (**tecniche di investimento**).

Generalmente, i fondi di *private equity* sono strutturati con particolari architetture societarie specializzate. In America si usano le *Limited Partnership*, simili alla Società in accomandita per azioni della disciplina italiana. In Italia possono operare sia con strumenti quali le Società Gestione Risparmio (SGR) sia tramite fondi esteri (basati in paesi con trattamenti fiscali particolari quali Lussemburgo, Belgio, Olanda, o le Channel Islands inglesi e molte altre).

I *General partners* di un fondo ottengono i fondi da Investitori Istituzionali che formalizzano il loro investimento diventando dei *limited partners*, ovvero senza responsabilità oltre a quanto versato. I *General partners* invece sono responsabili in solido per le attività dei fondi. Quando i *General partner* identificano un investimento idoneo alle finalità del Fondo, svolgono una serie di analisi e strutturano un processo di *due diligence* sull'azienda. Al buon esito della *Due Diligence* i *General Partners* chiamano quote di capitale dagli investitori (le *Capital Call*) e ciascun investitore la sottoscrive pro-quota.

Tutte le decisioni di investimento, gestione e dismissione sono gestite dai *General Partners* a volte raccolti assieme agli investitori principali nei Consigli di Amministrazione del Fondo. L'insieme degli investimenti di un fondo di *private equity* si definisce *Investment Portfolio*.

Un fondo di *private equity* ha una vita predefinita (tra i 5 e i 30 anni, sul mercato la media è 10-12). I Fondi di Fondi possono arrivare a 15 anni.

Un fondo generalmente compie nell'arco della propria vita alcuni investimenti in aziende *target*, in funzione della dimensione del fondo stesso e delle aziende in cui investe, di norma in un'ottica di diversificazione e di contenimento del rischio: difficilmente un singolo investimento peserà più del 15% della dimensione del fondo.

La vita del fondo si divide in *investment period* (per massimo 5 anni) in cui il fondo può fare investimenti e effettuare le *capital calls* e *divestment period* (per ulteriori 5 anni): in questo secondo periodo non si possono più fare investimenti e si devono gestire e sviluppare le società partecipate valorizzandole nell'attesa della loro dismissione.

Il fondo è spesso gestito da una Società di Gestione del risparmio (sgr, è l'unico intermediario abilitato alla creazione e gestione del fondo) di proprietà dei Partner e degli Sponsor del fondo. La Management Company viene remunerata con:

- *Management fee* annuali, stabilite all'inizio sull'ammontare del fondo gestito ed in seguito sull'effettivo capitale investito: la *fee* è compresa tra il 2.5% dei piccoli fondi e l'1.25% dei mega fondi internazionali;
- Commissione di performance (chiamata tecnicamente *carried interest*) in funzione dei *Capital gain* per gli investitori generati dal fondo. Tradizionalmente il *Carried Interest* è del 20% ma ce ne sono stati di più alti e più bassi. Il *Carried Interest* si calcola *cash on cash* ovvero viene pagato solo se gli investitori hanno ricevuto per intero il capitale versato nel periodo di investimento nella vita del fondo e non operazione per operazione. Il *carried interest* viene calcolato sulla quota di rendimento che supera quello minimo garantito dalla sgr chiamato *hurdle rate*. Se l'*hurdle rate* non viene raggiunto non ci sarà *carried interest* per la sgr. I *General Partners* quindi vivono con l'attesa dei guadagni.

Storicamente negli anni novanta il CMBO Center di Oxford ha registrato ritorni dei fondi di *private equity* oltre il 30% su base annua. Nei primi anni 2000 il ritorno medio degli investimenti di *private equity* si era abbassato tra il 28%-30%. Nel 2004 il ritorno atteso dei fondi di *private equity* si è attestato tra il 17% e il 20%.

Le grandi differenze si osservano nella varianza dei ritorni, dove la differenza tra il primo quartile e l'ultimo quartile può essere di 4.000 *basis point*.

4.1. LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO (SGR)

SGR è l'acronimo di Società di Gestione del Risparmio, società di diritto italiano autorizzate alle quali è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Istituite con il decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, le SGR sono società per azioni tenute a prestare una serie di garanzie al fine di poter svolgere l'attività a cui sono preposte.

Sul loro operato vigilano tre organi di controllo: Banca d'Italia, Consob e Ministero dell'economia e delle finanze.

Di seguito, le attività di cui si occupano le SGR sostanzialmente:

- La **gestione collettiva del risparmio**, cioè l'investimento sui mercati e la gestione in forma aggregata (in monte) del risparmio raccolto attraverso fondi comuni di investimento e SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile);
- La **gestione di fondi pensione**, cioè di fondi accantonati dai risparmiatori durante la vita lavorativa e destinati a costruire una rendita pensionistica complementare per integrare le coperture offerte dai sistemi di previdenza obbligatoria);
- La **gestione patrimoniale**, ossia la gestione individuale del patrimonio dei singoli risparmiatori sulla base di un mandato specifico da essi conferito alla SGR.

Oltre a gestire i fondi comuni di investimento e i fondi pensione, la SGR può istituire tali fondi e realizzare le attività ad essi connesse o strumentali stabilite dalla Banca d'Italia.

In Italia non sono presenti solo società di diritto italiano, ma anche società di gestione di diritto estero, operanti sulla base del principio comunitario del mutuo riconoscimento e della regolamentazione del Paese d'origine.

Il capitale minimo di una Società di Gestione del Risparmio non può essere inferiore a 1.000.000 di euro. Inoltre gli Amministratori e il Direttore Generale delle SGR devono comprovare di possedere i requisiti di Onorabilità e Professionalità stabiliti dalla legge.

L'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi è rilasciata dalla **Banca d'Italia, sentita la Consob**.

Le SGR autorizzate alla prestazione di tali servizi sono iscritte all'apposito Albo tenuto dalla Banca d'Italia.

Con la nascita delle SGR, il TUIF (Testo unico in materia di intermediazione finanziaria) ha introdotto nell'ordinamento italiano il c.d. **gestore unico**, nuova figura di intermediario abilitato ad operare in tutti i

campi della gestione patrimoniale, quindi abilitato a gestire per conto di terzi sia in forma collettiva che in forma individuale.

Secondo quanto dispone l'art. 33 del Testo Unico alle SGR è riservata, unitamente alle SICAV, la prestazione di servizi di gestione collettiva, comprendenti la promozione, istituzione ed organizzazione dei fondi comuni di investimento nonché la gestione del patrimonio degli organismi di investimento collettivo del risparmio; inoltre le SGR possono prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, istituire e gestire fondi pensione e svolgere le attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob.

La normativa impone una netta separazione tra le due attività disponendo altresì che le SGR non possano svolgere alcun altro tipo di servizio finanziario o d'investimento, come ad esempio l'attività di negoziazione.

L'art. 34 del TUIF stabilisce che la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento da parte delle società di gestione del risparmio quando ricorrono le seguenti condizioni:

- Sia adottata la forma di società per azioni;
- La sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica;
- Il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia (attualmente un milione di euro);
- I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità e onorabilità indicati dall'articolo 13 del TUIF;
- I partecipanti al capitale abbiano i requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 14 del TUIF;
- La struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5 (partecipazioni qualificate al capitale della SGR) del TUIF;
- Venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa;
- La denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio".

Per quanto riguarda la partecipazione al capitale delle SGR, il decreto del Ministero del Tesoro n. 469/1998, dispone che chiunque detenga azioni con diritto di voto in misura superiore al 5% (o una partecipazione di controllo ai sensi del D.Lgs. n. 385/1993, T.U. bancario) non può esercitare il diritto di voto per le azioni eccedenti (o per l'intera partecipazione di controllo) qualora sia stato sottoposto a determinate misure giudiziarie di prevenzione (persone pericolose per la sicurezza e la moralità) o condannato per reati in materia finanziaria o economica o per delitto non colposo. Chiunque, inoltre, intenda acquisire (direttamente o indirettamente) azioni di una SGR che, tenuto conto di quelle già possedute, diano luogo ad una partecipazione al capitale con diritto di voto superiore al 5%, al superamento delle soglie del 10, 20, 33 e 50% o al controllo della SGR, è tenuto a darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia, che verifica il possesso dei requisiti di onorabilità.

Anche per l'assunzione di partecipazioni da parte delle SGR sono previsti alcuni limiti. Le partecipazioni possono riguardare infatti unicamente **banche, società finanziarie, imprese di assicurazione e società strumentali**; se la partecipazione è di controllo, l'acquisizione deve essere comunicata, con almeno 60 giorni di anticipo, alla Banca d'Italia, che può vietarla.

La revisione dei bilanci delle SGR inoltre deve essere affidata da una società di revisione iscritta in un apposito albo tenuto dalla Consob.

Alle SGR spetta infine il diritto di voto relativo agli strumenti finanziari in possesso dei fondi amministrati, salvo diversa disposizione di legge; il diritto va esercitato nell'interesse dei partecipanti. In caso di distinzione tra SGR promotrice e gestore, il diritto spetta a quest'ultimo, salvo patto contrario.

4.2. LA CONSOB

La **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa** (Consob), istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia con la legge 281 del 1985, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

La Commissione è un organo collegiale composto da un presidente e da membri, nominati con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Le decisioni sono assunte a maggioranza dei componenti presenti. Per alcune specifiche deliberazioni è richiesta dalla legge una maggioranza qualificata.

Il Presidente Giuseppe Vegas ed i Commissari, attualmente Vittorio Conti, Michele Pezzinga e Paolo Troiano, durano in carica sette anni senza possibilità di un secondo mandato.

La Consob disciplina con propri **regolamenti** la sua **organizzazione** ed il suo funzionamento, il trattamento giuridico ed economico del personale e l'ordinamento delle carriere, nonché la gestione delle spese, col solo vincolo del controllo di legittimità da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri.

La sua **struttura organizzativa** si articola in 8 uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni e nella Consulenza Legale (con 4 uffici coordinati) di cui si avvale la Commissione e 39 uffici, dei quali 38 organizzati nell'ambito di 9 Divisioni e 1 non coordinato nell'ambito di Divisioni, di cui si avvale il Direttore Generale.

Il **finanziamento** della Consob avviene in parte mediante un fondo previsto nel bilancio dello Stato e in parte attraverso contribuzioni versate direttamente dagli organismi e dagli operatori del mercato a fronte dell'attività di vigilanza svolta dall'Istituto.

La Consob determina annualmente l'ammontare delle contribuzioni dovute dai soggetti sottoposti alla sua vigilanza, mediante deliberazioni rese esecutive con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, sentito il Ministro dell'Economia e delle Finanze, a seguito della verifica della legittimità delle stesse.

La Consob segnala al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 luglio di ciascun anno, il proprio fabbisogno finanziario per l'anno successivo, nonché la previsione delle entrate contributive per lo stesso anno. Su tale base il Ministro determina l'ammontare annuo del fondo a carico del bilancio statale.

In data 24 febbraio 2012, si è insediato in Consob il **Collegio dei revisori dei conti**, istituito ai sensi dell'art. 2 della delibera n. 17914 del 1° settembre 2011. Al Collegio dei revisori dei conti è affidato il controllo di regolarità amministrativo-contabile dell'Istituto. In particolare, il Collegio:

1. Verifica la corrispondenza dei dati riportati nel conto consuntivo o bilancio d'esercizio con quelli analitici desunti dalla contabilità generale tenuta nel corso della gestione;
2. Verifica la loro corretta esposizione in bilancio, la correttezza dei risultati finanziari, economici e patrimoniali della gestione e l'esattezza e la chiarezza dei dati contabili presentati nei prospetti di bilancio e nei relativi allegati;
3. Effettua le analisi necessarie e acquisisce informazioni in ordine alla stabilità dell'equilibrio di bilancio e, in caso di disavanzo, acquisisce informazioni circa la struttura dello stesso e le prospettive di riassorbimento affinché venga, nel tempo, salvaguardato l'equilibrio;
4. Verifica l'osservanza delle norme che presiedono la formazione e l'impostazione del bilancio preventivo e del conto consuntivo o bilancio d'esercizio;
5. Esprime il parere in ordine all'approvazione del bilancio preventivo e del conto consuntivo;
6. Fornisce, a richiesta, pareri sulle materie di competenza;
7. Svolge ogni altra attività connessa o funzionale all'espletamento dei compiti sopra riportati.

I componenti del Collegio dei revisori dei conti sono nominati con delibera della Commissione, restano in carica tre anni e possono essere confermati una sola volta.

4.2.1. L'ATTIVITÀ

L'**attività** della Consob ha come obiettivi la tutela degli investitori e l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare.

Le sue funzioni si sono progressivamente sviluppate nel tempo in relazione sia all'esigenza di estendere l'ambito della tutela del risparmio che al progressivo evolversi del mercato finanziario e della legislazione in materia.

4.2.1.1. L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE

Le funzioni della Consob, estese a tutti gli aspetti rilevanti per l'efficiente tutela del risparmio, riguardano i prodotti oggetto degli investimenti e i relativi emittenti, gli intermediari dei quali i risparmiatori si avvalgono per effettuare tali investimenti e i mercati nei quali essi vengono realizzati.

Il controllo sui **prodotti finanziari** (azioni, obbligazioni, titoli di stato, quote di fondi comuni di investimento ecc.) si realizza assicurando ai risparmiatori tutte le informazioni necessarie per effettuare e gestire i propri investimenti in modo consapevole (controllo di trasparenza).

Il controllo sugli **intermediari** si realizza con l'emanazione di norme dirette a proteggere l'investitore da comportamenti scorretti che possano danneggiarlo (controllo di correttezza).

Il controllo sui **mercati** si realizza assicurando: la massima efficienza delle contrattazioni, per consentire all'investitore di negoziare agevolmente i prodotti finanziari, la qualità dei prezzi, che devono riflettere le effettive componenti del mercato, l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi.

In relazione alle attribuzioni stabilite dalla legge la Consob:

- **Regolamenta** la prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte degli intermediari, gli obblighi informativi delle società quotate nei mercati regolamentati e le operazioni di appello al pubblico risparmio;
- **Autorizza** i prospetti relativi ad offerte pubbliche di vendita e i documenti d'offerta concernenti offerte pubbliche di acquisto, l'esercizio dei mercati regolamentati, le iscrizioni agli Albi delle imprese di investimento;
- **Vigila** sulle società di gestione dei mercati e sulla trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni nonché sulla trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari e dei promotori finanziari;
- **Sanziona** i soggetti vigilati;
- **Controlla** le informazioni fornite al mercato dai soggetti che fanno appello al pubblico risparmio nonché le informazioni contenute nei documenti contabili delle società quotate;
- **Accerta** eventuali andamenti anomali delle contrattazioni su titoli quotati e compie ogni altro atto di verifica di violazioni delle norme in materia di abuso di informazioni privilegiate (insider trading) e di manipolazione del mercato;
- **Comunica** con gli operatori e il pubblico degli investitori per un più efficace svolgimento dei suoi compiti e per lo sviluppo della cultura finanziaria dei risparmiatori;
- **Collabora** con le altre autorità nazionali e internazionali preposte all'organizzazione e al funzionamento dei mercati finanziari.

4.2.1.2. PIANO STRATEGICO

Il Piano strategico definisce gli obiettivi che la Consob ritiene prioritari al fine di rispondere ai cambiamenti dello scenario economico e del quadro normativo che possono incidere sul conseguimento dei fini istituzionali riconducibili, da ultimo, alla protezione dei risparmiatori. Il documento si colloca in un contesto in profonda evoluzione, visti i processi di revisione delle direttive comunitarie in corso e di definizione della nuova architettura delle *Authority* e della vigilanza europee. Di questa evoluzione la Consob terrà conto procedendo a una verifica annuale dei propri obiettivi.

Il processo di pianificazione si avvale di un approccio *risk-based* e ha tratto impulso dall'analisi dell'evoluzione del sistema economico e finanziario e del quadro normativo di riferimento nonché delle possibili reazioni da parte dei soggetti vigilati e dei risparmiatori.

Gli obiettivi mirano a potenziare la vigilanza in materia di informazione finanziaria, governo societario e operazioni con parti correlate, offerta del servizio di consulenza da parte degli intermediari, informativa e collocamento di prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (*non equity*), trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari e abusi di mercato.

Il Piano individua le azioni che, alla luce dei vincoli e dei punti di forza dell'organizzazione interna, consentono di migliorare l'efficienza delle risorse umane e finanziarie disponibili per il conseguimento degli obiettivi istituzionali.

Gli obiettivi delineano inoltre l'impegno che la Consob intende approfondire in ambito internazionale anche al fine di assicurare che la produzione regolamentare comunitaria tenga in adeguata considerazione.

4.2.1.3. LA COOPERAZIONE IN AMBITO NAZIONALE

Le strette interconnessioni tra i comparti del mercato finanziario e la natura polifunzionale degli operatori rendono necessaria la cooperazione tra Autorità per garantire un efficiente controllo del mercato e degli intermediari, nonché per assicurare la tutela del pubblico risparmio.

La Consob collabora e coopera con:

Ministero dell'Economia e delle Finanze

- Trasmette al Ministro, entro il 31 marzo di ciascun anno, una relazione sull'attività svolta, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche;
- Tiene informato il Ministro sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo che riguardano l'attività istituzionale, comunicandogli gli atti di natura regolamentare adottati dalla Commissione;
- Esprime il proprio parere tecnico sulle disposizioni regolamentari per la cui adozione è competente il Ministero (requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali degli intermediari, dei promotori finanziari, disciplina della revisione legale e della relativa attività di vigilanza, ecc.).

Banca d'Italia, Covip, Ivass (ex Isvap), Antitrust

- Scambia con la Banca d'Italia, la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, l'Ivass e l'Antitrust le informazioni necessarie per lo svolgimento della rispettiva attività di vigilanza attraverso la stipula di protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento.
- Esprime intese o pareri sui provvedimenti in materia di intermediazione mobiliare di competenza della Banca d'Italia, della Commissione di vigilanza sui fondi pensione e dell'Ivass.

Le altre Amministrazioni pubbliche, nei limiti consentiti dal segreto d'ufficio.

Gli organismi del mercato

I rapporti sono disciplinati dalle norme che assegnano alla Consob funzioni di vigilanza (ad esempio: approvazione del regolamento delle società di gestione dei mercati regolamentati).

Le associazioni di categoria

Intrattiene rapporti di collaborazione con le associazioni rappresentative dei consumatori e di categorie professionali, delle cui osservazioni e valutazioni tiene conto nello svolgimento dei propri compiti.

La Guardia di Finanza

Scambia informazioni e si avvale della sua collaborazione per lo svolgimento di indagini e di accertamenti strumentali alla realizzazione dei compiti istituzionali.

L'Autorità giudiziaria

Scambia informazioni e segnala i fatti accertati nello svolgimento della propria attività, quando essi possono assumere rilevanza penale.

4.2.1.4. GLI IMPEGNI INTERNAZIONALI

La Consob è attiva nei rapporti internazionali, sia a motivo delle interconnessioni sempre più fitte fra i diversi mercati, sia per l'importanza crescente della normativa comunitaria nelle materie di sua competenza.

A livello comunitario

La Consob partecipa attivamente ai lavori che si svolgono in seno all'Unione Europea per la elaborazione del diritto comunitario nelle materie di propria competenza.

Presta la necessaria collaborazione alle Autorità competenti degli Stati Membri dell'UE nelle materie secondo la normativa comunitaria e, in mancanza di tale disciplina, in forza di accordi di cooperazione. La direttiva sui servizi d'investimento estende la cooperazione anche alle altre Autorità di vigilanza del settore finanziario (bancarie e assicurative).

La Consob partecipa all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), la nuova autorità di vigilanza europea sui mercati finanziari che, dal 1° gennaio 2011, ha sostituito il CESR (*Committee of European Securities Regulators*), istituito nel giugno 2001 dalla Commissione Europea con il compito di approfondire materie di interesse comune ai Paesi membri dell'Unione e di altri stati dello Spazio Comune Europeo.

Nell'ambito di organismi internazionali

La Consob è membro dello **IOSCO** (*International Organization of Securities Commissions*) di cui fanno parte attualmente le Autorità di controllo dei mercati finanziari di più di 100 Paesi.

La IOSCO coopera con il Comitato di Basilea per la regolamentazione bancaria e per coordinare gli sforzi per assicurare lo svolgimento di un'adeguata azione di vigilanza, in un contesto di sempre maggiore internazionalizzazione dei mercati mobiliari.

La Consob prende parte anche ai lavori del FSB, il *Financial Stability Board*, nel cui ambito è rappresentata dal Presidente dell'istituto.

La Consob partecipa, inoltre, ai lavori che si tengono presso altre organizzazioni internazionali che svolgono la loro attività in materia di servizi finanziari, quali l'**OCSE** e la **WTO**.

La Consob aderisce, in veste di membro fondatore, all'**IFIAR** (*International Forum of Independent Audit Regulators*), la cui attività è diretta a facilitare lo scambio di conoscenze ed esperienze in tema di vigilanza sui revisori e a promuovere la collaborazione tra gli organismi competenti in materia.

4.3. STRATEGIE DI SVILUPPO

Di seguito, le strategie di sviluppo che possono essere applicate dai fondi di *private equity*:

- **Seed capital o Angel investing:** investimenti in fase di *start-up* e senza fatturato;
- **Venture capital:** investimenti in società avviate, ma con flussi di cassa negativi e grandi potenzialità di crescita e fabbisogni di cassa per finanziare il lancio dei prodotti o sviluppare il mercato;
- **Development capital:** investimenti in società avviate, con flussi di cassa positivi in rapida crescita con fabbisogni di cassa legati allo sviluppo del mercato;
- **Management Buyout (MBO), Management Buyin (MBI), Buyin Management Buyout (BIMBO):** società medio/grandi dove il *management* assume un ruolo di imprenditore rilevando assieme ad un fondo di *private equity* l'azienda. Si chiamano MBO quelli in cui il *management* dell'azienda compra, MBI quelli in cui sono *manager* esterni all'azienda che comprano e BIMBO quelli in cui è un *mix* di *manager* interni ed esterni ad assumere il controllo dell'impresa;
- **Special situation o fondi di Turnaround:** investimenti in aziende in crisi. Si suddividono in *Turnaround operativi* e *Turnaround finanziari*.

4.3.1. SEED CAPITAL E ANGEL INVESTING

SEED CAPITAL

I seed capital sono i primi fondi finanziari cui un imprenditore accede per lanciare una nuova attività. Il seed capital non è diffuso in Europa ma solo negli USA.

Il fondo di investimento pubblico acquisisce una partecipazione di rilevanza nel capitale dell'impresa per sostenerne il lancio, il risanamento o lo sviluppo economico e commerciale. L'operazione non prevede una scadenza ma si prolunga sino al momento in cui le condizioni di redditività sono ristabilite. L'agevolazione consiste nella definizione preventiva del prezzo di uscita dal capitale sociale.

ANGEL INVESTING

Un *angel investor* o *business angel* si può tradurre in italiano come **investitore informale** nel capitale di rischio di imprese. L'aggettivo informale contrappone tale figura agli investitori nel capitale di rischio di tipo formale, ossia coloro che adottano un approccio di analisi formale agli investimenti nell'*equity*, quali i Fondi Chiusi d'Investimento, più propriamente i fondi di *Venture Capital* e *Private Equity*.

I *Business Angel* sono ex titolari di impresa, manager in pensione o in attività, liberi professionisti che hanno il gusto della sfida imprenditoriale, il desiderio di poter acquisire parte di una società che operi in un *business*, spesso innovativo, rischioso ma ad alto rendimento atteso, con l'obiettivo di realizzare nel medio termine, 5-7 anni, delle plusvalenze dalla vendita, parziale o totale, della partecipazione iniziale.

I *Business Angel* sono quindi degli uomini di impresa, dotati di un buon patrimonio personale ed in grado di fornire all'impresa, sia in fase di *start-up*, sia in fase di sviluppo, preziosi consigli gestionali e conoscenze tecnico-operative, oltre a una consolidata rete di relazioni nel mondo degli affari.

Il rapporto che si viene a creare tra l'*Angel* e l'imprenditore è squisitamente spontaneo e basato sulla fiducia: da qui il ruolo informale di questa forma di investimento/finanziamento.

I *Business Angel* investono in tutti i settori, anche se l'esigenza di finanziamento tramite *equity* e non tramite il classico finanziamento bancario, la si avverte soprattutto per le imprese innovative, per le *start-up* che possiedono come *asset* dei marchi, brevetti e *know-how*, quelli definiti come gli *intangible asset* e che difficilmente possono essere dati a garanzia per un finanziamento bancario. Ecco allora che l'*angel investing* risulta la forma di finanziamento adatta per le *start-up* innovative o *spin-off* accademici, come ad esempio accaduto negli USA con Google.

In Italia i *Business Angel* spesso preferiscono investire in settori manifatturieri, perché la cultura d'impresa italiana maggiormente diffusa è legata a questo settore. Infatti, il comportamento del *Business Angel* è solitamente teso ad investire nei settori in cui ha già operato e di cui conosce caratteristiche e opportunità. L'investimento in *start-up* innovative in Italia è quindi spesso legato direttamente o indirettamente al settore manifatturiero, come il *software*, l'automazione industriale, l'elettronica, le nanotecnologie, le *clean-tech* e le rinnovabili, ecc. Tuttavia esistono anche in Italia casi di finanziamento da parte di *Angel* in settori spesso riservati a fondi specializzati, come l'*ICT*.

La categoria dei *Business Angel* ha origine e si è sviluppata negli USA di fine '800 quando alcuni personaggi particolarmente propensi al rischio, finanziavano gli spettacoli di Broadway. In seguito estesero il loro ambito di intervento ad altre tipologie di attività imprenditoriali, tanto da essere considerati, nel 1933 investitori accreditati, secondo la definizione che di tale categoria viene fornita già dal *Security Act*. Per agevolare la diffusione del fenomeno, venne poi creata una rete telematica, denominata *Ace-Net*, gestita da enti universitari e di ricerca, che fungeva e funge tuttora da punto di contatto tra finanziatori e finanziati imprenditori. È una sorta di piazza di incontro, creata in Internet dal *SBA (Small Business Administration)*, il Ministero americano della piccola media impresa. Esperienze successive a quella statunitense si sono sviluppate in Europa, e precisamente in Gran Bretagna dove la cultura d'impresa è più simile a quella USA; in Olanda esiste un sviluppato *network* di *Business Angel*, e solo nell'ultimo decennio, grazie all'impulso e la sensibilità della Comunità Economica Europea, anche in Germania, Francia Belgio, Italia. In Italia sono giunti in modo organizzato nel 1999, quando nasce *IBAN, Italian Business Angel Network*, la quale organizza delle reti locali chiamati *BAN (Business Angels Network)*, strutture permanenti territoriali che consentono ai *Business Angel* di incontrare imprenditori alla ricerca di capitale. I primi *BAN* nascono a Milano e Venezia, il primo ad opera del *BIC La Fucina* ed il secondo, il *Ban Nordest*, ad opera di *Veneto Innovazione Spa*, l'agenzia regionale per la diffusione dell'innovazione, il cui progetto fu gestito dal Dr. Massimo Meneghini, persona specializzata nel capitale di rischio. L'operatività del *BAN* era prevalentemente nel Nordest d'Italia, anche se i *Business Angel*, privati e *Investment Company*, provenivano da tutto il Nord Italia e qualche fondo d'investimento di *Venture* anche dall'estero. Successivamente altri *BAN* aprirono in Italia sino ad arrivare all'attuale configurazione territoriale che dal sito di *IBAN* si può leggere. Quindi dal 1999 si può riassumere in Italia l'arrivo ufficiale e strutturato in un'associazione di *Business Angel*, ma sicuramente le operazioni d'investimento informale c'erano già prima di quella data. La finanza informale è probabilmente sempre esistita, soprattutto in settori tradizionali dell'economia, anche se, essendo informale, è sfuggita alle definizioni accademiche. L'atteggiamento poi spesso di riservatezza del *Business Angel* facoltoso non ne rende facile lo studio.

Nel 2007 nasce *Italian Angels for growth (IAG)*, che arriva ad unire nel 2012 oltre 100 *Business Angel* operanti perlopiù sul territorio Italiano. In 5 anni di attività, *IAG* ha investito oltre Euro 17,4 mln in *start-up* innovative.

A livello europeo la capacità di investimento di un *Business Angel* si aggira all'interno dell'intervallo compreso tra Euro 50 e 500 migliaia, mentre in USA arriva fino a Dollari 5 mln.

Il tasso interno di rendimento (*IRR – Internal Rate of Return*) è variabile in funzione del settore, innovativo o meno, del momento, e della fase di ciclo di vita dell'impresa. *IRR* atteso è comunque analogo a quello dei fondi di *Venture Capital*, mediamente il 20-40% anno, proprio per la fase del ciclo di vita in cui investono, ossia l'*early stage*. Generalmente il *Business Angel* non è interessato a percepire dividendi in ragione della propria partecipazione al capitale di rischio nell'impresa.

Diverse sono le motivazioni che spingono tali soggetti ad investire nelle nascenti imprese: conseguire un elevato ritorno dell'investimento effettuato, interesse verso particolari tecnologie, status sociale, contribuire allo sviluppo economico della propria comunità e delle nuove generazioni di imprenditori, senso della sfida e il mero piacere di sentirsi attivi. Inutile dire che l'affinità personale con l'imprenditore e una visione comune delle prospettive di crescita del *business* sono la variabile principale per cui investono, perché la motivazione principale è sempre e comunque fare impresa.

Il *Business Angel* è generalmente un *self made man*. Facoltosi privati, che hanno ereditato fortune economiche, raramente si cimentano in nuove iniziative di impresa che comportano sacrifici. Il *Business Angel* ha del patrimonio personale, ma soprattutto ha ancora energie da dedicare ad un nuovo progetto e prova piacere in quello che fa, ama la sfida, si sente vivo quando rischia e ottiene i risultati che si prefigge. Nella gran parte dei casi quindi è un imprenditore di prima generazione, che magari avendo tempo, perché la sua impresa ora è manageriale e gestita da terzi oppure perché l'ha ceduta, si dedica a nuove iniziative. Anche il *manager* può esser un valido *Angel*, ma dipende se era un *manager* che operava in un contesto competitivo oppure protetto, se in un'azienda pubblica o privata, se in una filiale estera di una multinazionale o in un'impresa familiare, ecc. In altre parole, il *manager* che ha la mentalità dell'imprenditore, pur non essendo il titolare della società, è un buon *Angel* perché lui stesso è un imprenditore, almeno nella mentalità. Ci sono anche liberi professionisti attivi come *Business Angel*, ma anche in questo caso dipende dalla mentalità che possiedono. Difficile trovare un Notaio che investe in una *start-up* tecnologica; solitamente un Notaio investe nel settore immobiliare e comunque in settori legati alle autorizzazioni pubbliche, e in questi settori, pur essendo presente il rischio di impresa, predominante è la forma di finanziamento bancario nella strutturazione e *mix equity/debito*. Tutte le ricerche indicano che la maggior parte dei *Business Angel*, sia in Italia che all'estero, sono uomini.

Qualora una *start-up* già finanziata da un *Business Angel* abbia esigenze di crescere velocemente, l'aumento di capitale per il singolo *Angel* spesso è problematico perché non rischia ulteriore capitale personale nell'iniziativa imprenditoriale, anche perché spesso è un'attività secondaria rispetto ad un'altra principale. In questo modo sono a rischio o comunque rallentate le fasi di sviluppo successive dell'impresa. La soluzione sta allora nei sindacati di *Angels*, una cordata di *Business Angel*, oppure ricorrere a dei fondi di *Venture Capitalist*, che però raramente finanzia progetti non di grandi dimensioni, sotto il paio di milioni di euro. Un'altra soluzione, qualora il *matching* fra *Angel* e impresa sia avvenuto all'interno di un *BAN* strutturato e con un ricco *database* di *Angel*, è cedere la partecipazione iniziale ad un altro *Angel* dello stesso *network* locale.

Le principali differenze tra *Business Angel* e *Venture Capital*:

- **Dimensioni di intervento:** i *Venture Capital* trascurano le *start-up* di piccole dimensioni in quanto l'intervento finanziario è troppo modesto per giustificare i costi di un'adeguata *due diligence*. Il *Business Angel* invece, essendo un esperto nel settore in cui opera, svolge una *due diligence* veloce e informale, seppur precisa, e comunque meno burocratica rispetto ad un puro operatore finanziario. In tal modo il *Business Angel* favorisce la creazione dal basso di imprese. I *Business*

Angel sono inoltre complementari e non concorrenziali ai *Venture Capital* istituzionali o alle *Merchant Bank*, in quanto coprono una dimensione di intervento diversa, inferiore, del capitale di rischio. Dopo il finanziamento tramite il *Business Angel*, l'impresa potrà rivolgersi ad un fondo, il quale può trovare nella Borsa l'*exit way* ideale, tramite l'*IPO (Initial Public Offering)*, in italiano OPV (Offerta Pubblica Sottoscrizione).

- **Tempo dedicato all'analisi del progetto:** le fasi del processo decisionale non occupano molto tempo per il *Business Angel*, solitamente qualche mese, e sono, in ogni modo, svolte in maniera più veloce rispetto al tempo impiegato dagli investitori istituzionali i quali devono seguire determinate procedure.
- **Dimensione del mercato:** il mercato del capitale di rischio informale è maggiore rispetto al formale.

4.3.2. VENTURE CAPITAL

Il *venture capital* è l'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo. Spesso lo stesso nome è dato ai fondi creati appositamente, mentre i soggetti che effettuano queste operazioni sono detti *venture capitalist*.

Nella maggioranza dei casi, fondi necessari sono erogati da *limited partnership* o *holding* in aziende che per natura dell'attività e stadio di sviluppo non risultano finanziabili dai tradizionali intermediari finanziari (come ad esempio le banche). Il *venture capital* è una categoria del settore del *private equity*, che raggruppa tutte le categorie di investimenti in società non quotate su un mercato regolamentato.

L'investimento di *venture capital* si caratterizza per i seguenti elementi:

- **Fase di sviluppo:** investe in idee imprenditoriali particolarmente promettenti (*seed financing*) e società in *start-up* nelle prime fasi di vita (*venture financing*) fin dalle fasi pre *revenue*, ovvero senza che siano ancora stati approntati i prodotti/servizi da vendere e quindi nella fase di investimento in prodotto.
- **Ambiti tecnologici:** investimenti in aree ad alto contenuto di innovazione.
- **Rischio:** le società in cui i fondi di *venture capital* investono sono caratterizzate dalla contemporanea presenza di un elevato rischio operativo, ovvero non ha ancora chiaro se la società avrà un mercato per i propri prodotti, e rischio finanziario, per cui l'investitore non sa se avrà modo di recuperare il capitale investito.

Un fondo di *venture capital* è disposto a sopportare il rischio a fronte di un rendimento futuro atteso altrettanto elevato. Storicamente il tasso di rendimento dei fondi di *Venture Capital* è stato del 27% nel periodo 1980-2004, ma con un addossamento dei ritorni maggiori intorno a tre picchi: 1978-1980 (picco dei *software*), fine anni ottanta (picco delle biotecnologie), fine anni novanta-inizio anni duemila (avvento *ICT* e Internet). Statisticamente i picchi di rendimento delle *venture* hanno anticipato di circa un anno il picco delle bolle speculative del mercato.

Molte società legate all'*information technology* sono nate grazie ad operazioni di *venture capital* come ad esempio Google o per l'Italia Tiscali. Durante il ciclo di sviluppo borsistico degli anni 2000 la maggior parte

del denaro che inizialmente venne fornito alle cosiddette società *dot com* derivava proprio da operazioni di *venture capital*.

All'interno dell'Unione Europea, per operare una *venture capital* si necessita di un capitale sociale non inferiore ad Euro 2 mln indicizzato in società per azioni o in accomandita per azioni. Si effettua richiesta presso la Banca d'Italia e dopo l'autorizzazione si è soggetti al controllo della Consob, della commissione di Borsa Italiana e dell'*antitrust* sia italiano che comunitario.

Colui che riceve sostegno economico ed organizzativo deve aprioristicamente periziare l'opera di sua proprietà patrimoniale, attivare fidejussioni creditizie presso banche d'affari e/o commerciali e fidejussioni assicurative presso compagnie di assicurazioni danni e creditizie.

La maggior parte degli operatori *venture* italiani, dopo il *boom* di fine millennio, hanno cessato l'attività, riqualificandosi come fondi d'investimento, spesso speculativi (*hedge fund*).

Un particolare tipo di investimento, assimilabile al *Venture Capital*, è il cosiddetto *crowd funding*, modalità di investimenti in cui il capitale necessario è raccolto da un vasto numero di persone.

4.3.3. MANAGEMENT BUYOUT (MBO) E MANAGEMENT BUYIN (MBI)

MANAGEMENT BUYOUT

Il **management buyout**, noto con l'acronimo MBO, è una operazione di acquisizione di azienda da parte di un gruppo di *manager* interni all'azienda che assumono la figura di *manager/imprenditori*. Il gruppo di *manager* acquirenti vengono generalmente affiancati da un *financial sponsor*, tradizionalmente un fondo di *private equity*, che fornisce gran parte delle risorse finanziarie per l'operazione.

MANAGEMENT BUYIN

Il **management buyin**, noto con l'acronimo MBI, è una operazione di acquisizione di una azienda da parte di un gruppo di *manager* esterni all'azienda stessa che assumono la figura di *manager/imprenditore*.

È generalmente un'operazione classificata come *buyout*, ovvero una operazione finanziaria/industriale che vede un team manageriale affiancarsi ad un *financial sponsor*, generalmente un fondo di *private equity*, che mette a disposizione gran parte delle risorse finanziarie per acquisire l'azienda in oggetto.

4.3.4. SPECIAL SITUATION O TURNAROUND

Con il termine **turnaround** si intende, nell'ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di una azienda in crisi. Il *turnaround* verte su due momenti, il primo volto a porre termine alle cause, ove possibile, che hanno portato alla crisi dell'azienda, il secondo teso al perseguimento di un piano di recupero della redditività.

Negli anni la specializzazione professionale ha portato alcuni manager ad assumere una forte connotazione di ristrutturatori, quali il Dott. Enrico Bondi nel caso della Parmalat.

Negli ultimi anni sono ritornati estremamente attivi i fondi di investimento di *Private Equity* dedicati ai *turnaround* quali Sun Capital Partners, Alix Partners, Orlando Italy Management che hanno un *track record* di tutto riguardo avendo gestito alcuni dei più importanti *turnaround* nel mondo occidentale.

Le azioni necessarie al riposizionamento delle organizzazioni sono riconducibili ad una precisa sequenza logica che si compone di 5 fasi:

1. **La fase di valutazione**, durante la quale vengono determinati i fattori che hanno determinato il declino (*onset of decline*) quali mala gestione, perdita di fette di mercato, introduzione di prodotti e processi innovativi da parte dei *competitors*, *shock finanziari*, ecc. Se i fattori che hanno determinato il disallineamento sono temporanei, alla fase di valutazione segue l'erogazione di azioni correttive e la conclusione del processo di *turnaround*.
2. **La fase di recupero** (*recovery*) comporta l'erogazione di misure urgenti e straordinarie, determinate con una pianificazione di breve periodo, finalizzate alla soddisfazione del fabbisogno, il recupero dell'operatività minima e la prioritaria protezione degli *assets* dell'organizzazione.
3. **La fase di ristrutturazione** muove dall'analisi dei risultati conseguiti con la fase di recupero (*reposition situation*) ovvero la verifica degli indicatori economici prestabiliti nella pianificazione di breve periodo (*key performance indicators* e *key risk indicators*). Durante la fase di ristrutturazione vengono prese le decisioni chiave sul futuro dell'organizzazione quali la cessione, il ricorso alla procedura concorsuale ovvero la prosecuzione delle attività. In caso di esito positivo dell'attività di *audit* sul recupero della capacità operativa, la ristrutturazione procede con una nuova pianificazione aziendale tanto strategica quanto operativa (*search for new strategies*).
4. **La fase di stabilizzazione** (*stabilisation*) comporta il superamento della crisi e la piena esecuzione di quanto pianificato attraverso il costante *audit* e *monitoring* del normale controllo di gestione. Conseguito il risultato di stabilizzazione del cambiamento di solito si abbandona il ricorso al *Temporary management* (qualora sia stato attivato) rimettendo i poteri ad un nuovo organo amministrativo.
5. **La fase di rivitalizzazione** (*revitalisation*) comporta l'avvio di un nuovo ciclo espansivo dell'organizzazione all'interno di una pianificazione di lungo periodo affidata al nuovo *management*, assistito dall'attività di consulenza del *turnaround manager*.

Molte tecniche possono essere necessarie al riposizionamento di un'organizzazione. Sovente l'intervento di *turnaround* comporta l'applicazione di un *mix* di tecniche in base alla fase della crisi, alle caratteristiche dell'organizzazione ed alle cause della sofferenza. Le più diffuse tecniche che pervadono il processo di *turnaround* sono conosciute come:

Il **retrenchment** (ridimensionamento) attraverso una strategia di ampio respiro composta da azioni di breve termine dedicate alla riduzione delle perdite finanziarie, la stabilizzazione del declino e la lotta ai problemi che hanno determinato le scarse performance dell'organizzazione. Il contenuto essenziale della strategia di ridimensionamento è la riduzione degli scopi e delle dimensioni dell'organizzazione che può essere ottenuto attraverso la vendita degli *assets* non strategici, l'abbandono di mercati eccessivamente competitivi, la dismissione di linee produttive a bassa redditività, il ricorso massiccio al *lean manufacturing* ed all'*outsourcing*. In buona sostanza il *retrenchment* non è altro che un'operazione di recupero dell'efficienza e di rifocalizzazione sul *core business*. A scapito di quanti possano credere il contrario, se vengono vinte le resistenze iniziali ai tagli, i risultati operativi derivanti dal *retrenchment* spesso comportano un migliore posizionamento dell'organizzazione nel mercato.

Il **repositioning** (riposizionamento), conosciuto anche come strategia imprenditoriale, è focalizzato sulla creazione di valore attraverso l'innovazione nei prodotti e/o nei processi aziendali, la variazione del marketing *mix*, l'esplorazione di nuovi mercati, un'attenta strategia di *corporate communication* fino alla variazione della *mission* al fine di recuperare l'immagine dell'organizzazione. La più brillante operazione di *repositioning* degli ultimi anni è sicuramente stata quella successiva all'acquisizione di Audi da parte del Gruppo Volkswagen.

Il **replacement** (sostituzione) è una strategia che comporta la sostituzione del *Top Management* fino ad includere il ricambio del *Chief Executive Officer (CEO)*. Molto popolare nei paesi anglosassoni, il *replacement* in strutture a conduzione padronale (molto diffuso nel sistema Italiano) può rappresentare un'opzione pericolosa. Spesso il *replacement* in certe realtà comporta una decisa resistenza, accompagnata dall'obbligo di selezionare il nuovo *management* nell'ambito familiare, con conseguenze spesso imprevedibili senza un'attenta attività suppletiva di *coaching* e di *mentoring* dedicata. Tuttavia in letteratura si apprezza il vantaggio di sfruttare la novità rappresentata dal nuovo *management* nella gestione degli *stakeholders*, la naturale propensione al cambiamento e l'apporto di *background* ed esperienza mutate da esperienze diverse. In ogni caso vale la pena di sottolineare che il nuovo *CEO* può causare problemi nella fidelizzazione del personale e nei rapporti interni all'organizzazione che possono vanificare il processo di *turnaround*. In conclusione, il *replacement* è subordinato alla reputazione del *CEO* da sostituire: in caso di *CEO* chiacchierati od incapaci di una visione imparziale (nella valutazione delle cause della crisi e delle *performance* del personale) molto spesso la sostituzione è un atto dovuto alla buona riuscita del *turnaround*.

Con il **renewal** (rinnovamento), l'organizzazione pone in essere un percorso di azioni a lungo termine sulla base di percorsi di miglioramento progressivo tipici dei sistemi di gestione della qualità ed in particolare dell'accezione Giapponese comunemente nota come *Kaizen*. Il primo passo di un processo di *renewal* è l'analisi delle strutture esistenti e dei processi in essere misurandone la flessibilità e l'efficacia nell'adattamento alle nuove condizioni dell'ambiente competitivo. Gli *outputs* tipici di un percorso di *renewal* sono la rivisitazione del *budget* aziendale, la chiusura progressiva di divisioni improduttive, lo sviluppo di nuovi prodotti, la variazione dell'area strategica d'affari con aperture a nuovi mercati o nuovi settori di *business*. Molto spesso il *renewal* è applicato durante la fase di rivitalizzazione delle organizzazioni che hanno superato la fase acuta di crisi.

Il *turnaround* è un processo complesso che la polverizzazione delle normali strutture di risposta (assetti consolidati, comportamenti cristallizzati, prospettive ritenute certe) dell'organizzazione rende estremamente difficile. Le criticità legate al processo di *turnaround* sono tutte riconducibili all'incertezza. Il contenimento dell'incertezza sugli scenari che si aprono per l'organizzazione può essere limitato attraverso:

- La determinazione degli spazi temporali, delle risorse e degli obiettivi affidati al *turnaround manager* soprattutto se l'intervento è affidato in regime di *temporary management*;
- Il potenziamento della normale attività di *reporting* e di controllo di gestione;
- La comunicazione della crisi ed il coinvolgimento degli *stakeholders* (personale dell'organizzazione, sindacati, fornitori, Istituzioni, etc.) che altrimenti potrebbero porre in essere comportamenti pregiudizievole alla realizzazione del piano d'intervento;
- Un'attenta attività di *risk management*, supportata da un massiccio ricorso al *data mining*, che preveda il maggior numero di scenari possibili sviluppando soluzioni.

Le attività più sfidanti del *turnaround management* sono:

- La progettazione intesa come scelta del *benchmark* e di quale tipo di ristrutturazione sia il più appropriato (reingegnerizzazione dei processi aziendali) per risolvere i problemi dell'organizzazione;
- L'esecuzione del progetto, ovvero la massima protezione degli *assets* e la creazione del maggior valore conseguibile dalla progettazione;
- Il *marketing*, ossia di come deve essere veicolata la ristrutturazione ai mercati, agli investitori ed ai *venture capitalists*, piuttosto di come deve essere lanciato e distribuito il nuovo prodotto od aggredito il nuovo mercato potenziale.

4.4. TECNICHE FINANZIARIE

Di seguito, le tecniche finanziarie con cui i fondi di *private equity* possono sviluppare i suoi investimenti:

- *Leveraged Buyout (LBO)*: investimenti di MBO/MBI in cui viene usata una grande quantità di debito per acquistare la società dove in taluni casi l'azienda viene venduta a pezzi per ripagare il debito (i *break up*);
- *Going Private*: investimenti in aziende per cui l'investitore di *private equity* vede un valore nel ritirare l'azienda del mercato, sistemarla e rifocalizzarla e poi cederla con profitto;
- *Mezzanine Capital*: investimento sotto forma di debito non garantito con un rendimento extra legato alla profittabilità dell'investimento (*l'equity kicker*);
- Fondi di *private equity*: investono in altri fondi di *private equity*.

4.4.1. LEVERAGED BUYOUT

Il ***leveraged buyout*** o *LBO* è un'operazione di finanza strutturata utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa. Le operazioni di *leveraged buyout* sono caratterizzate da una forte flessibilità circa le modalità operative con cui vengono svolte, i soggetti partecipanti e l'insieme di fonti di finanziamento utilizzate. Il *leveraged buyout* solitamente prevede la creazione di una società-veicolo costituita *ad hoc* e detta *NewCo*, in cui gli *sponsor* dell'operazione e i diversi finanziatori immettono il capitale di rischio e il capitale di debito necessario all'acquisizione.

Sono identificabili due schemi generali mediante i quali vengono effettuate le operazioni di LBO:

1. *Acquisizione per fusione*: si procede ad una fusione per incorporazione tra società *target* (la incorporata) e la *NewCo* (incorporante);
2. *Assets sale*: la società *NewCo* non acquista la società *target* nel suo complesso ma soltanto gli *asset*.

Tale operazione può avere come investitori:

- *Management* della società (*Management buyout*);

- *Management* di altre società (*Management buyin*).

Permette di entrare nella compagine sociale non solo attraverso capitale sociale, ma anche tramite indebitamento finanziario.

Il debito contratto viene generalmente poi ripagato o con i flussi di cassa generati dall'impresa acquistata o vendendo parti dell'azienda (o *business unit* non strategiche). In questo secondo caso si parla anche di *break-up*.

Non vi è dubbio che la nuova società avrà un indebitamento finanziario maggiore, quindi tale strumento si dovrebbe applicare con società *target* caratterizzate da un basso grado di leva finanziaria, e con un'alta capacità di produrre flusso di cassa, proprio perché la nuova società dovrà essere in grado di ripagare gli oneri finanziari aggiuntivi.

Fino al 2003 in Italia vi era un espresso divieto di porre in essere operazioni di *LBO*, poiché strumento di aggiramento per interposta persona (*NewCo*) del divieto di sottoscrizione di azioni proprie (art.2357 c.c.) e del divieto di assistenza finanziaria per la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie.

Di fatto la *Newco* è una scatola vuota priva di capacità di produrre reddito, ma ci sono modi di sbagliata applicazione di tale strumento nel caso italiano, in particolare, vi è da dire che tale strumento applicato nella giusta maniera (qui entra in gioco il ruolo importante della consulenza dell'*advisor*) può garantire dei vantaggi legati al miglioramento della *corporate governance*, e, nel caso per esempio del *MBO* e *WBO* (*Workers Buyout*), di poter condividere il rischio di impresa con soggetti dipendenti della società stessa.

Il *leveraged buyout* è stato espressamente reso lecito nell'ordinamento giuridico italiano a seguito della riforma del diritto societario del 2003, la quale ha permesso di superare i dubbi di legittimità che venivano sollevati sulla base del divieto, contenuto nel primo comma dell'art. 2358 c.c. che inibisce alle società di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni.

La riforma ha però subordinato la liceità della operazione all'adempimento di alcuni oneri. In particolare, gli amministratori delle società interessate all'operazione dovranno predisporre un piano economico e finanziario, confortato da una relazione di esperti che ne attestino la ragionevolezza, nel quale devono essere indicate le fonti delle risorse finanziarie e devono essere descritti gli obiettivi che si intendono raggiungere.

Importante infine è la distinzione tra debito *senior* (ossia con garanzie e *covenant* positive e negative) e debito *junior*. Quest'ultimo viene remunerato dopo il debito *senior*.

In una operazione corretta di *leveraged buyout* la concessione del debito *senior* è subordinata ad una serie di condizioni, quali:

- L'obbligo di pagare interessi e capitale nel caso in cui vi sia un esubero di liquidità;
- Il mantenimento del rapporto *Debt/Equity* entro un certo valore (in genere 1,75).

Un'impresa può decidere il riacquisto delle proprie azioni, se il prezzo in Borsa è in forte calo. In questo modo, alimenta una domanda che rialza il corso azionario, agisce in controfase rispetto al mercato, comprando mentre la maggioranza degli investitori vende le proprie quote.

Il rialzo del prezzo così ottenuto non è limitato solamente al momento in cui è lanciata la richiesta di acquisto e si manifesta la domanda: diminuendo le azioni in possesso di soggetti terzi, l'impresa diminuisce le azioni da remunerare, e, a parità di utili, il dividendo per azione è più alto, e di conseguenza il prezzo se calcolato in base al profitto atteso e ai fondamentali dell'impresa.

Il riacquisto può anche avere finalità speculative, per creare un prezzo al di sopra della media degli ultimi periodi.

Da questa situazione può trarre vantaggio l'impresa per aumenti di capitale sociale a pagamento, collocando azioni a prezzi molto remunerativi; oppure il *management* per l'esercizio delle *stock option*, che danno il diritto di acquistare ad un prezzo inferiore al valore di mercato.

4.4.2. GOING PRIVATE

Il *going private* può essere definito come la transazione organizzata da un gruppo di investitori, spesso guidata da *insider*, che comporta l'acquisizione dell'intero capitale azionario con conseguente *delisting* della società (Lehn e Poulsen, 1989). Esso si distingue dalle altre forme di cancellazione del titolo dal mercato quotato perché avviene in forma volontaria. Infatti, i *delisting* possono avvenire su disposizione delle borse a seguito di particolari condizioni che riguardano la negoziazione del titolo o su richiesta dell'emittente.

Il *going private* avviene sulla base di una transazione promossa da un acquirente che ha interesse a rilevare l'intera società in modo da continuare l'attività d'impresa in forma non quotata. Quando l'operazione è finanziata con debito garantito dagli attivi della società acquistata, l'acquisizione si definisce *Leveraged Buyout (LBO)*. Il *buyout* è organizzato ed eseguito da una cordata che include anche gli *sponsor* e, spesso, il *management* in carica. Se quest'ultimo ha un ruolo importante nel gruppo promotore, e acquisisce quindi una partecipazione rilevante nella nuova società non quotata (*NewCo*), allora l'acquisizione si definisce *Management Buyout (MBO)* (Arzac, 2006). Per molti anni, *LBO/MBO* e *going private* sono stati considerati sinonimi. In realtà, il *going private* non è una transazione, bensì la conseguenza di una o più transazioni attraverso le quali si determina il *delisting* indipendentemente dalla struttura finanziaria utilizzata per completare l'operazione. Dal punto di vista della letteratura giuridica, spesso si enfatizza il ruolo del promotore di queste transazioni, definendo *going private* soltanto quel processo che comporta la riunificazione della proprietà azionaria nelle mani di un *insider* o di una società controllata da un *insider* della *target* (Borden e Yunis, 2007). Questa seconda definizione riduce il campo dei *going private* tralasciando le acquisizioni poste in essere da terze parti, definendole *technical buyout*. Secondo tale accezione, dunque, le acquisizioni eseguite da terzi e che determinano il *delisting*, ad esempio attraverso un *LBO*, non rappresentano un vero *going private* perché manca il coinvolgimento di un azionista o del *management* della *target* nella società non quotata frutto della transazione. Il giurista, dunque, è interessato ad accentuare la natura volontaria del *going private*, ponendo enfasi sul fatto che un *insider* intenda compiere la transazione al fine di continuare l'attività d'impresa al di fuori del mercato di Borsa. La rilevanza della volontarietà del *going private* risiede nel fatto che l'azionista di maggioranza o il *management* può proporre una transazione di questo tipo anche al solo scopo di eliminare degli azionisti non affiliati scomodi. Questo spiega l'orientamento della giurisprudenza statunitense che vieta tali operazioni in mancanza di un valido motivo d'affari (*business purpose*): mancando tale condizioni, ad esempio la necessità di ristrutturazione aziendale, si suppone che la transazione sia realizzata al solo scopo di eliminare azionisti non graditi, il che non è giudicato ammissibile (Ventoruzzo, 2010). Una seconda caratteristica della definizione giuridica del *going private* riguarda la natura del promotore, che deve essere una persona fisica e non una società. Il caso di una controllante (*parent company*) che riassume una controllata (*subsidiary*) per motivi organizzativi del gruppo, è definito *take-out*.

4.4.3. MEZZANINE CAPITAL

I **mezzanine capital** sono finanziamenti con vincolo di subordinazione nel rimborso rispetto al normale debito bancario.

Hanno una natura ibrida tra il finanziamento puro e l'*equity* in quanto la remunerazione è composta di due parti:

1. Il tasso di interesse sul finanziamento che assimila il mezzanino al normale debito bancario;
2. Una remunerazione variabile in funzione dei risultati dell'azienda (*equity kicker*) che assimila il mezzanino ad una forma di finanziamento simile all'apporto dei soci.

L'operazione di finanziamento delle entità per mezzo di mezzanino viene usualmente erogata da una banca che già detiene una posizione di *leader* nei rapporti con il soggetto. La situazione aziendale tipica che può portare alla contrazione di un finanziamento di tipo mezzanino, è la presenza di un rilevante massa di debiti a breve termine non adeguatamente compensati da attivo a breve. Questa situazione comporta uno squilibrio strutturale interno all'azienda che senza la necessaria ristrutturazione, porta l'imprenditore ad un naturale utilizzo eccessivo (fino allo sfioramento) del fido bancario. La ristrutturazione di tali passività a breve in passività a lungo periodo (assimilabili al capitale, come spiegato precedentemente) consente di evitare l'insidia di tali fidi, di migliorare gli equilibri patrimoniali e i relativi indici di bilancio ed, infine, di approdare a classi di *rating* superiori per l'azienda. Il miglioramento di tale *rating* consente, a sua volta, di accedere a finanziamenti con *spread* minori in virtù delle disposizioni introdotte da Basilea 2.

4.5. IL MERCATO IN ITALIA – AIFI (ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL)

L'AIFI, **Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital**, è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio.

L'Associazione è un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo sviluppo delle aziende partecipate.

Sotto il profilo della struttura operativa e organizzativa, si ritrovano nella compagine AIFI società finanziarie di partecipazione, società di gestione di fondi chiusi italiani e *advisory companies* di fondi chiusi internazionali, banche italiane e internazionali aventi una divisione dedicata all'attività di *private equity*, finanziarie regionali, società pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali.

Sono inoltre associati ad AIFI, in qualità di membri aderenti, associazioni, enti, istituti di ricerca, studi professionali, società di revisione e consulenza, interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio.

I principali obiettivi perseguiti da AIFI sono:

- Sviluppare e coordinare l'attività delle società di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa;
- Rappresentare gli interessi degli associati in Italia e all'estero e favorire la collaborazione fra le società operanti nel campo, in Italia e all'estero;
- Favorire la raccolta e la divulgazione di informazioni, nonché i contatti fra gli associati, il mercato e altri organismi esterni;
- Sviluppare stabili rapporti con i competenti organi normativi e di vigilanza, italiani e stranieri, al fine di promuovere l'emanazione di provvedimenti legislativi e/o regolamentari volti a disciplinare e favorire l'attività istituzionale di investimento nel capitale di rischio per lo sviluppo;
- Contribuire alla formazione di gruppi manageriali qualificati sia nelle società associate che nelle loro partecipate;
- Diffondere un'adeguata cultura del capitale di rischio presso la classe imprenditoriale.

4.5.1. ATTIVITÀ SVOLTE

Attività istituzionale

L'Associazione svolge un ruolo attivo nel processo legislativo ed istituzionale attraverso un'intensa attività di *lobby* con le autorità competenti, al fine di creare un contesto favorevole per le operazioni di investimento nel capitale di rischio.

A tal fine, rappresentanti di AIFI collaborano attivamente con rappresentanti del Parlamento, del Governo e delle altre Istituzioni operanti sul mercato finanziario, elaborando concrete proposte di legge ed esprimendo pareri formali nell'ambito dei diversi processi di revisione normativa.

Convegni e seminari tecnici

Annualmente l'Associazione organizza un convegno aperto al pubblico, focalizzato sui temi più importanti del settore e sull'analisi dei dati relativi al *venture capital* e *private equity* italiano. Durante il convegno vengono presentati i risultati delle principali ricerche condotte sul mercato.

Nel corso dell'anno vengono, inoltre, organizzati alcuni seminari tecnici, su temi proposti dagli associati, che vedono la partecipazione di esperti del settore, divenendo così la sede dedicata ai dibattiti tra professionisti.

Ogni due anni viene organizzato un incontro, riservato ai soci AIFI, con i principali investitori istituzionali internazionali, dove si discutono le prospettive degli investimenti in capitale di rischio in Italia, alla presenza di autorevoli rappresentanti di Governo e delle Istituzioni.

Attività di divulgazione e pubblicazioni

L'Associazione pubblica un rapporto biennale che fornisce una panoramica aggiornata sul settore italiano ed internazionale del capitale di rischio. I dati statistici ed i principali *trend* sull'attività del settore in Italia vengono inoltre raccolti e pubblicati ogni anno, in inglese, nell'AIFI *Yearbook*, contenente anche la *directory*

dei membri Associati ed Aderenti. Tematiche di nature più tecnica, insieme agli atti del convegno annuale vengono poi raccolti e pubblicati all'interno di una collana di quaderni dedicati al capitale di rischio.

Attività di formazione

Attraverso l'AIFI Ricerca & Formazione S.r.l. viene svolta una organica attività di formazione, rivolta sia agli operatori del settore che a rappresentanti del mondo imprenditoriale e istituzionale, interessati alla materia.

In particolare, ogni anno viene organizzato un Corso per Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio, della durata di una settimana, il cui programma copre un'ampia gamma di argomenti tra i quali si ricordano: la costruzione di un *business plan*, le operazioni di investimento e disinvestimento, le modalità di raccolta, i principali aspetti normativi del settore, il tutto reso ancor più esplicito dalla presentazione di casi aziendali.

La docenza è affidata a professori universitari e a manager operanti nel settore. Altre attività di formazione sono rappresentate da seminari e corsi di aggiornamento sui temi ritenuti più significativi per chi opera sul mercato del capitale di rischio.

Attività di ricerca

Oltre alla ricerca istituzionale che costituisce la base di pubblicazioni e rapporti, AIFI Ricerca & Formazione rimane al servizio di istituzioni pubbliche e private che commissionano ricerche nell'ambito dello sviluppo del settore del capitale di rischio e dell'attività imprenditoriale.

Attività di informazione

La biblioteca di AIFI è a disposizione di studenti e studiosi che desiderano conoscere il settore e ricercare materiale utile per le tesi di Laurea. A tal fine, i collaboratori AIFI sono disponibili, previo appuntamento, a fornire la dovuta assistenza. Per poter soddisfare in modo più efficace e diffuso le sempre più numerose richieste, il sito AIFI viene inoltre aggiornato costantemente con i dati e le informazioni più recenti riguardanti il mercato del capitale di rischio.

4.5.2. AIFI RICERCA & FORMAZIONE S.R.L.

Costituita nel 1996, AIFI Ricerca e Formazione Srl (AIFI R&F Srl) ha per oggetto la fornitura di servizi di consulenza, ricerca e di formazione in campo economico, giuridico e finanziario, con particolare riferimento alle attività correlate al settore dell'investimento in capitale di rischio di imprese non quotate. I servizi offerti si rivolgono ad imprese ed istituzioni, articolandosi nei seguenti ambiti:

- Analisi di settore;
- Assistenza nel processo di costituzione di fondi chiusi d'investimento;
- Studi di fattibilità economico-finanziaria;
- Analisi dei *cash flow* e definizione dei piani economico-finanziari;
- Analisi della funzionalità della gestione e della struttura finanziaria di aziende;

- Organizzazione di corsi, seminari e convegni.

AIFI R&F S.r.l. rappresenta il braccio operativo di AIFI, potendo pertanto contare su una ampia gamma di specifiche professionalità connesse agli aspetti di mercato, normativi ed istituzionali del settore del *venture capital* e *private equity*. Tali conoscenze, che si estendono ad un ambito sia nazionale che internazionale, rappresentano, ad oggi, un importante punto di riferimento per operatori, istituzioni ed altri soggetti interessati al settore. La società opera con un gruppo ristretto di esperti di alto livello, integrato, secondo necessità, da una rete di specialisti esterni.

L'attività di formazione è realizzata attraverso eventi con cadenza annuale e tramite seminari organizzati *ad hoc*, su temi di particolare interesse.

4.5.3. VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY

Agli inizi degli anni Ottanta, con il termine *venture capital* si definiva l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. Nell'ambito di tale definizione, la partecipazione veniva generalmente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata, attraverso il contributo congiunto di *know-how* non solo finanziario, allo sviluppo dell'impresa, all'aumento del suo valore ed alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione. Nel corso degli anni, pur rimanendo invariati i presupposti di fondo, le caratteristiche dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio sono mutate, diversificandosi in funzione del sistema imprenditoriale di riferimento e del grado di sviluppo dei diversi mercati e offrendo, oggi, una più variegata gamma di possibilità di intervento. Di fatto, il comune denominatore rimane l'acquisizione di partecipazioni significative in imprese, in ottica di medio lungo-termine, e il conseguente obiettivo di sviluppo finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza sulla vendita delle azioni, ma la presenza delle ulteriori caratteristiche ha assunto connotati molto variabili.

Da un punto di vista strettamente terminologico, il concetto di investimento istituzionale nel capitale di rischio ha assunto, in passato, connotati differenti fra Stati Uniti ed Europa.

Negli USA, questo concetto, definito della sua globalità "attività di *private equity*", è distinto, in funzione della tipologia di operatore che pone in essere il finanziamento, tra *venture capital* e *buyout*. Alla prima categoria corrispondono due tipologie specifiche di investimenti:

1. L'**Early stage financing**, ovvero l'insieme dei finanziamenti (**seed financing** e **start-up financing**) a sostegno delle imprese nei primi stati di vita.
2. L'**Expansions financing**, ovvero quella serie di interventi effettuati in imprese già esistenti che necessitano di capitali per consolidare e accelerare la crescita in atto.

Al contrario, in Europa, il termine *venture capital* era in passato riferito esclusivamente alle operazioni finalizzate a sostenere la nascita di nuove imprese, mentre con il termine *private equity* si intendeva l'insieme delle operazioni poste in essere per sviluppare attività esistenti o risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa, incluso il fenomeno del passaggio generazionale. Oggi, a seguito di un processo

di standardizzazione metodologica, anche in Europa e in Italia si aderisce alla definizione utilizzata negli Stati Uniti.

Il ruolo che l'investimento in capitale di rischio ha in un moderno sistema finanziario è rilevante sotto numerosi profili. Innanzitutto, sul fronte dell'impresa, la possibilità di far ricorso ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, consente alle stesse di reperire capitale "paziente", che può essere utilizzato per sostenere la fase di *start-up*, piuttosto che piani di sviluppo, nuove strategie, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali o altri processi critici del loro ciclo di vita. In particolare, tale capitale può essere utilizzato dall'impresa per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie, per espandere il circolante, per finanziare acquisizioni, o per rafforzare la struttura finanziaria di una società. Il *private equity* può anche essere impiegato per risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa o con il fenomeno del passaggio generazionale. Inoltre, è lo strumento privilegiato per la realizzazione di operazioni di *buyout/buyin*, effettuate da manager esperti. Poiché, inoltre, il supporto dell'investitore istituzionale non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio, un ulteriore vantaggio deriva dalla disponibilità di *know-how* manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'impresa per il raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo. Ciò si traduce anche nella possibilità di supporto alla crescita esterna, attraverso contatti, investimenti, collaborazioni ed altro, con imprenditori dello stesso o di altri settori. Spesso la crescita attraverso fusioni e/o acquisizione offre sensibili vantaggi in virtù della tempestività con la quale è possibile entrare in nuovi settori o guadagnare nuove quote di mercato. Il socio istituzionale possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse e, pertanto, gode di un invidiabile esperienza cui la società può accedere. L'investitore istituzionale nel capitale di rischio ha, per esempio, solitamente esperienza anche in tema di accompagnamento alla quotazione, capacità preziosa in tale delicato processo e che può essere d'aiuto nel definire il *timing* e le procedure interne ottimali. È poi comprovato che alle imprese partecipate da investitori istituzionali siano riconducibili *performance* economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali, apportando un beneficio a livello di sistema. L'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce, dunque, notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi.

4.5.4. RACCOLTA

Il processo di raccolta è una fase, oltre che estremamente delicata, molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo; generalmente l'attività di *fund raising* impegna gli investitori per un periodo di circa un anno. Sulla base di una schematizzazione realizzata dall'*European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*, è possibile suddividere il processo di raccolta in sette fasi:

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. Chiusura.

Nella fase di identificazione del mercato *target*, prima di procedere ai contatti con i potenziali investitori, l'operatore identifica quali sono i mercati strategicamente più appetibili per la sua raccolta. È importante che, prima di rivolgersi a investitori internazionali, l'operatore acquisti stima e riscontri positivi presso il proprio mercato nazionale. Successivamente è possibile dare avvio alla fase di *pre-marketing*, rappresentata da un naturale prolungamento di quanto esposto in precedenza. La scelta dei primi investitori cui rivolgersi, infatti, viene realizzata soprattutto per attrarre altri di dimensioni maggiori e originare così un circolo virtuoso. Esistono anche particolari soggetti, i cosiddetti *gatekeepers*, che per i fondi chiusi di piccola dimensione rappresentano, spesso, l'unica via per accedere ad alcuni mercati geograficamente lontani dal proprio. Questi soggetti, infatti, sono consulenti, gestori di portafogli di fondi e manager di grandi investitori istituzionali e rappresentano a loro volta un alto numero di investitori. La buona accoglienza presso alcuni di questi soggetti dà una sorta di "marchio di garanzia" per altri potenziali investitori. Tale garanzia è data, in parte, dall'esperienza maturata da costoro e, in parte, dalle rigorose e standardizzate procedure di *due diligence* che essi, data la loro dimensione, possono mettere in atto.

Preparandosi al *fund raising*, che ci si avvalga o meno di una rete di *advisors*, è necessario che il promotore strutturi il proprio fondo nei minimi dettagli, sotto il profilo tecnico, legale e fiscale. Una volta strutturato il fondo secondo tutte le direttrici, occorre preparare un documento di presentazione (il *placement memorandum*) che, come una sorta di *business plan*, costituisce il biglietto da visita dell'operatore. In molti casi il *memorandum* si rivela non solo la prima, ma anche l'ultima opportunità per attrarre nuovi investitori: un piano di *marketing* sbagliato può indurre gli investitori a tralasciare un progetto d'investimento buono, ma mal presentato (e quindi non compreso). Nel documento, il *management* del fondo deve riuscire a sintetizzare ciò che è stato fatto in passato, con le relative *performance* ottenute, come pensa di agire per mantenere o migliorare tali risultati e quale è il proprio vantaggio competitivo rispetto ad altri soggetti (ciò che dovrebbe indirizzare la scelta verso il proprio fondo).

Un esauriente *placement memorandum* deve, in primo luogo, contenere la descrizione di tutti i termini e delle condizioni, includendo, quindi, dati e prospetti a proposito di:

- Dimensione del fondo;
- Dimensione delle quote di partecipazione;
- Durata del fondo;
- Politiche di distribuzione dei proventi;
- *Management fee*;
- Costi di organizzazione e struttura;
- Altri costi;
- Attività di *report* verso gli investitori.

Quanto realizzato fino a questo punto è ovviamente finalizzato all'incontro con gli investitori, durante il quale essi valutano se proseguire i contatti o se interromperli, nel caso non siano soddisfatti da quanto offerto, o non lo comprendano a fondo.

Infine, deve essere predisposta la documentazione legale, rappresentata da tutti gli atti e i contratti necessari per la conclusione dell'investimento, quando ormai la scelta dell'investitore è pressoché fatta e siglati i quali l'attività di *fund raising* può definirsi conclusa. Tradizionalmente, i principali soggetti erogatori di capitale nel settore del *private equity* e del *venture capital* sono, essi stessi, investitori istituzionali. Trattasi, per lo più, di fondi pensione (in particolare nei mercati anglosassoni) e istituzioni bancarie (Europa

continentale, Italia compresa), impossibilitati a svolgere direttamente tale attività ma, al tempo stesso, interessati ai ritorni ottenibili nel medio-lungo periodo. Un ruolo via via crescente all'interno del panorama dei soggetti fornitori di risorse finanziarie per il mercato del capitale di rischio internazionale lo stanno assumendo i cosiddetti fondi di fondi. Si tratta di veri e propri fondi con disponibilità di capitali molto ingenti, spesso lanciati da banche di investimento, che impiegano le risorse da loro raccolte prevalentemente in quote di altri fondi di *private equity* e *venture capital*, invece che direttamente in partecipazioni di imprese. Gli approfondimenti circa l'evoluzione che ha interessato l'attività di *fund raising* in Italia sono disponibili nella sezione statistiche del sito AIFI.

L'indicazione degli investitori istituzionali nel capitale di rischio attivi nel nostro Paese attualmente in fase di raccolta è, invece, disponibile sul sito del *Private Equity Monitor (PEM)*.

4.5.5. INVESTIMENTO

La più classica e diffusa segmentazione del mercato del capitale di rischio, le cui categorie, seppur con minimi adattamenti geografici, sono internazionalmente adottate dagli operatori, dalle associazioni e dai centri di ricerca, anche ai fini statistici, classifica le tipologie di investimento, sostanzialmente, a seconda delle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa *target*. In tale ottica, si parla di *seed* (finanziamento dell'idea) e *start-up financing* per individuare gli interventi cosiddetti di *early stage*, volti cioè a finanziare le primissime fasi di avvio dell'impresa. Successivamente, qualora l'investimento sia finalizzato a supportare la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo di aziende già esistenti, vengono utilizzati i termini *expansion financing* o *development capital*, mentre si parla di *replacement capital* (capitale di sostituzione) per riferirsi ad interventi che, senza andare ad incrementare il capitale sociale dell'impresa, si pongono l'obiettivo di sostituire parte dell'azionariato non più coinvolto nell'attività aziendale. Ancora, tutte le operazioni orientate al cambiamento totale della proprietà dell'impresa, sia a favore di *manager* interni alla stessa società (*management buyout*) che di *manager* esterni (*management buyin*), con il frequente uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione (*leveraged buyout*), vengono generalmente raggruppate nella categoria dei *buyout*; così come si parla di *turnaround* per indicare gli investimenti di ristrutturazione di imprese in crisi e di *bridge financing* con riferimento agli interventi finalizzati, sin dal momento della loro realizzazione, nell'accompagnare l'impresa in Borsa. All'interno delle dette categorie sono, a loro volta, individuabili ulteriori tipologie di investimento, a seconda della specifica fase aziendale e dello specifico tipo d'intervento.

La crescente complessità dei settori "merceologici" e delle peculiari problematiche ad ognuno di essi riconducibile (si pensi all'ampio comparto dell'Information Technology ed a quanto sta avvenendo nei sistemi economici più avanzati, dove aziende "neonate" sono già pronte alla quotazione in Borsa) fa sì che, in determinati casi, lo stadio di sviluppo delle diverse imprese, e le esigenze finanziarie ad esso collegate, poco si prestino ad una schematizzazione classica. In più, gli operatori nel capitale di rischio sviluppano di continuo avanzati strumenti di ingegneria finanziaria, sempre più complessi e sofisticati, attraverso i quali si fa uso contemporaneo di diverse leve e che, per questo motivo, sono difficilmente catalogabili. Alla luce di ciò, si ritiene di dover esprimere, oggi, una più corretta classificazione, basata sulla macro ripartizione tra le diverse esigenze strategiche dell'impresa, le problematiche ad esse riconducibili e gli obiettivi di

soddisfacimento di queste che si pone l'investitore. In tale ottica, gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio possono essere raggruppati, classificati e caratterizzati sulla base di tre principali tipologie:

- Finanziamento dell'avvio;
- Finanziamento dello sviluppo;
- Finanziamento del cambiamento/ripensamento.

Alla prima categoria viene ricondotta l'attività propriamente detta di *venture capital*, mentre la seconda e la terza rientrano nel segmento del *private equity*.

4.5.5.1. IL FINANZIAMENTO DELL'AVVIO

All'interno di tale categoria sono ricondotti tutti gli interventi il cui obiettivo è quello di supportare la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale, sia essa ancora nella fase embrionale, che nelle primissime fasi di avvio. Dal punto di vista della domanda (impresa), la richiesta di intervento è generalmente riconducibile a un imprenditore - o aspirante tale - intenzionato a sviluppare una nuova invenzione, o a migliorare/implementare un prodotto/processo produttivo esistente. Prima che la commercializzazione del nuovo prodotto sia avviata e consegua i primi successi, servono spesso ricerche (di base, di mercato, ecc.) o altre attività, le quali richiedono investimenti a volte onerosi. Inoltre, ciò di cui il portatore della nuova idea imprenditoriale ha spesso grande bisogno è un apporto in termini di capacità imprenditoriale, di competenze aziendali e manageriali. Nelle operazioni di avvio, o di *early stage*, l'uomo necessita spesso, più che di un mero contributo in termini di capitali, di un aiuto nella definizione della formula imprenditoriale e nella riflessione sulla propria posizione competitiva. Al tempo stesso, l'investitore deve necessariamente avere fiducia non solo nelle potenzialità del *business*, ma anche negli uomini che con lui lo condurranno. Una distinzione deve poi essere effettuata tra il lancio di prodotti e servizi ad alto contenuto tecnologico (*high-tech*) e attività di tipo più tradizionale. La necessità di conoscenze altamente specializzate e ancora non particolarmente consolidate (specie nei paesi dell'Europa continentale), unita alla rapidità di obsolescenza dei prodotti e dei processi tipica dei settori tecnologici, caratterizzano gli investimenti effettuati in tale comparto, soprattutto in termini di necessità di valutazione delle capacità imprenditoriali più che reddituali dell'impresa e di diminuzione dei tempi di permanenza del socio istituzionale nella compagine azionaria.

4.5.5.2. IL FINANZIAMENTO DELLO SVILUPPO

La seconda macro categoria di interventi effettuati da investitori istituzionali nel capitale di rischio è riconducibile a tutte quelle situazioni nelle quali, a diverso titolo e secondo diverse modalità, l'impresa si trovi di fronte a problematiche connesse al suo sviluppo. Lo sviluppo di un'attività imprenditoriale che ha già raggiunto un determinato livello di maturità, può essere generalmente perseguito attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva (sviluppo per vie interne), l'acquisizione di altre aziende o rami di azienda (sviluppo per vie esterne), oppure l'integrazione con altre realtà imprenditoriali, fermo restando un elevato grado di autonomia operativa delle singole unità (sviluppo "a rete"). Nel primo

caso, il contributo dell'investitore nel capitale di rischio sarà prevalentemente di natura finanziaria, anche se, essendo generalmente presenti ancora molte aree di sviluppo inesplorate, soprattutto in termini di diversificazione produttiva e geografica, l'elemento di consulenza potrà rilevarsi estremamente prezioso. Nel caso si intendessero perseguire gli obiettivi di sviluppo attraverso una crescita per vie esterne, particolare importanza è assunta dal *network* internazionale che l'investitore è in grado di attivare per l'individuazione del *partner* ideale. In virtù di ciò, questo genere di interventi risulta particolarmente congeniale agli operatori che dispongono di una consolidata esperienza di carattere internazionale e una notevole rete di conoscenze in seno a realtà economiche e industriali di paesi diversi. Nel terzo caso, infine, si fa riferimento ad una tipologia di intervento finalizzata al raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente e caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie, possedute da una *holding* svolgente un ruolo di coordinamento strategico e dove la maggioranza è detenuta da una o più società di investimento.

4.5.5.3. IL FINANZIAMENTO DEL CAMBIAMENTO

La terza categoria di interventi in capitale di rischio è finalizzata al finanziamento di processi di cambiamento interni all'azienda, che, seppur fondati su motivi differenti, spesso portano ad una modifica, più o meno profonda, dell'assetto proprietario della stessa. Si tratta della categoria maggiormente indipendente, rispetto alle altre, dallo stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa, che invece colloca la necessità di ricorso ad un investitore istituzionale nell'esigenza di un suo "ripensamento". Le motivazioni che si pongono alla base del cambiamento possono risiedere tanto nel cosciente raggiungimento, da parte dell'impresa, di una fase anagrafica, strategica o patrimoniale, per il cui superamento è necessaria una modifica del suo assetto, quanto nel verificarsi involontario di eventi negativi.

4.5.6. DISINVESTIMENTO

La fase dello smobilizzo costituisce la parte finale della sequenza del processo di investimento, una fase estremamente delicata perché è in questo stadio che può realizzarsi un guadagno di capitale, che rappresenta lo scopo ultimo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale operatore, infatti, non rimane per sua natura legato troppo a lungo alle imprese finanziate (se così non fosse si trasformerebbe in holding di partecipazione), visto che si propone come partner temporaneo e che il suo obiettivo finale è quello di realizzare un capital gain nel medio-lungo periodo. Riassumendo le modalità di disinvestimento in uno schema, esse possono essere distinte nel modo seguente:

- La vendita delle azioni sul mercato borsistico;
- La cessione della partecipazione a un socio di natura industriale (*trade sale*);
- La cessione della partecipazione a un altro operatore di *private equity* o *venture capital* (*replacement* e *secondary buyout*);
- Il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buyback*);
- L'azzeramento della partecipazione a seguito di fallimento (*write off*).

La scelta del canale di disinvestimento, seppur indicativamente già definita al momento della negoziazione, deriva da una serie di fattori legati alla tipologia dell'impresa *target* (dimensioni, settore di attività, caratteristiche organizzative, ecc.), ai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore e imprenditore, a elementi congiunturali, nonché alle specifiche volontà e preferenze di tutti gli *shareholders*. Di fatto, nessuna delle vie sopra indicate è realmente programmabile con un grado di certezza assoluta: tutto dipende dalla qualità del lavoro svolto e dal suo successo. La **quotazione dei titoli** della società partecipata su un mercato regolamentato rappresenta, nella maggior parte dei casi, la più ambita via di dismissione della partecipazione da parte dell'investitore istituzionale. I principali vantaggi riconducibili alla dismissione tramite *IPO* sono attribuibili ai seguenti fattori:

- La possibilità di spuntare un prezzo più alto (estremamente indipendente da elementi esogeni);
- La maggior facilità di incontrare le preferenze del *management* dell'impresa;
- La possibilità di un guadagno ulteriore derivante dall'incremento del valore, post quotazione, delle azioni rimaste in portafoglio dell'investitore istituzionale.

Sul fronte opposto, i principali **svantaggi** sono rappresentati da:

- La dimensione dei costi, maggiore rispetto ad altre alternative di dismissione;
- Le clausole di *lock up* che impediscono agli investitori presenti nella compagine azionaria prima della quotazione di cedere immediatamente tutte le partecipazioni detenute;
- L'illiquidità di molti mercati europei;
- La necessità, affinché l'*IPO* vada a buon fine, di attrarre un vasto numero di investitori;
- Il fatto che tale opzione sia, in realtà, impercorribile per alcune piccole imprese.

Allo stesso tempo, tuttavia, l'ammissione al listino ufficiale di Borsa non è un processo semplice per le imprese minori e, quindi, tale canale può essere inserito in un'ottica di medio-lungo termine, come modalità avente un ragionevole grado di certezza, solo per quelle società che hanno già raggiunto un certo sviluppo e una certa maturità. Nell'ambito della gamma delle possibilità di disinvestimento, la modalità internazionalmente più diffusa è comunque rappresentata dalla **cessione** delle quote della partecipata a nuovi soci industriali, o dalla **fusione** con altre società. I principali **vantaggi** riconducibili a questa tipologia di dismissione sono attribuibili ai seguenti fattori:

- Gli acquirenti possono pagare un prezzo maggiore, riconducibile al premio attribuibile all'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'impresa *target*;
- È possibile liquidare immediatamente il 100% della partecipazione posseduta;
- Si tratta di un'operazione più economica, veloce e semplice rispetto a un *IPO*;
- A volte è l'unica opzione per alcune imprese minori;
- È necessario convincere un solo soggetto acquirente, anziché l'intero mercato.

In termini di **svantaggi**, invece, si sottolineano i seguenti:

- Spesso il *management* dell'impresa *target* è contrario all'operazione;
- In alcuni paesi non ci sono molti *trade buyers*;
- Alcuni investitori istituzionali non sono disposti a concedere le garanzie tipicamente richieste dagli acquirenti.

Oltre alla possibilità di quotazione in Borsa dell'impresa partecipata e al *trade sale*, altre importanti tipologie di disinvestimento sono rappresentate dalla vendita a un'altra istituzione finanziaria e dal riacquisto delle quote da parte del *management* o degli altri azionisti. L'**azzerramento** (*write off*) della

partecipazione a seguito della sua totale perdita di valore non rappresenta di fatto una vera e propria modalità di disinvestimento, in quanto non contiene alcun elemento discrezionale da parte dell'investitore.

Il caso di **cessione ad altro investitore istituzionale**, situazione in passato poco frequente, rappresenta di fatto una tipologia di *way out* che si sta diffondendo sempre di più, in particolar modo nelle ipotesi di *secondary buyout*, quando, cioè, è una quota di maggioranza o addirittura l'intera azienda che passa di mano da un investitore a un altro.

Il **riacquisto della quota dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio da parte dell'imprenditore** è, invece, una modalità di cessione della partecipazione spesso prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento partecipativo, affidandone l'attivazione all'imprenditore (*call*) o all'investitore (*put*) e può rappresentare un'alternativa offerta all'imprenditore qualora questi non voglia intraprendere un processo di quotazione o cessione della propria quota.

4.5.7. SITUAZIONE ATTUALE

Nel corso del 2012 sono state registrate nel mercato italiano del *private equity* e *venture capital* 349 nuove operazioni, per un controvalore complessivo pari a € 3.230 mln, corrispondente ad una diminuzione del 10% rispetto al 2011. Il numero di operazioni, invece, rispetto al 2011 ha visto un incremento del 7%.

La maggior parte delle risorse investite è stata destinata alle operazioni di *buyout*, con € 2.069 mln investiti, nonostante una diminuzione dell'8% rispetto all'anno precedente, seguite dagli interventi di *expansion* con € 926 mln (+37%).

In termini di numero, il segmento dell'*early stage* ha visto una crescita del 28% rispetto al 2011 e, con 136 investimenti, si è classificato al primo posto, superando per la prima volta l'*expansion*, caratterizzato da 131 operazioni (-6%).

Con riferimento all'attività di disinvestimento, nel corso del 2012 sono state dismesse 107 partecipazioni, un numero che segna un calo del 23% rispetto al 2011. L'ammontare disinvestito, calcolato al costo storico di acquisto, invece, è passato da € 3.180 mln a € 1.569 mln (-51%).

Considerando la tipologia di *exit*, in termini di numero hanno prevalso le cessioni a *partner* industriali (47% del numero totale), mentre la categoria Altro si è configurata come il principale canale utilizzato in termini di ammontare (33%).

Sul versante del *fundraising*, nel 2012 sono stati raccolti € 1.355 mln, dato che segna una crescita del 29% rispetto al 2011. I capitali raccolti sul mercato da operatori indipendenti sono stati € 947 mln (+36%).

Al 31 dicembre 2012, il portafoglio complessivo degli operatori monitorati in Italia risultava composto da 1.135 società, per un controvalore delle partecipazioni detenute, valutate al costo d'acquisto, pari a € 20,2 miliardi.

Alla stessa data, le risorse disponibili per investimenti, al netto delle disponibilità degli operatori pan-europei e *captive*, ammontavano a € 6,3 miliardi.

4.5.8. I SOCI

Di seguito, un elenco dei fondi di *Private Equity* associati in AIFI:

- 035 Investimenti;
- 21 Investimenti;
- Accord Management;
- Advanced Capital SGR;
- Advent International;
- AF Mezzanine SGR;
- Aksia Group SGR;
- Alcedo SGR S.p.A.;
- Aliante Partners;
- Alpha Associati;
- Alto Partners SGR;
- Amber Capital Italia SGR;
- Ambienta SGR;
- Antares Private Equity S.p.A.;
- Apax Partners;
- Argan Capital Advisors;
- Argos Seditic Italia;
- Argy Venture Capital;
- Assietta Private Equity SGR S.p.A.;
- Atlantis Capital Special Situations;
- AVM Private Equity 1 S.p.A.;
- AXA Private Equity Italy S.r.l.;
- B4 Investimenti;
- BC Partners;
- Berrier Capital;
- Bridgepoint S.p.A.;
- CA Agro-Alimentare S.p.A.;
- Centrobanca;
- Centrobanca Sviluppo Impresa SGR;
- CFI – Cooperazione Finanza Impresa Scpa;
- Cinven;
- Clessidra SGR;
- Como Venture S.r.l.;
- Consilium SGR;
- Cooperare S.p.A.;
- CVC Capital Partners;
- DeA Capital S.p.A.;
- DGPA SGR;
- Doughty Hanson & Co S.r.l.;
- Dpixel S.r.l.;

- DVR & C. Private Equity;
- Earchimede S.p.A.;
- Edmond de Rothschild Investment Partners;
- Equi Investments;
- Equiter S.p.A.;
- Ersel Investment Club;
- F2I;
- Fi.La.S. S.p.A.;
- Finint & Partners S.r.l.;
- Finlombarda Gestioni SGR;
- Finlombarda S.p.A.;
- Focus Gestioni SGR;
- Fondamenta SGR;
- Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A.;
- Fondo Strategico Italiano S.p.A.;
- Friulia SGR S.p.A.;
- Friulia S.p.A.;
- Futura Invest;
- Futurimpresa SGR S.p.A.;
- Gepafin;
- Gradiente SGR S.p.A.;
- H2I;
- HAT – Holding All Together;
- iDooo;
- IGI SGR;
- IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A.;
- IMI Investimenti;
- Industria & Finanza SGR S.p.A.;
- Innogest SGR;
- Intermonte BCC Private Equity SGR;
- Intesa Sanpaolo;
- Investitori Associati SGR S.p.A.;
- IP Investimenti e Partecipazioni;
- L Capital Advisory;
- Life Sciences Capital S.p.A.;
- Mandarin Advisory S.r.l.;
- Mittel;
- Montezemolo & Partners SGR;
- NPVenture SGR S.p.A.;
- NEM SGR S.p.A.;
- New Venture Development;
- Opera SGR;
- Orizzonte SGR;
- Orlando Italy Management S.A.;

- Overseas Industries S.p.A.;
- PAI Partners;
- Palladio Finanziaria;
- Perennius Capital Partners;
- Permira Associati S.p.A.;
- Principia SGR;
- Private Equity Partners SGR S.p.A.;
- Progressio SGR;
- Quadrivio SGR S.p.A.;
- Riello Investimenti;
- SFIRS;
- Sigefi Italia Private Equity S.p.A.;
- Sodica S.r.l.;
- Star Capital SGR S.p.A.;
- Strategia Italia SGR;
- Sviluppo Imprese Centro Italia SGR;
- SYNTEGRA Capital Advisors;
- The Carlyle Group;
- Unicredit Principal Investments;
- Unipol Merchant Banca per le Imprese S.p.A.;
- Unites Ventures;
- Vegagest SGR;
- Vela Capital S.r.l.;
- Veneto Sviluppo;
- Venice European Investment Capital;
- Venice Shipping and Logistics (VSL);
- Vertis SGR;
- Wise SGR S.p.A.;
- Xenon Private Equity Ltd.;
- Yarpa Investimenti SGR;
- ZernikeMeta Ventures S.p.A.

5. IPOTESI DI RICERCA

6. CAMPIONE DI RIFERIMENTO

7. ANALISI E CONCLUSIONI DEI DATI

8. BIBLIOGRAFIA

9. ALLEGATI

9.1. GLOSSARIO