

EntER

Centre for research on Entrepreneurship and Entrepreneurs

ENTER WORKING PAPERS SERIES

**La via italiana al private equity e l'intervento pubblico: una
sinergia virtuosa**

Fabio L. Sattin

*Professore a contratto di Private Equity e Venture Capital, Università Commerciale L. Bocconi
Presidente di Private Equity Partners SGR Spa*

WP No. 2

Gennaio 2011

EntER - Centre for research on Entrepreneurship and Entrepreneurs
Università Bocconi, via Röntgen 1, 20136 Milano, Italy
<http://www.enter.unibocconi.it/>

Le opinioni espresso in questo working paper sono quelle degli autori e non quelle del Centro di ricerca EntER
© Copyright riservato agli autori

La via italiana al private equity e l'intervento pubblico: una sinergia virtuosa

di Fabio L. Sattin

*Professore a contratto di Private Equity e Venture Capital, Università Commerciale L. Bocconi
Presidente di Private Equity Partners SGR Spa*

ABSTRACT

Al fine di indirizzare al meglio gli interventi che coinvolgono contemporaneamente soggetti pubblici e soggetti privati e renderli coerenti con gli obiettivi di politica economica stabiliti a livello istituzionale è di fondamentale importanza comprendere esattamente e correttamente quali siano le caratteristiche principali del settore con cui si intende operare “in partnership” e quali le ricadute a livello economico e sociale delle attività oggetto di intervento.

Con particolare riferimento agli interventi effettuati nell’ambito del settore del private equity l’Autore, che vanta una esperienza ultraventennale nel settore medesimo, sottolinea come per strutturare strumenti efficaci sia necessario uscire dagli schemi puramente teorici e comprendere nel dettaglio ed approfonditamente come l’attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio (*private equity*) si sia sviluppata nel nostro Paese e quali siano, nello specifico contesto italiano, le sue caratteristiche, quelle dei suoi operatori, le sue modalità operative e prospettive future.

L’autore descrive in modo sintetico le caratteristiche del settore del *private equity* con particolare riferimento alle tematiche che oggi lo riguardano per poi evidenziare come l’attività di *private equity*, con particolare riferimento ai suoi due principali comparti, *buy out* ed *expansion capital*, si sia sviluppata in Italia seguendo modalità e pratiche di investimento differenti rispetto a quelle tipicamente osservate nei paesi ove tale attività si è inizialmente maggiormente diffusa, tipicamente Stati Uniti e Regno Unito, e come tale impostazione abbia come conseguenza una diversa ricaduta in termini di sviluppo aziendale e supporto alla crescita delle società oggetto di investimento.

Colte queste diversità e le cause che le determinano, sono state identificate quelle che potrebbero essere le prospettive di sviluppo nel nostro Paese e quelli che saranno i fattori chiave che consentiranno agli operatori, sia nazionali che internazionali, di operare con successo in tale specifico mercato anche negli anni a venire.

Sono stati infine sottolineati i vantaggi di tale approccio al *private equity* dal punto di vista dell’impresa e dell’imprenditore ma soprattutto di capirne meglio gli effetti macroeconomici e di impatto a livello sociale e di struttura industriale al fine di agevolare, da parte dei “*policy makers*”, una più puntuale comprensione delle dinamiche che il settore del *private equity* ha assunto in Italia al fine di meglio indirizzare le iniziative che lo coinvolgono in sinergia con le risorse pubbliche, come nel caso dei fondi misti pubblico-privati.

Keywords: Private equity, Temi di Corporate Governance

JEL code: G24, G28

Nell'ambito delle iniziative di stimolo agli investimenti che coinvolgono risorse pubbliche e private, al fine di indirizzare al meglio gli interventi e renderli coerenti con gli obiettivi di politica economica stabiliti a livello istituzionale è di fondamentale importanza comprendere esattamente e correttamente quali siano le caratteristiche principali del settore con cui si intende operare "in partnership" e quali le ricadute a livello economico e sociale delle attività oggetto di intervento.

Nella fattispecie qui presa in considerazione, quella degli interventi pubblici effettuati nell'ambito del settore del *private equity*, con particolare riferimento agli investimenti di minoranza nel capitale di società italiane di piccole e medie dimensioni, capire le caratteristiche e dinamiche di tale settore ed in particolare di questo segmento di intervento è di fondamentale importanza per strutturare al meglio gli strumenti specifici attraverso i quali svolgere l'azione da parte del soggetto pubblico.

Trattandosi di interventi di natura operativa è inoltre necessario uscire dagli schemi puramente teorici e comprendere nel dettaglio ed approfonditamente come l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio (*private equity*) si sia sviluppata nel nostro Paese e quali siano, nello specifico contesto italiano, le sue caratteristiche, quelle dei suoi operatori, le sue modalità operative e prospettive future.

L'obiettivo di questo scritto è quindi quello di introdurre in modo sintetico le caratteristiche del settore del *private equity* con particolare riferimento alle tematiche che oggi lo riguardano per poi evidenziare come l'attività di *private equity*, con particolare riferimento ai suoi due principali comparti, *buy out* ed *expansion capital*, si sia sviluppata in Italia seguendo modalità e pratiche di investimento differenti rispetto a quelle tipicamente osservate nei paesi ove tale attività si è inizialmente maggiormente diffusa, tipicamente Stati Uniti e Regno Unito, e come tale impostazione abbia come conseguenza una diversa ricaduta in termini di sviluppo aziendale e supporto alla crescita delle società oggetto di investimento.

Cercheremo anche di capire a cosa siano dovute queste differenze, identificando le caratteristiche di quella che definiremo "*via italiana al private equity*" (Sattin, 2008; Sattin, 2009) che a parere di chi scrive necessita di essere approfondita ed analizzata tramite schemi interpretativi differenti rispetto a quelli utilizzati abitualmente e che fanno principalmente riferimento alle realtà economiche di matrice anglosassone.

Colte queste diversità e le cause che le determinano, cercheremo di identificare quelle che potrebbero essere le prospettive di sviluppo nel nostro Paese e quelli che saranno i fattori chiave che consentiranno agli operatori, sia nazionali che internazionali, di operare con successo in tale specifico mercato anche negli anni a venire.

Vedremo infine di sottolineare i vantaggi di tale approccio al *private equity* dal punto di vista dell'impresa e dell'imprenditore ma soprattutto, considerati gli obiettivi del presente lavoro, di capirne meglio gli effetti macroeconomici e di impatto a livello sociale e di struttura industriale al fine di agevolare, da parte dei "*policy makers*", una più puntuale comprensione delle dinamiche che il settore del *private equity* ha assunto in Italia al fine di meglio indirizzare le iniziative che lo coinvolgono in sinergia con le risorse pubbliche, come nel caso dei fondi misti.

L'ATTIVITA' DI PRIVATE EQUITY: IL DIBATTITO ATTUALE E LE PROSPETTIVE FUTURE

Che ruolo ha ed avrà il *private equity* nell'ambito dello sviluppo economico e sociale del nostro Paese? Che ricaduta economica avranno gli investimenti di *private equity* in termini di sviluppo delle aziende partecipate? E quali saranno gli sviluppi futuri alla luce della crisi in particolare per

quanto riguarda il segmento delle PMI? E più in generale, è una attività che a livello politico istituzionale deve essere valutata positivamente o invece necessita di essere limitata o regolamentata? In molti oggi, anche a livello di *policy makers*, si pongono queste domande. E le risposte sono a volte totalmente discordanti e vanno da quelle più pessimistiche e polemiche nei confronti del settore a quelle che vedono in questa crisi l'occasione per un rilancio del settore dandone per scontati gli effetti benefici e positivi per lo sviluppo delle società e dell'economia in generale.

Ma dov'è la verità? E come mai autorevoli osservatori ed esperti di economia hanno su questo argomento posizioni così differenti se non, in alcuni casi, diametralmente opposte? Per rispondere in modo non superficiale a tali quesiti, è necessario fare un passo indietro e sforzarsi di capire meglio quella che è stata la dinamica di sviluppo di questo importante settore. E visto che siamo in Italia, lo faremo con specifico riferimento al nostro Paese, anche se, trattandosi di un settore estremamente internazionale ed internazionalizzato, molte considerazioni hanno necessariamente una valenza globale. Il *private equity* nasce nei paesi anglosassoni (USA e Inghilterra) ma arriva nel nostro paese negli anni ottanta sotto il nome di "attività di investimento nel capitale di rischio". Ma da noi (e non solo in Italia) ci era arrivato ben prima. Potremmo dire da almeno 700 anni, visto che i mercanti veneziani e fiorentini non disdegnavano l'acquisto di "partecipazioni" in iniziative commerciali o mercantili di varia natura (oggi diremmo: imprenditoriali) a volte anche molto rischiose e dalle prospettive incerte. Perché di questo si parla quando si parla di "*private equity*". Si parla di investimenti nel capitale di rischio in imprese industriali e commerciali, di tutti i tipi e dimensioni, sia di maggioranza che di minoranza, con la speranza, se le cose vanno bene, di realizzare questo investimento ad un valore più alto conseguendone un guadagno. Nel 1299, la famiglia Frescobaldi di Firenze, che l'economista statunitense John Finnerty nel suo libro "Project Financing: Asset Based Financial Engineering" (1996) definisce "*a leading merchant bank of that period*", finanziava la Corona inglese per lo sfruttamento delle miniere di argento nel Devon. E lo faceva "mettendo a rischio" il proprio capitale, in quanto la sua restituzione e l'eventuale "capital gain" erano strettamente legati al successo dell'impresa, in quanto calcolati in percentuale alla quantità di argento che si sarebbe estratta dalle miniere, senza altre garanzie. In sostanza, puro capitale "di rischio". Si pensi ai contratti di "colleganza" utilizzati con grande successo dai mercanti veneziani del trecento per le loro operazioni commerciali (Cotrugli, 1573; Lane, 1982; Ferguson, 2008). Una sorta di "associazione temporanea" tra chi forniva il capitale "di rischio" ("*private equity*" *ante litteram*) e chi forniva il lavoro, tipicamente i membri dell'equipaggio delle navi le quali, comunque, erano sempre di proprietà della "Serenissima Repubblica" e non potevano essere possedute da privati in quanto considerate di rilevanza "strategica". O alle "compagnie delle galere" e alle "maone", sempre tipiche della "mercatura" veneziana, che in quanto a spregiudicatezza nulla avevano a che invidiare ai moderni "*avvoltoi della finanza*" considerato che rientravano a pieno titolo nella "spartizione" dei proventi tra "investitori di capitale" e "management operativo" (il capitano della nave ed il suo equipaggio) anche i "ricavi" derivanti da atti di pirateria o da saccheggi di vario tipo e natura. Ma beninteso, sempre che una parte di tali "bottini" fosse comunque versata nelle ricche ed attente casse della "Serenissima".

Fatti questi pochi esempi, ma tantissimi altri ne potremmo fare, non si vede come una crisi economica, quantunque pesante e profonda, ma pur sempre, una delle "tante", possa cambiare quella che da millenni è stata una attività "basilare" dell'economia di tutto il mondo. Semmai potranno cambiare i soggetti che svolgono tale attività, o le modalità, le strumentazioni o le tecniche attraverso le quali questa viene condotta, o anche il nome con cui verranno definite, come è accaduto in Italia. Questi sì, sono cambiati nel tempo e probabilmente cambieranno ancora. Ma la sostanza non cambierà certamente. O almeno non cambierà fino a che esisteranno le società e le imprese. Il tema non è quindi "se" si continueranno ed effettuare investimenti nel capitale di rischio in aziende non quotate (i.e.: definizione di *private equity*) ma "chi" li farà e "con che modalità e

tecniche” questi verranno effettuati. Ed è qui che dobbiamo capire meglio cosa è successo e soprattutto, cosa potrebbe succedere.

Un primo errore è stato quello di identificare l’attività di private equity con uno solo dei suoi numerosi comparti: quello degli investimenti nelle operazioni di buy-out effettuati attraverso un ricorso spinto della leva finanziaria. In sostanza, quelli che una volta si chiamavano “*leveraged buy-out* (LBO)”, che alcune perplessità già destarono in USA negli anni ottanta tanto da essere oggetto di numerosi approfondimenti anche a livello parlamentare (Amihud, 1989; Baker, Smith, 1998).

Nel 1990 i *leveraged buy-out* sparirono “terminologicamente” dalla scena pubblica e “riemersero” sotto il nome di *private equity*. Ma LBO e *private equity* non sono assolutamente termini equivalenti! Semmai, per dirla con Josh Kosman, autore del libro “*The buy out of America*” (2009) cambiare il termine da LBO a private equity “*it was really a marketing concept*” da parte degli specialisti del “*leverage*”. Ma i due termini stanno a significare cose diverse. Le operazioni di *leveraged buy out* (chiamiamole con il loro vero nome) fanno certamente parte dell’universo del *private equity*, ma non rappresentano tutto il *private equity*. Queste operazioni, che si sono sviluppate significativamente negli ultimi anni causa le favorevoli condizioni dei mercati e la facilità a reperire finanziamenti dal sistema bancario e che oggi registrano in tutta Europa una pesante contrazione, quantunque “a valore” continuano a rappresentare una fetta molto importante del mercato considerato che si tratta spesso di operazioni di grandi dimensioni e quindi molto visibili, come numero sono solamente il 10.4 % del totale degli investimenti in *private equity* effettuati in Europa nel 2009. Quindi, per capire meglio come stanno le cose e tentare di ipotizzare come potrebbe svilupparsi il *private equity* in futuro, è necessario sgomberare il campo da questo insidiosissimo equivoco di fondo e capire esattamente a cosa ci si riferisce quando si fanno commenti o previsioni riguardo a questo settore. Se analizziamo le statistiche redatte dall’EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*), vediamo infatti come, sempre in base al numero di operazioni effettuate nel 2009, il 69.1% sia rappresentato dalle operazioni di “*venture*” che in sostanza, sono investimenti, spesso in minoranza, in società di piccole o piccolissime dimensioni, se non ancora da costituire, quasi sempre a fronte di progetti innovativi e di sviluppo o nel settore delle tecnologie. Qui, lo comprenderebbe chiunque, l’impatto sociale non può che essere positivo e benefico, a parte il fatto che la loro rischiosità è molto alta e di conseguenza anche la loro mortalità. Ma rischiare i propri soldi dandoli a chi cerca di sviluppare una nuova iniziativa imprenditoriale non può che essere visto positivamente sia a livello economico sociale che a livello politico. Ed anche questo è *private equity*. Un ulteriore 15.2% delle operazioni sono invece quelle di “*growth capital*” (capitale per lo sviluppo). Si tratta di interventi prevalentemente di minoranza, in società che già hanno una storia ed una dimensione, normalmente con l’obiettivo di supportarne un ulteriore fase di sviluppo e di internazionalizzazione per poi quotarle in Borsa. In ambedue queste categorie di operazioni, che assieme a quelle di *turnaround* (2.6%) e di *replacement capital* (2.7%) rappresentano a livello statistico 89.6% delle operazioni di *private equity* realizzate nel vecchio continente, l’uso della leva finanziaria è marginale se non del tutto inesistente, trattandosi in moltissimi casi di interventi effettuati in aumento di capitale o come nei casi di *turnaround*, aventi come oggetto situazioni di conclamato dissesto economico-finanziario.

Ebbene, se vogliamo parlare di prospettive future del *private equity*, credo saremmo tutti d’accordo nel dire che, almeno per quanto riguarda queste categorie di operazioni, che ripeto, rappresentano a numero in Europa circa il novanta per cento del settore, tutti ci augureremmo fossero le più rosee possibili, in quanto non possono che essere di supporto ed ausilio alle imprese e all’innovazione, in particolare in momenti difficili come sono quelli che stiamo attraversando.

Chiarito tale punto fondamentale, occupiamoci ora del comparto dei *buy-out*, o meglio, dei *leveraged buy-out*, che, quantunque pochi a livello numerico, a valore rappresentano indubbiamente una grande parte delle risorse investite dal settore.

Qui il problema è sostanzialmente lo stesso che si dibatteva al senato statunitense negli anni ottanta: acquistare le aziende “*with their own cash flows*” e quindi scaricando su di loro una parte consistente del debito contratto per effettuarne l’acquisto, è una pratica che, inutile nascondere, può

essere molto utile ed intelligente ma al contempo, anche molto rischiosa. Una medaglia a due facce. Da un lato, e questa è la parte positiva della medaglia, questa tecnica consente anche a chi non ha le risorse finanziarie, ma ha le competenze (tipicamente, il management esperto e professionale) per diventare “imprenditore” e questo, dal punto di vista della mobilità sociale, non può che essere visto positivamente, specialmente nei paesi dove i concetti di pari opportunità ed eguaglianza sociale sono alla base dell’ordinamento giuridico e della cultura sociale ed economica. Di converso, se utilizzata in modo eccessivamente aggressivo se non addirittura irresponsabile, può in effetti essere anche molto rischiosa e creare gravi danni alle aziende. E questa è la parte negativa. Ma anche qui, va subito chiarito un punto.

L’uso della leva finanziaria non è certamente una invenzione né una esclusiva degli operatori di *private equity*. Anche e soprattutto nel nostro paese, abbiamo numerosi esempi di uso indiscriminato e a volte poco responsabile dell’indebitamento e non sempre i soggetti che lo hanno posto in essere sono degli “avvoltoi della finanza”. Tutt’altro. Basti pensare ad alcuni casi di famosissimi disastri dovuti all’eccessivo indebitamento, sia in Italia che in altri paesi, per rilevare l’evidenza di tale affermazione.

Questo naturalmente non serve a giustificare chi, anche nel settore *del private equity* ha “esagerato”: chi lo ha fatto, oggi ne sta seriamente e pesantemente pagando le conseguenze. E da tali esperienze negative il *private equity* dovrà certamente imparare per correggersi e migliorarsi e porsi in modo diverso rispetto a questa specifica tipologia di operazioni. Probabilmente lo farà ridisegnando almeno in parte il suo *modus operandi* e forse anche cambiando le persone, cercando competenze più adatte alle necessità dei tempi e delle aziende. Ma considerato che le operazioni di leva finanziaria si possono fare solo se il sistema bancario le supporta, anche le banche, per la loro parte, dovranno fare delle considerazioni e riflessioni e prendere adeguati provvedimenti affinché gli eccessi che anche da parte loro si sono verificati vengano in futuro evitati.

In conclusione: quale sarà il futuro del *private equity*? Se si ammetteranno, da parte di tutti, gli errori dove ce ne sono, se si imparerà da questi per migliorare e, soprattutto, se non si farà di tutta *l’erba un fascio*, non ci si può che augurare che il *private equity*, quello sano, fatto professionalmente ed orientato a supportare la crescita delle imprese, si sviluppi sempre di più anche e soprattutto nel nostro Paese.

LA VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY

Inquadri a livello generale i principali temi del dibattito oggi in corso riguardante il settore del *private equity* e le sue prospettive future, passiamo ora ad occuparci specificamente della situazione Italiana e delle caratteristiche che tale attività ha assunto nel nostro Paese.

Anche in Italia, in base alle classifiche ufficialmente adottate dalle associazioni di categoria, l’attività di *private equity* viene segmentata nelle seguenti macro-categorie principali: i *buy-out*, l’*expansion capital* e il c.d. *early stage financing*.

Tralasciando quest’ultimo segmento che, anche se in leggera crescita rispetto al passato, in Italia rappresenta purtroppo solamente un 4% degli investimenti effettuati dal settore, e quello dei *turnaround* (16%), focalizzeremo la nostra analisi sui due comparti principali dell’attività di *private equity*, i *buy out* e l’*expansion capital* (inclusi i c.d. *replacement*) che sempre nel 2009 hanno rappresentato l’80% delle risorse investite in attività di *private equity* in Italia (fonte, AIFI yearbook, 2010).

LE OPERAZIONI DI BUY OUT: UN PROCESSO AL CONTRARIO

Partiamo dalla categoria più rilevante a livello di risorse investite: quella dei *buy-out*. Come negli Stati Uniti, anche in Italia queste operazioni vedono quasi sempre l'operatore di *private equity* investire in una posizione di maggioranza assoluta o comunque di controllo e dal punto di vista tecnico vengono effettuate in gran parte (secondo le ricerche effettuate dalle Università INSEAD e LIUC, nel 92% dei casi) tramite l'utilizzo della leva finanziaria dando vita alle c.d. operazioni di *leveraged buy out*.

Tuttavia, le modalità con cui queste operazioni sono nate e si sono sviluppate negli Stati Uniti e quelle con cui si sono diffuse nel nostro Paese sono radicalmente differenti. Negli USA, almeno dal 1970 in poi, le operazioni di *buy out* hanno avuto prevalentemente come obiettivo società quotate, spesso con azionariato estremamente polverizzato, dove il principale se non unico interlocutore della società di *private equity* era ed è il management e dove l'acquisto viene effettuato tramite una operazione di offerta pubblica di acquisto (OPA). Effettuata l'OPA, la società viene normalmente tolta dal listino, quindi resa "privata", a volte venduta a pezzi (come nel caso dei c.d. *break-up*), o valorizzata con altre modalità, e poi spesso riportata in borsa tramite quello che in USA viene appunto definito "*reverse buy out* (RBO).

In Italia tutto questo funziona esattamente al contrario!

L'oggetto dell'investimento è quasi sempre una società non quotata, spesso a controllo familiare, dove l'interlocutore della società di *private equity* è l'imprenditore e l'acquisto avviene tramite negoziazione privata condotta in modo riservato e densa di problematiche di carattere personale e familiare e sensibilità di varia natura non solamente connesse ad aspetti meramente economici.

Il contatto con il management avviene, se avviene, normalmente in un secondo momento, una volta conclusa, almeno come impostazione, la trattativa sul prezzo. Acquistata la società, non la si vende a pezzi, ma anzi, la si valorizza con interventi sul management e sulle strategie, se non molto spesso attraverso una crescita accelerata per linee esterne operata anche a livello internazionale e alla fine viene spesso quotata in borsa e la quotazione rappresenta la "*way out*" (non "*way in*", come negli USA) dall'investimento.

Tale procedura "al contrario" ha evidentemente delle notevolissime implicazioni sulle modalità tecniche e metodologiche con cui queste operazioni vengono effettuate nel nostro paese, sulle caratteristiche e competenze necessarie da parte degli operatori che le effettuano nonché sulle strategie di sviluppo delle singole società oggetto di investimento. Partiamo dalla identificazione delle opportunità di investimento.

Mentre negli USA questa viene effettuata tramite una accurata analisi delle società quotate che possono avere le caratteristiche adatte per essere oggetto di una operazione di OPA e quindi di "*delisting*" tramite *buy out*, in Italia la ricerca viene effettuata sull'universo delle imprese non quotate e tramite canali totalmente differenti rispetto a quelli adottati nel primo caso. Ecco quindi che in Italia assumono importanza fondamentale, a livello di operatori, i contatti e le relazioni sviluppate nello specifico territorio a livello personale dai singoli partners, nonché la loro capacità ed attitudine ad interloquire con gli imprenditori, capirne sensibilità ed esigenze cogliendo le situazioni di potenziale interesse ai fini di possibili nuovi investimenti. I contatti con i managers, come abbiamo detto, arrivano spesso in un secondo momento. L'operazione, all'inizio, non può che essere discussa con l'imprenditore a livello confidenziale, in una trattativa avente caratteristiche sostanzialmente diverse rispetto alla conduzione di una OPA. Basti pensare al prezzo. In un caso, questo è stabilito dal mercato e si tratta semmai di identificare il giusto livello di "premio" da offrire affinché l'offerta pubblica abbia successo. Nel caso della trattativa privata, in assenza di riferimenti borsistici, questo è tutto da definire. Si pensi inoltre alle sensibilità negoziali di un imprenditore, spesso fondatore della società, rispetto a quelle del management di una società quotata; alla disponibilità di informazioni complete e trasparenti; alla coincidenza che spesso esiste nelle società non quotate tra management e azionisti di controllo; alle modalità di gestione e di *governance* o ai sistemi di controllo o di incentivazione. In sostanza, due mondi spesso diversissimi che richiedono da parte degli operatori esperienze e competenze come si diceva molto specifiche e spesso non mutuabili.

Se si passa poi alla fase di gestione e valorizzazione, quella che in Italia è senza dubbio la più importate e determinate per il successo dell'operazione, anche qui le problematiche sono molto diverse. Come si diceva, più che cercare di vendere l'azienda a pezzi nella speranza che il valore di questi sia superiore a quello dell'esborso effettuato per acquistare il tutto, in Italia si opera spesso al contrario. Cioè cercando di acquistare altre società per accelerare quel processo di sviluppo, anche a livello internazionale, che consentirà poi una migliore valorizzazione della partecipazione e conseguentemente la realizzazione di un *capital gain* in fase di cessione o quotazione, sempre che le cose vadano per il verso giusto e la società si sia effettivamente sviluppata. Anche l'importanza data alle leva finanziaria è nel nostro paese meno rilevante e quantunque rappresenti in taluni casi un significativo "moltiplicatore" per effettuare dei maggiori ritorni, il suo impatto è spesso meno determinate di quanto non lo sia in altri mercati finanziariamente più evoluti. Per quanto riguarda infine la c.d. *way out*, come abbiamo visto, da noi la quotazione in borsa è spesso un obiettivo finale (non il punto di partenza) dell'operazione, anche se la cessione a terzi (c.d. *trade sale*) rimane la via di uscita statisticamente più utilizzata.

LE OPERAZIONI DI EXPANSION CAPITAL: UNA PARTNERSHIP PER LO SVILUPPO.

Passiamo ora alla categoria dell'*expansion capital* (o *expansion financing*), la seconda in ordine di importanza ma dal punto di vista del presente la lavoro quella dove andremo a concentrare la nostra attenzione. E' infatti in questa categoria che, ad esempio, rientrano gli interventi del Fondo Italiano per le PMI.

In queste operazioni, a differenza di quelle di *buy-out*, spesso l'operatore di *private equity* interviene con una partecipazione di minoranza. Quindi, non è l'investitore "finanziario" a rilevare il controllo della società, ma questo rimane in capo all'azionista di maggioranza che, nella gran parte dei casi, è rappresentato da un imprenditore familiare o da suoi eredi. Qui la peculiarità del mercato italiano è stata addirittura identificata e sottolineata dall'Ex-Ambasciatore degli Stati Uniti in Italia, Ronald Spogli, grande esperto di queste tematiche in quanto operatore di successo del settore prima di iniziare la carriera diplomatica, il quale nel discorso tenuto a Milano nel marzo del 2007 in occasione di un convegno sul *private equity*, sottolineava che "è raro (negli USA) che le società di *private equity* acquisiscano quote di minoranza, mentre in Italia questo è più comune". Tale diversità è connessa alla diversa struttura imprenditoriale ed industriale dell'Italia caratterizzata dalla massiccia presenza di società non quotate a controllo familiare, spesso operanti in settori maturi e altrettanto spesso esposte alle problematiche del passaggio generazionale. Molte operazioni realizzate in Italia hanno infatti visto agire in partnership, da un lato l'operatore di *private equity* sovente in posizione di investitore di minoranza e, dall'altro, l'imprenditore familiare, fondatore delle società o magari anche di seconda o terza generazione, che pur mantenendo il controllo, ritiene utile ed opportuno, magari in parallelo ad una fase di ricambio generazionale, "allearsi" con una società di *private equity* per rivisitare o ristrutturare l'azienda e la sua organizzazione e porre le basi per una nuova fase di sviluppo se non, in alcuni casi, per assicurarne la sopravvivenza. Questi interventi, inoltre, sono spesso effettuati in preparazione ad una fase di significativo riassetto a livello di azionariato che in molti casi ha come traguardo finale la quotazione dell'azienda in un mercato regolamentato. Il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, nelle sue considerazioni finali del maggio 2007, ha posto notevole attenzione proprio a questo ruolo di "accompagnamento", affermando che "gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale".

Come abbiamo detto, in queste operazioni, l'operatore di *private equity* interviene con una partecipazione di minoranza. Già di partenza, quindi, l'operazione è impostata in modo del tutto

diverso rispetto ad una operazione di *buy out*. Ma andiamo subito a vedere le peculiarità di questo genere di interventi. Partiamo dal prezzo. Se nel caso di cessione della maggioranza (o della totalità) il prezzo è di fatto la variabile più importante nell'ambito del processo decisionale di compravendita, nel caso di una partecipazione di minoranza il prezzo rappresenta sempre una variabile di rilievo ma non certo l'unica e spesso neanche la più importante. In questi casi ciò che conta per l'imprenditore non è tanto massimizzare il valore, quantunque questo sia ovviamente di rilievo, ma anche e soprattutto scegliere l'operatore che per caratteristiche operative, profilo ed esperienza, più si adatta alle esigenze della società, alle sue modalità di gestione e soprattutto quello in grado di meglio condividere e supportare i progetti di sviluppo dell'azionista di controllo. In sostanza, non si tratta solo di "vendere", ma soprattutto di scegliere un vero e proprio "partner" con il quale condividere strategie, obiettivi e decisioni importanti.

Anche in termini di c.d. accordi di *way out*, queste operazioni sovente si pongono degli obiettivi diversi rispetto alle altre categorie. Come appena detto, la quotazione in borsa è spesso l'obiettivo finale in quanto consente al contempo, all'investitore di *private equity* di uscire dall'investimento in un tempo consono alle sue necessità (normalmente, tre-cinque anni) ed all'azionista di controllo di continuare a svolgere un ruolo centrale e di guida anche successivamente alla uscita del partner, fruendo inoltre di tutti i vantaggi sia di carattere strategico che finanziario che il fatto di essere quotati normalmente comporta, nonché dello sviluppo e del rinnovato assetto manageriale ed organizzativo che spesso tale *partnership* rende possibile.

Se consideriamo che secondo le statistiche di Banca d'Italia, oltre un terzo delle società italiane che si sono quotate in borsa tra il 1995 ed il 2006 sono state assistite da operatori di *private equity* (c.d. *venture backed IPO's*) la positiva sinergia e complementarietà esistente tra *private equity* e borsa è quantomeno evidente.

Anche per quanto riguarda l'utilizzo della leva finanziaria, che abbiamo visto essere la norma nel caso delle operazioni di *buy out*, qui il suo utilizzo non rappresenta la normalità, quantunque possa anche in questi casi essere una utilissima ed opportuna modalità tecnica di realizzazione dell'investimento. Spesso infatti tali operazioni sono condotte tramite interventi in aumento di capitale, proprio per dotare la società delle risorse finanziarie necessarie a realizzare una strategia di sviluppo, se non a ripianare una situazione finanziaria non ottimale o seriamente pregiudicata.

In assenza di leva finanziaria, in queste operazioni, il ritorno sull'investimento deriva quasi esclusivamente dallo sviluppo e incremento di valore della società nel tempo. E' conseguentemente fondamentale che vi sia una totale chiarezza e sintonia tra le parti, l'operatore di *private equity* e l'imprenditore azionista di controllo, su quelli che sono gli obiettivi e le strategie di sviluppo della società e sulle modalità tecniche e finanziarie più opportune che ne consentano il raggiungimento.

Ecco quindi che, anche per quanto riguarda il periodo che va dall'investimento al disinvestimento (il c.d. periodo di "valorizzazione e monitoraggio") tali operazioni hanno regole di *governance* e modalità operative abbastanza peculiari ed a volte anche molto articolate.

Innanzitutto, è necessario stabilire quali siano le decisioni che devono essere prese in modo condiviso e quali no. In tal senso, essendo in molti casi la quotazione l'obiettivo finale, vengono adottati i codici di *governance* previsti per le società quotate. In Italia, ad esempio, spesso vengono adottate le regole previste dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana. Ma questo non basta. Bisogna anche stabilire nel dettaglio come di fatto funziona la collaborazione tra le parti. In tal senso, lo strumento tecnico è certamente il consiglio di amministrazione ma soprattutto i c.d. "comitati" dove partecipano sia rappresentanti della società, che della proprietà, che dell'operatore di *private equity* e nei quali si discutono, approfondiscono e valutano tutte le azioni necessarie a realizzare gli obiettivi strategici stabiliti in fase di negoziazione, che spesso vengono anche concordati formalmente tramite appositi contratti o impegni di varia natura.

Sempre in tema di accordi, sono usuali in tali operazioni, a differenza di quelle che vedono l'investitore di *private equity* in posizione di controllo, clausole che prevedono delle specifiche modalità di uscita nel caso in cui, per varie ragioni, gli obiettivi prefissati non vengano realizzati o la maggioranza, per qualsiasi ragione, cambi idea rispetto agli obiettivi concordati.

Da quanto fino a qui esposto, appare chiaramente come tali operazioni siano, nelle modalità esecutive e di gestione, sostanzialmente diverse rispetto ad altre tipologie di investimento e che necessitino, da parte degli operatori, di competenze ed esperienze peculiari e specifiche e comunque strettamente legate al territorio nel quale gli investimenti vengono effettuati. Come dimostra il successo di molte di queste operazioni, tale tipologia di interventi si sta rivelando estremamente utile e profittevole sia per le società che per gli investitori, nonché di grande rilievo in termini di impatto economico e sociale nell'ambito del rinnovamento della struttura industriale europea e anche di quella italiana, come correttamente sottolineato dal Governatore Mario Draghi. E' infatti in tale tipo di investimenti che si realizza al meglio quella "sinergia" e positiva collaborazione più volte auspicata tra impresa familiare e *private equity*, che spesso consente alle aziende familiari, magari toccate dalla problematica del ricambio generazionale, di rinnovarsi, managerializzarsi ed espandersi a livello nazionale ed internazionale.

Ed è proprio in queste operazioni di minoranza, quasi sconosciute, o comunque molto meno usuali nei mercati più evoluti come Stati Uniti e Regno Unito, ma che rappresentano una delle prospettive più interessanti per gli operatori italiani, che si estrinsecano le caratteristiche e modalità più tipiche di quella che abbiamo definito la "*via italiana al private equity*".

PRINCIPALI CARATTERISTICHE E CRITICITA' DEGLI INVESTIMENTI DI EXPANSION CAPITAL

Inquadrate le caratteristiche principali della via italiana al *private equity* vediamo ora più nel concreto ed a livello operativo alcuni aspetti specifici che la caratterizzano e la rendono, ad avviso di chi scrive, particolarmente adatta alle necessità delle nostre aziende e altamente sinergica con gli obiettivi dell'intervento pubblico a sostegno delle PMI come nel caso del Fondo Italiano.

La partnership tra imprenditore ed investitore di private equity.

Così come nelle operazioni di *buy out* riveste importanza fondamentale la valutazione del *management team* che si troverà poi a guidare l'azienda ed a realizzarne gli obiettivi, nel caso delle operazioni di sviluppo, ed in particolare in quelle che vedono l'imprenditore coinvolto attivamente nella gestione della società, il risultato finale è strettamente legato al successo della *partnership* tra operatore di *private equity* e imprenditore. Ci si intenda: la valutazione del *management team* rimane anche in questo caso un aspetto di fondamentale importanza, così come lo è il suo coinvolgimento ed allineamento agli obiettivi degli azionisti, ma in questa tipologia di operazioni, essendo tre (e non solo due, come tipicamente avviene nei *buy-out*) le parti coinvolte (investitore, imprenditore e *management*) la definizione dei poteri e delle responsabilità aziendali, come ben sanno gli operatori che hanno esperienza in tali genere di interventi, diventa molto più articolata e complessa. Sarà conseguentemente indispensabile valutare correttamente le caratteristiche dell'imprenditore e vedere se questo ha le attitudini necessarie per partecipare attivamente e positivamente a tale genere di operazioni.

Il fatto che l'imprenditore azionista di controllo ricopra spesso anche ruoli di carattere operativo (normalmente quello di Presidente operativo se non anche di Amministratore Delegato) o comunque abbia una elevata influenza sulle decisioni e sulle strategie, pone un livello aggiuntivo alle problematiche organizzative e di *governance* la cui soluzione è legata alle caratteristiche personali del singolo imprenditore ed alla sua capacità a lavorare in una logica di *partnership*, accettando il confronto dialettico, il dibattito costruttivo, la ricerca del consenso. Soprattutto occorre che sia disposto, nella forma ma soprattutto nella sostanza, a rispettare regole di *governance* concordate in fase di definizione dell'operazione ed i ruoli delle varie parti coinvolte, incluso naturalmente il *management* che deve potere agire nell'ambito di una situazione di chiarezza organizzativa e di corretto bilanciamento tra responsabilizzazione e autonomia operativa.

Se ben orchestrata, tuttavia, l'aggregazione di tali importanti risorse tra loro sinergiche (imprenditore, management e investitore di *private equity*) rappresenta un elemento estremamente efficace e potente per utilizzare al meglio tutte le risorse aziendali massimizzando la possibilità di successo dell'operazione e facendo in modo che la società partecipata tragga da questa i massimi vantaggi sia a livello competitivo che di continuità operativa e gestionale.

La scelta dell'investitore ottimale: non tutti gli operatori di *private equity* sono uguali.

Come l'investitore di *private equity* dovrà valutare il profilo dell'imprenditore con cui intraprendere un percorso congiunto, anche l'imprenditore dovrà valutare quale è l'operatore che più si adatta alle sue esigenze e che caratteristiche dovrebbe avere il suo *partner* ottimale. Non tutti gli operatori di *private equity* hanno lo stesso *modus operandi* ed esperienza e scegliere quello giusto in relazione alle caratteristiche della società e dell'investimento è di fondamentale importanza.

Un valido supporto può arrivare dalle società di consulenza, banche d'affari, o esperti specializzati in questo genere di problematiche, ma i loro suggerimenti devono comunque essere sempre attentamente ponderati e valutati alla luce di quelle che sono le specifiche caratteristiche dell'azienda e le sue modalità operative e ambizioni strategiche.

Se, ad esempio, uno degli obiettivi è legato ad una maggiore presenza ed espansione a livello internazionale, magari anche tramite acquisizioni, è opportuno scegliere un operatore che abbia esperienza e contatti in tal senso e possibilmente anche una presenza diretta nei paesi ove si intenda concentrare l'attenzione in vista della possibile espansione o acquisizioni da effettuare in quel territorio. Lo stesso dicasi se l'obiettivo finale è quello della quotazione in un mercato regolamentato italiano o estero: anche in questo caso, sarà opportuno scegliere un operatore che di fatto, e non solo in teoria, abbia già "accompagnato" con successo delle altre società, lungo tale percorso. Se la situazione della società è invece particolarmente complicata e pregiudicata sia finanziariamente che industrialmente e necessita di una profonda ristrutturazione strategica ma anche operativa per consentirne la sopravvivenza, è bene rivolgersi ad operatori con una specifica competenza ed esperienza nelle operazioni di c.d. *turnaroud* i quali meglio di altri dovrebbero potere supportare la società ad uscire da una situazione di crisi se non addirittura di possibile fallimento.

Anche la dimensione aziendale va tenuta in considerazione per quanto riguarda la ricerca del partner di *private equity*. I grandi fondi internazionali, ad esempio, si concentrano prevalentemente su operazioni di grandi o grandissime dimensioni e sarebbe quindi inutile andare da loro se le dimensioni della società non fossero coerenti con le loro strategie di investimento. In più, tali fondi, anche perché spesso di matrice anglosassone, preferiscono normalmente acquisire posizioni di controllo. Esistono tuttavia numerosi fondi, prevalentemente quelli operanti a livello nazionale, che quantunque di minori dimensioni assolute, hanno competenze e professionalità di altissima qualità e possono in questi casi rappresentare dei *partners* più opportuni in quanto attenti a tali categorie dimensionali e "strategicamente" interessati (ed esperti) anche alla acquisizione e nella gestione di posizioni di minoranza.

Viceversa, se l'operazione è di grandi o grandissime dimensioni ed in vendita c'è la maggioranza delle azioni, i c.d. "mega fondi" paneuropei o statunitensi rappresentano indubbiamente l'interlocutore più opportuno e professionalmente organizzato e strutturato per affrontare tali complesse situazioni aventi spesso implicazioni sia a livello internazionale se non addirittura sul piano politico-istituzionale, come, a torto o a ragione, spesso accade anche nel nostro Paese.

In alcuni casi molto specifici, potrebbe anche essere opportuno rivolgersi ai cosiddetti *corporate venture capitalists* che, in determinati settori merceologici, possono rappresentare un partner ideale in quanto alle competenze di carattere strategico e finanziario, comuni a tutti gli operatori di *private equity*, spesso possono aggiungere delle specifiche competenze di business, perlomeno per quanto riguarda il settore dove la *corporation* cui fanno riferimento opera in modo attivo.

Sempre in una logica di specializzazione settoriale, esistono in Europa e stanno nascendo anche in Italia, fondi operanti in specifiche aree merceologiche o settori, come possono essere: la moda; i prodotti di lusso; il turismo; le infrastrutture e in prospettiva molti altri. E' evidente che per le aziende che operano in tali settori, questi fondi possono rappresentare una interessante alternativa.

Anche la collocazione geografica della società può influenzare la scelta del partner di *private equity* ottimale. Per le operazioni di piccola dimensione, ma non solo, la vicinanza "fisica" del partner può essere importante, in particolare in quelle situazioni dove c'è molto da fare. Si pensi ad esempio alle aziende, spesso di medie o piccole dimensioni, operanti nel Sud dell'Italia o nelle isole: avere come interlocutore un operatore presente sul territorio, purché professionale, qualificato ed esperto, può certamente costituire un importante vantaggio. Se però qualificazione ed esperienza non sono presenti, la sola vicinanza geografica ovviamente non basta, ed allora è meglio rivolgersi a chi, quantunque più lontano, ha l'esperienza e la professionalità adatte ad affrontare le tematiche dell'azienda ed è in grado di supportarne efficacemente gli obiettivi e le strategie di sviluppo.

In ultima analisi si tenga comunque presente che in questo settore, come in qualsiasi altro campo, quello che conta è certamente l'esperienza che un operatore ha maturato: come si dice, il suo *track record* e la sua organizzazione. Ma soprattutto conta l'esperienza che il singolo individuo che sarà responsabile dell'investimento (generalmente, un *partner* della società di *private equity*) ha effettivamente maturato nella sua vita professionale: la sua reputazione, onestà intellettuale e sostanziale, trasparenza, sensibilità e capacità ad interagire in situazioni che, come abbiamo visto, hanno molteplici aree di criticità (anche a livello di rapporti interpersonali) che solo se professionalmente e attentamente gestite consentono di stabilire quel rapporto di reciproco rispetto, considerazione e fiducia che abbiamo visto essere assolutamente indispensabile per il successo di questa tipologia di operazioni. E questo, alla fine, è strettamente legato alle caratteristiche professionali ma anche umane delle singole persone coinvolte nell'operazione e anche riguardo tali aspetti è necessario effettuare le opportune valutazioni e considerazioni.

Per gli interventi effettuati per il tramite di strumenti di investimento a capitale misto, oggetto della presente trattazione, si tratterà di identificare, di volta in volta e con criteri trasparenti e strutturati, i partner più adatti alle specifiche categorie di investimento che si intendono effettuare stimolare.

La corporate governance

Una corretta e trasparente *corporate governance* è sempre un elemento fondamentale per la buona riuscita delle operazioni di *private equity*. In questa particolare tipologia di operazioni, essendo il successo legato sostanzialmente al buon funzionamento della *partnership* tra investitore, imprenditore e *management*, lo è ancora di più. La chiarezza e la trasparenza su quelli che sono i meccanismi decisionali e di controllo aziendale sono assolutamente fondamentali e le regole devono essere stabilite e concordate nel dettaglio, anche a livello contrattuale, contestualmente alla entrata nel capitale dell'operatore di *private equity*.

Anche qui, a differenza delle operazioni che vedono l'investitore in maggioranza (tipicamente, i *buy out*) o a quelle che lo vedono coinvolto in fasi estremamente iniziali dello sviluppo aziendale e quindi per definizione poco strutturate (come nel caso delle c.d. operazioni di avvio) negli interventi di sviluppo, la situazione è spesso significativamente diversa e generalmente molto più complessa ed articolata. In questi casi, abbiamo, da un lato un azionista di controllo imprenditore (o i suoi eredi) quasi sempre pesantemente e direttamente coinvolti nel processo decisionale. Dall'altro, abbiamo un investitore che, quantunque in minoranza, vuole (e deve) avere un ruolo, anche per estrinsecare al meglio le sue potenzialità e sinergie e tutelare il proprio investimento. Come abbiamo già detto, esiste inoltre una struttura manageriale che, quantunque spesso non coinvolta in termini di azionariato, se non con meccanismi di *stock options*, necessita di una adeguata autonomia decisionale, sicuramente per quanto riguarda la conduzione ordinaria della società, ma sempre più spesso, e correttamente, anche su quelle che sono tematiche di portata più strategica, come possibili acquisizioni, sviluppi a livello internazionale, quotazione in borsa, *joint ventures* o altro.

Coniugare tutte queste esigenze e sensibilità, e nel caso di aziende che si apprestano ad andare in borsa, renderle anche compatibili e coerenti con le normative o *best practices* non è certo facile e richiede, da parte di tutti i soggetti coinvolti, una notevole competenza, professionalità e soprattutto disponibilità al colloquio ed al rispetto delle varie esigenze e necessità, spesso tra loro contrastanti. Ecco che in questo caso l'esperienza specifica dell'investitore di *private equity* gioca un ruolo fondamentale, in quanto consente di "anticipare" e risolvere preventivamente quelle che potrebbero essere le principali aree di conflitto. In tal senso un'importante ruolo è quello svolto dagli amministratori indipendenti che spesso fungono da "arbitri" e se ben preparati e altamente professionali possono, anche formalmente, ricoprire ruoli e funzioni estremamente utili per risolvere efficacemente molte delle problematiche citate.

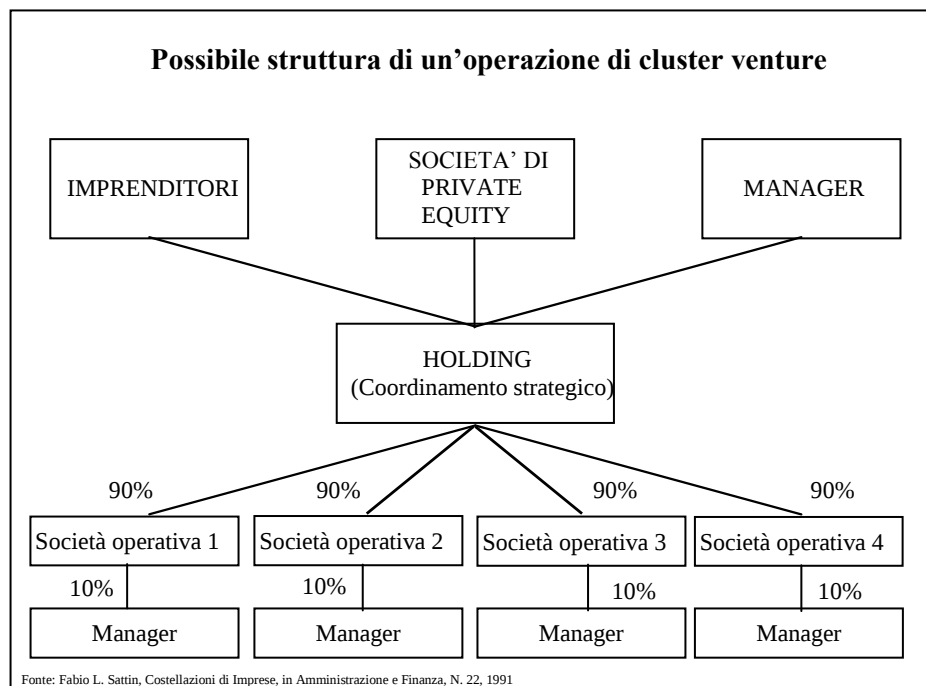
Lo stimolo alle operazioni di aggregazione tra imprese

Uno degli obiettivi dichiarati del Fondo Italiano è quello di agevolare e stimolare il processo di aggregazione tra imprese al fine di consentirne quella crescita dimensionale necessaria ad affrontare in modo competitivo ed efficace un ambiente sempre più concorrenziale ed internazionalizzato.

In tal senso, una tipologia di intervento non recepita a livello di classificazioni ufficiali da parte delle associazioni di categoria, ma che rappresenta per gli operatori del settore uno degli sviluppi più importanti dell'attività di investimento nel capitale di rischio, è quella definita di *cluster venture* (costituzione di poli industriali).

Con questo termine si intende 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 che svolge un ruolo di coordinamento strategico e dove sono presenti con ruoli importanti, una o più società di investimento

Un esempio di struttura è quello descritto nella seguente figura:



L'essenza di questa metodologia di investimento consiste nell'identificazione e nello sfruttamento delle sinergie di tipo tecnologico, commerciale, manageriale e finanziario che si possono produrre tra le varie società facenti parte del gruppo, mantenendo, al contempo, una elevata focalizzazione e specializzazione delle attività condotte dalle singole aziende e non limitandone l'autonomia e l'indipendenza decisionale e operativa.

Obiettivo primo dell'intervento risulta, dunque, quello della ricerca e del raggiungimento di economie di scala all'interno del processo di creazione di valore.

Tra i vantaggi del *cluster venture* in primo luogo vi è la possibilità di utilizzare al meglio le capacità manageriali e imprenditoriali esistenti nelle varie società. Si pensi, ad esempio, alle competenze tecniche condivisibili, a quelle relative alla gestione finanziaria e amministrativa o ancora a quelle connesse alla conoscenza di diversi mercati, sia in termini geografici che di tipologie di clientela.

Un secondo vantaggio è il carattere finanziario. Risulta infatti più semplice attrarre investimenti a condizioni vantaggiose per un gruppo diversificato che non per le singole aziende. Inoltre, il coordinamento centrale delle problematiche connesse alla gestione finanziaria delle società consente lo sviluppo della massa critica e delle competenze necessarie per usufruire di servizi più sofisticati a vantaggio di tutte le aziende facenti parte del gruppo.

In un contesto economico come quello italiano, caratterizzato da una elevata frammentazione e da una piccola se non piccolissima dimensione media delle imprese, questa tipologia di interventi appare estremamente utile ed opportuna e potrebbe essere di grande beneficio all'economia ed allo sviluppo di gruppi industriali con la dimensione e le professionalità adatte per competere efficacemente a livello internazionale. In tal senso, è pienamente condivisibile la scelta del Fondo Italiano di porre particolare attenzione a tale genere di interventi.

Tuttavia, il problema principale da affrontare rimane quello della disponibilità degli imprenditori a "condividere" una iniziativa comune e rinunciare al controllo delle loro società a fronte di una partecipazione, spesso di minoranza, nell'ambito di un progetto di più ampio respiro e con maggiori prospettive di sviluppo e conseguente valorizzazione.

E l'impedimento principale, quasi sempre, non sono gli aspetti economici: se le cose vanno bene e sono correttamente strutturate, la partecipazione al gruppo, anche se di minoranza, in prospettiva può valere significativamente di più che non l'intera società "apportata", senza contare che essendo spesso l'obiettivo finale la quotazione in borsa, questa partecipazione sarà correttamente valorizzata ed effettivamente liquidabile. Il problema vero lo ha stigmatizzato il Governatore Mario Draghi nelle sue Considerazioni Finali dove riferendosi specificatamente alla scarsa apertura ai cambiamenti da parte dei nostri imprenditori familiari, afferma che *"quando la proprietà familiare perde il gusto del rischio creativo, quando la ricchezza investita nell'azienda comincia a essere vista solo come fonte di rendite o di benefici privati del controllo, l'immobilismo proprietario può diventare un freno alla crescita dell'impresa, la avvia al declino. E' allora che maggiore diviene per l'impresa il bisogno di questi intermediari; massimo il guadagno potenziale che tutti realizzerebbero con un cambio della guardia; massima, a volte, anche la resistenza dei proprietari"*¹.

Il supporto alla fase di ricambio generazionale

Oltre il 70% delle operazioni di *private equity* condotte in Italia sono state realizzate su società con meno di 200 dipendenti, quindi di dimensioni medio piccole ed a carattere prevalentemente familiare. Considerata l'importanza del fenomeno è quindi opportuno chiedersi quale possa essere in prospettiva l'impatto economico e sociale dell'attività di *private equity* nei vari suoi comparti e

¹ Banca d'Italia, Considerazioni Finali, assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma, 31 maggio 2007.

come questa possa supportare la fase di ricambio generazionale, la creazione di imprenditorialità diffusa e competente, nonché il processo di sviluppo ed internazionalizzazione delle aziende magari anche agevolando e stimolando il processo di quotazione in Borsa (per una disamina delle caratteristiche tipiche delle aziende familiari italiane si veda Corbetta, 2010).

Numerose sono oramai le ricerche che, seppure con metodologie diverse, concordano nell'affermare che l'attività di *private equity* rappresenti uno degli strumenti più importanti ed innovativi per aiutare il processo di sviluppo economico delle imprese aumentandone la capacità competitiva, massimizzandone lo sviluppo, supportando ed agevolando efficacemente la fase di passaggio generazionale.

Queste ricerche evidenziano inoltre come l'investitore di *private equity* abbia quasi sempre significativamente contribuito allo sviluppo delle società partecipate non solo a seguito dell'inserimento delle risorse economiche e della maggiore attenzione e competenza attinente alla gestione finanziaria della società, ma anche come *sounding board* della proprietà o del management per delineare, strutturare e realizzare i progetti di sviluppo della società.

Ed è proprio il ruolo di vero e proprio "partner di business" che viene apprezzato dagli imprenditori e dai *managers*. Tale ruolo riguarda in particolare il supporto alle operazioni straordinarie, quali: progetti di internazionalizzazione; acquisizioni; partnership o *joint-ventures*; o anche solamente l'aiuto prestato in sede di identificazione, selezione e assunzione di *managers* più competenti e qualificati, adatti a sostenere livelli di competitività crescenti nell'ambito di contesti ambientali internazionali sempre più complessi. Senza parlare dell'evidente impatto che la partecipazione da parte di un investitore istituzionale viene ad avere in termini di *governance* societaria e meccanismi di controllo di gestione.

Risultano quindi comprensibili le conclusioni a cui è giunto il Governatore della Banca D'Italia Mario Draghi su come le operazioni di *private equity* possano in molti casi contribuire in modo determinante a risolvere il delicatissimo passaggio del ricambio generazionale aiutando queste società non solo a superare tale fase critica, ma ponendo le basi per un solido e duraturo sviluppo.

La sinergia con la Borsa

Vediamo infine come l'attività di *private equity* e di *expansion financing* in particolare si relaziona con un altro segmento di fondamentale importanza per lo sviluppo di un mercato finanziario articolato e moderno: la Borsa.

Alcuni, in passato, sembravano sostenere che tra borsa e *private equity* vi fosse una qualche sorta di competizione, che l'una sostituisse l'altra; che fossero sostanzialmente due soluzioni alternative al medesimo problema.

Per fortuna, oggi nessuno la pensa più così, anche perché i fatti hanno inequivocabilmente dimostrato, in tutto il mondo ed anche in Italia, l'enorme sinergia e complementarità che esiste tra questi due segmenti.

Lo stesso Governatore della Banca d'Italia, nella sua relazione conclusiva, sottolineava che "Vi è uno stretto legame tra la diffusione degli intermediari specializzati e lo sviluppo della borsa. Oltre un terzo delle aziende italiane che si sono quotate tra il 1995 e il 2006 è stato assistito da operatori di *private equity*, ampliando un accesso al mercato borsistico che in Italia è finora rimasto per lo più limitato alle imprese di grandi dimensioni, ed è molto al di sotto, per capitalizzazione, rispetto agli altri paesi industrializzati"²

Una ricerca condotta da Oxera sulle quotazioni effettuate al *London Stock Exchange* pubblicata nel marzo 2006³ dimostra che circa la metà delle quotazioni avvenute in tale mercato nel periodo 1998-2004 hanno avuto come oggetto società partecipate da operatori di *private equity*. E cosa forse ancora più importante, tali società, considerando gli andamenti del titolo nel primo anno dopo la

² Banca d'Italia, op. cit.

³ Oxera, The London market and private equity-backed IPO's, Oxford, March 2006.

quotazione, hanno registrato ritorni significativamente superiori alla media delle società quotate nello stesso periodo.

Questo lo hanno capito bene anche gli imprenditori che, sempre più numerosi, decidono di farsi accompagnare da operatori di *private equity* nel percorso di avvicinamento alla quotazione in Borsa. Potrebbero chiedersi alcuni: ma come mai?

La risposta, in Italia, per certi versi, l'ha data la stessa Borsa Italiana Spa firmando nel febbraio del 2009 un accordo di collaborazione con Aifi (Associazione Italiana degli operatori di Private Equity e Venture Capital) che prevede la creazione di un accesso facilitato al mercato azionario per le società partecipate dai fondi di *private equity*. La facilitazione si applica a quelle società nel cui capitale siano presenti da almeno due anni uno o più investitori istituzionali in capitale di rischio, con una partecipazione pari ad almeno il 30%.

Il messaggio è chiaro: meglio che le società, prima di quotarsi, specialmente se di non grandissime dimensioni, si abituino gradualmente ad avere dei soci esterni, ad adottare criteri di *governance* più trasparenti e meglio strutturati, ed a dotarsi di organizzazione, sistemi operativi e *management* adeguati. E per fare questo, l'inserimento di un operatore di *private equity*, purché qualificato ed esperto, non può che contribuire positivamente. In aggiunta, si sa, l'operatore professionale di *private equity* svolge, prima di effettuare un investimento, una dettagliata, approfondita e costosa *due diligence* che a volte dura molti mesi. E questo, naturalmente, non può che rappresentare un ulteriore vantaggio per il mercato e per i futuri investitori, così come ha sottolineato il rapporto del gruppo di esperti della Comunità Europea⁴.

Ecco quindi che tra *private equity* e Borsa non esiste competizione, non sono uno alternativo all'altra, ma sono l'uno funzionale all'altra ed assieme contribuiscono all'innalzamento della qualità delle imprese, del mercato e dell'economia in generale.

Ma il positivo impatto del *private equity* non si ferma solamente agli aspetti di trasparenza, *governance* e di moderno ed efficace controllo organizzativo societario.

Per l'operatore di *private equity* i ritorni in termini di prestigio, potere, immagine che possono essere legati al possedere un'azienda piuttosto che un'altra non sono un qualcosa di importante di per sé o da preservare a tutti i costi. Non essendo questi un "valore" in senso economico, tali aspetti non interessano, ne devono interessare. La sola cosa che interessa all'investitore in *private equity* è che la società si sviluppi ed aumenti il suo valore per poter realizzare in tempo congruo (e solo se le cose vanno bene) un *capital gain*. Per fare questo è fondamentale che la società sia guidata da persone capaci e competenti, con obiettivi economici e finanziari chiari volti alla massimizzazione dello sviluppo, della competitività e quindi del suo valore. Questo è quello che vuole l'investitore in *private equity*. Nient'altro! Tutto quanto non è funzionale al raggiungimento di tale obiettivo e interferisce con il processo di sviluppo e di massimizzazione del valore della società, deve essere prontamente eliminato o quantomeno non è di rilievo.

Inoltre, per controllare che le cose vadano per il verso giusto, le società partecipate da questi operatori vengono spinte ad adottare meccanismi di *governance* chiari, strutturati, aggiornati e trasparenti, a dotarsi di un management capace ed indipendente e di sistemi informativi e di controllo efficaci ed efficienti. Il *private equity* guadagna solo se si apprezza il valore delle società ed per questo è perfettamente allineato all'imprenditore nella difesa degli interessi della società e nella massimizzazione di suoi risultati e del suo sviluppo. E tutto questo il mercato lo sa bene e tale consapevolezza, in ultima analisi, va a vantaggio dell'impresa e dei suoi azionisti, aumentando le probabilità di successo del collocamento e consentendo una valorizzazione piena e coerente con le caratteristiche e prospettive di sviluppo.

MA QUALI SONO LE CONSEGUENZE DELLA VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY?

⁴ European Commission Internal Market and Services DG, report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity, July 2006.

Abbiamo visto come, sia nelle operazioni di *buy out* che in quelle di *expansion financing*, siano evidenziabili caratteristiche distintive tipiche del mercato italiano. Passiamo ora ad identificare quelle che sono le conseguenze che questa “*via italiana al private equity*” può avere, e vediamo a tre livelli: a livello di operatori; a livello di società partecipate e, infine, a livello di impatto economico e di struttura industriale ed imprenditoriale.

A livello di operatori, la conseguenza principale è connessa alla assoluta necessità di sviluppare, a livello locale, delle competenze distintive e delle professionalità in grado di rispondere adeguatamente alle esigenze specifiche di questo mercato. Limitarsi a replicare modelli di comportamento ed operativi sviluppati, magari con successo, in altri contesti potrebbe essere in Italia estremamente pericoloso e fundamentalmente sbagliato. E’ quindi necessario dotarsi di professionisti che abbiamo sviluppato, in loco, le esperienze e conoscenze necessarie e che siano in grado di sfruttare una consolidata rete di contatti e relazioni con il mondo imprenditoriale che abbiamo visto essere la fonte più importante per l’identificazione di operazioni di investimento interessanti. Anche una approfondita conoscenza delle complesse normative locali è auspicabile per potere strutturare correttamente le operazioni di investimento, anticipando o comunque minimizzando le aree di possibile rischio. Ecco quindi che la “*seniority*” dei partners assume in Italia una importanza forse ancora maggiore che in altri paesi ed in questo gli operatori locali nazionali potrebbero essere avvantaggiati. Nelle operazioni di *expansion capital*, tale necessità è ancora più evidente essendo queste operazioni molto meno sviluppate in altri contesti o comunque realizzate con modalità estremamente diverse. Qui l’azionista di maggioranza, spesso “ricco e famoso”, vuole avere vicino un vero e proprio *partner* il quale, affinché si possa creare un rapporto di reciproco rispetto, considerazione e fiducia, dovrà avere adeguate caratteristiche professionali ma anche essere dotato di autorevolezza, leadership e carisma individuale per potersi confrontare costruttivamente con tali forti personalità.

In questo genere di investimenti, ancora di più che non nei *buy out*, conta molto anche la creatività e la capacità di strutturare operazioni aderenti alle specifiche esigenze dell’azionista di maggioranza rendendole coerenti con i suoi obiettivi ed al contempo compatibili con le logiche di investimento di un operatore di *private equity*.

Dal punto di vista delle imprese, le conseguenze sono probabilmente connesse ad una maggiore possibilità di utilizzare gli interventi di *private equity* non solo per la cessione della maggioranza o della totalità dell’impresa, ma anche per supportare una fase di sviluppo dell’impresa o di accompagnamento in borsa, nonché per affrontare la complessa problematica legata alla fase di passaggio generazionale, non rinunciando al contempo al controllo azionario della società, o comunque senza doverne uscire completamente. Il *private equity* italiano, in buona sostanza, si è dimostrato nei fatti molto creativo e flessibile, cercando di adattarsi alle esigenze e caratteristiche della struttura imprenditoriale familiare tipica del nostro paese.

E lo ha fatto generando ritorni per i propri investitori di tutto rispetto. Questo aspetto peculiare del nostro *private equity*, se compreso correttamente dagli imprenditori, non può che avere per loro delle conseguenze positive in termini di opportunità di sviluppo e di crescita anche e soprattutto a livello internazionale.

Parlando infine di impatto a livello macroeconomico e di struttura industriale, è anche evidente che questa variegata articolazione degli interventi e soprattutto, sia nei *buy out* che nell’*expansion*, la marcata focalizzazione che gli operatori italiani hanno dimostrato di avere sulle problematiche di sviluppo, crescita ed internazionalizzazione, più che su speculazioni, spezzettamenti o arbitraggi di vario genere, non può che essere vista positivamente ed avere delle conseguenze positive.

Certo potranno anche in Italia verificarsi situazioni problematiche o realizzarsi operazioni aventi logiche maggiormente speculative, ma questo, a ben vedere, quando accade (ed in qualche caso, è accaduto) non ha riguardato solamente il settore del *private equity*. Chi scrive è convinto che la “*via italiana al private equity*”, per tutte le ragioni che abbiamo esposto, presenti una notevole positività

in termini di sviluppo forse più che in altri paesi e che proprio per questo si debba valutare molto favorevolmente e possibilmente agevolare, ove necessario anche a livello politico-istituzionale, una fase di ulteriore sviluppo del settore in quanto basato, da sempre in Italia, su logiche prevalentemente industriali e di sviluppo più che di tipo speculativo o puramente finanziario.

VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY E INTERVENTO PUBBLICO A FAVORE DELLE PMI: UNA SINERGIA VIRTUOSA

Quanto detto fino ad ora ci porta a dire che nel nostro Paese la c.d. “via italiana al private equity” crea dei presupposti particolarmente favorevoli per delle iniziative di politica economica a favore delle PMI che vedano nella sinergia tra operatori privati e investitore pubblico il cardine del proprio intervento, come nel caso del Fondo Italiano di Investimento di recente costituzione o altre possibili future iniziative.

Come abbiamo visto, la diversa struttura imprenditoriale ed industriale italiana, caratterizzata dalla massiccia presenza di società private a controllo familiare, spesso operanti in settori maturi e altrettanto spesso esposte alle problematiche del passaggio generazionale⁵, ha fatto sì che molti operatori di *private equity* si siano orientati ad effettuare interventi aventi struttura e modalità di realizzazione molto differenti rispetto a quelle sviluppate nei mercati statunitensi ed inglese in particolare, ma in molti casi di altrettanto successo.

Pensiamo ad esempio alle operazioni che, proprio nel nostro Paese, hanno visto agire in *partnership*, da un lato l'operatore di *private equity* spesso in posizione di investitore di minoranza, e dall'altro, l'imprenditore familiare, fondatore delle società o magari anche di seconda o terza generazione che, pur mantenendo il controllo, ritiene utile ed opportuno, spesso in parallelo ad una fase di ricambio generazionale, “allearsi” con una società di *private equity* per rivisitare o ristrutturare l'azienda e la sua organizzazione e porre le basi per una nuova fase di sviluppo se non, in alcuni casi, per assicurarne la sopravvivenza. Tali interventi, inoltre, sono spesso effettuati anche in preparazione ad una fase di significativo riassetto a livello di azionariato che in molti casi ha come traguardo finale la quotazione dell'azienda in un mercato regolamentato, come nel caso delle operazioni c.d. di *pre-ipo* (*initial public offering*) che vedono proprio nella preparazione alla quotazione in borsa il loro obiettivo finale accompagnate in tale percorso da un operatore di *private equity*.

Parlando di interventi di natura pubblica è anche necessario domandarsi come una operatività diretta dello Stato in tale settore possa essere considerata e valutata a livello di Comunità Economica Europea.

Se analizziamo il Rapporto Redatto dal gruppo di esperti sul private equity della Comunità Europea nel luglio del 2006, intitolato “*Developing European Private Equity*”⁶ vediamo che in apertura riporta delle dichiarazioni molto simili a quella pronunciate dal governatore Draghi. Il rapporto, nel suo capitolo introduttivo, inizia dicendo “*the European private equity industry is maturing and growing in stature. This will strengthen the financing chain for European enterprises. The industry plays an essential role in mobilising private investment capital with a view to investing, mainly in private enterprises, thereby helping those companies to grow and develop*”. E continua “*..it can make an important contribution to the re-generation of the economy by nurturing new enterprises and re energising existing companies*”. Parlando poi specificatamente del contenuto del rapporto, continua dicendo “*it highlights (the report) its particular contribution to increasing European competitiveness and commercialising innovation; to strengthening company governance and management; and to preparing companies for further growth and public offering. It has a proven track record in increasing productivity and profitability and at the same time creating jobs. Private*

⁵ European Commission Internal Market and Services DG, Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity, July 2006.

⁶ European Commission Internal Market and Services op.cit.

Equity plays an important role in bringing private companies onto the public markets and facilitating the adoption of advanced and transparent governance rules”

Possiamo quindi affermare che in Italia la potenziale sinergia tra operatore pubblico e investitori privati specializzati avente come obiettivo investimenti di minoranza nelle PMI al fine di supportarne la crescita e lo sviluppo e gestirne la fase di ricambio generazionale risulta essere particolarmente interessante e favorevole considerate le caratteristiche che tale attività ha assunto nel nostro Paese e l’esperienza che i nostri operatori, con particolare riferimento a quelli locali, hanno sviluppato in tale specifico segmento. Inoltre, un possibile intervento diretto dello Stato, se focalizzato sulle PMI ed effettuato per il tramite di strumenti tecnici noti e già sperimentati in altri Paesi, che veda l’intervento pubblico effettuato con il coinvolgimento anche economico degli operatori del settore e degli investitori istituzionali internazionali, parrebbe essere coerente ed in linea con gli orientamenti ufficialmente espressi dalla Comunità Economica Europea su tale tema.

CONCLUSIONI

A questo punto, avviamoci verso le conclusioni. Abbiamo visto come in Italia il *private equity*, nei suoi principali comparti, abbia assunto caratteristiche e peculiarità specifiche tali da differenziarsi in modo significativo dai contesti finanziari ove tali operazioni si sono maggiormente sviluppate, Stati Uniti e Regno Unito. Abbiamo anche visto come queste differenze abbiano un notevolissimo impatto sulle modalità attraverso le quali gli operatori del settore dovranno basare le proprie strategie per aderire ai dettami specifici di tale mercato e sulle competenze sulle quali dovranno puntare e che volere replicare in Italia le modalità operative ed esperienze che hanno sviluppato nei loro paesi di origine potrebbe essere un grave errore. Come un grave errore sarebbe quello di giudicare o addirittura pensare a delle azioni normative riguardanti il settore basandosi sulle esperienze straniere e senza avere approfonditamente compreso come il *private equity* si sia sviluppato nel nostro paese. Abbiamo anche visto come a livello di Comunità Economica Europea tale approccio al *private equity* sia visto con particolare favore e considerato un importante strumento a sostegno della fase di ricambio generazionale ed in generale come supporto allo sviluppo ed alla internazionalizzazione delle nostre PMI e come un eventuale intervento dello Stato possa essere particolarmente efficace ed opportuno.

Venendo infine alle imprese, ed agli imprenditori, sarebbe veramente un gran peccato che, per una scarsa comprensione e conoscenza delle reali caratteristiche che questa attività ha sviluppato nel nostro Paese, perdessero l’opportunità di coglierne i benefici che abbiamo visto essere molteplici e spesso determinanti per lo sviluppo, se non in alcuni casi per la sopravvivenza, delle società stesse.

Ma allora, quali sono i consigli che potremmo dare alle categorie che sono coinvolte a vario titolo - operatori (nazionali ed internazionali); imprenditori e *policy makers* - per evitare di fare errori e sfruttare al meglio le grandi opportunità che il *private equity* offre in Italia? Ecco, per concludere, una proposta di suggerimenti.

CONSIGLI PER EVITARE ERRORI E SFRUTTARE AL MEGLIO LE OPPORTUNITA’ OFFERTE DALLA VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY

PER GLI OPERATORI INTERNAZIONALI:

1. non operare in base a esperienze e modalità sviluppate in altri contesti;
2. dotarsi di adeguate professionalità ed esperienze a livello locale;
3. effettuare operazioni sia di maggioranza che di minoranza;
4. attrezzarsi per fornire alle società un concreto supporto allo sviluppo;

5. avere capacità decisionale a livello locale;
6. non concentrarsi nello “studiare” le operazioni di grandi dimensioni ma nel “fare” anche operazioni di dimensioni più contenute;
7. dotarsi di adeguati supporti specialistici e consulenziali;
8. pensare a lungo termine anche a livello “locale” sviluppando una positiva reputazione.

PER GLI OPERATORI NAZIONALI:

1. internazionalizzarsi;
2. pensare in grande e sviluppare competenze di primo livello;
3. aumentare le loro dimensioni anche per il tramite di processi di aggregazione;
4. essere indipendenti;
5. espandere la propria presenza su tutto il territorio nazionale;
6. sfruttare le “nicchie” più difficilmente aggredibili per gli operatori internazionali (*turnaround*, fondi regionali, fondi specializzati);
7. capitalizzare sulle esperienze fatte, senza farsi troppo influenzare dalle tendenze internazionali, peraltro mutevoli.

PER TUTTI GLI OPERATORI:

1. attrezzarsi in termini di professionalità, comportamenti ed attitudini, per fornire un concreto valore aggiunto alle società partecipate;
2. essere creativi, adattando le modalità di intervento alle esigenze della società, e non viceversa;
3. responsabilizzarsi, adottando e soprattutto seguendo principi di comportamento e di autoregolamentazione definiti e codificati.
4. porre sempre in primo piano le problematiche industriali e di sviluppo;
5. mitigare gli eccessi ed operare responsabilmente in una logica di lungo termine.

PER LE AZIENDE:

1. capire bene le specificità della “*via italiana al private equity*”;
2. informarsi sulle caratteristiche degli operatori e sulla loro esperienza e reputazione;
3. identificare gli operatori più adatti alla soluzione dei propri problemi;
4. trattare l’investitore come un “partner di business” e non come un “finanziatore”;
5. sfruttare al massimo le competenze e la rete di conoscenze del partner;
6. instaurare un clima di reciproco rispetto, fiducia e trasparenza, concordando gli obiettivi da raggiungere e le modalità per realizzarli;
7. non vivere l’azienda come una monarchia, ma come una repubblica democratica e soprattutto meritocratica;
8. passare dalla logica del “*piccolo è bello*” alla logica del “*crescere è necessario per sopravvivere*”, ed il *private equity* mi può aiutare in questo.

PER I POLICY MAKERS

1. non basarsi sulle esperienze degli altri paesi per dare un giudizio o prendere decisioni o orientamenti legislativi sul *private equity* italiano;
2. capirne nel dettaglio le caratteristiche specifiche agevolandone lo sviluppo nei casi in cui ne sia dimostrata la positività per le aziende e per il sistema economico;
3. rimuovere eventuali ostacoli o “disallineamenti” consentendo e stimolando l’afflusso di

- risorse finanziarie anche dall'estero;
4. studiare bene cosa è stato fatto all'estero, ma al contempo approfondire le caratteristiche specifiche della *“via italiana al private equity”* per comprenderne le potenzialità e prospettive di sviluppo;
 5. comprendere le profonde differenze che esistono a livello di singoli operatori identificando di volta in volta i profili che più sono coerenti, esperti ed adatti ad operare in sintonia con il settore pubblico in relazione alla specifica area e/o modalità di investimento che si intende stimolare, ed operare in sinergia con gli stessi sfruttandone al meglio l'esperienza e le potenzialità economiche;
 6. nel caso si decidano interventi nel settore, utilizzare strumenti di investimento “misti” che coinvolgano assieme risorse pubbliche e private adottando schemi operativi noti ed il più possibile aderenti a quelle che sono le esperienze internazionali al fine di consentire il corretto coinvolgimento dei soggetti privati nonché l'attrazione di risorse finanziarie private sia a livello nazionale che internazionale.

Fabio L. Sattin
Milano, ottobre 2010

BIBLIOGRAFIA CITATA

- Amihud Y., *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, Beard Books Press, Washington, D.C., 1989
- Baker G., Smith G.D., *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis & Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass. 1998
- Banca D'Italia, *Considerazioni finali*, Assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma, 31 maggio 2007.
- Caselli S., *Private Equity e Venture Capital in Europe*, Elsevier Academic Press, Boston, 2010
- Commissione Europea, *Best Practices of Public Support for Early-Stage*, 2005
- Corbetta G., *Le Aziende Familiari*, EGEA, Milano, 2010
- Cotrugli B., *Libro dell'Arte di Mercatura (della mercatura e del mercante perfetto)*, Edizioni Principe, Venezia, 1573, riedito da Arsenale Editrice, Venezia, 1990 a cura di Ugo Tucci.
- Cressy, R., *Funding Gaps*, The Economic Journal, vol. 106, n. 434, 2002
- European Commission Internal Market and Services DG, *Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity*, July 2006
- EVCA, *Policy Priorities for Private Equity*, internal working paper, Zaventem 2001
- Ferguson N., *The Ascent of Money. A financial History of the world*, The Penguin Group, New York, 2008
- Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Quarta Ed. Milano, 2008
- Kosman J., *The Buy out of America*, The Penguin Group, New York, 2009
- Lane, F.C., *Merchant of Venice*, Johns Hopkins Press, Baltimore 1944 edizione italiana Einaudi, Torino, 1982 e 1996
- Nicolai M., *I Fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche*, Aifi 2006
- O'Shea M., *Governments as Venture Capitalists*, OECD Observer, Vol. A., 1998
- Oxera, *The London market and private equity-backed IPO's*, Oxford, March 2006.
- Sattin, F.L., *Costellazioni di Imprese*, in Amministrazione e Finanza, n.22 - 1991.
- Sattin, F.L., Gervasoni A., *Private Equity e settore pubblico: una possibile sinergia per le PMI*, Il Sole 24 Ore, ottobre 2009
- Sattin, F.L., *L'attività di private equity: definizioni, caratteristiche, prospettive con particolare riferimento alla realtà italiana*, in Private equity e infrastrutture, a cura di Marco Nicolai, capitolo secondo, pagg. 39 e ss., McGraw-Hill, Milano - 2008.
- Sattin, F.L., *La via italiana al private equity*, Il Sole 24 Ore, settembre 2007
- Sattin, F.L., *Le operazioni di private equity e di management buy out come strumento a supporto del processo di ricambio generazionale e alla creazione di imprenditorialità diffusa*, in Finanza di impresa al bivio, a cura di Luca Baseggio, Franco Angeli, Milano, 2004
- Sattin, F.L., *Quale futuro per il private equity?*, in Harvard Business Review (edizione italiana), n. 3 marzo 2010.
- Sattin, F.L., *There is an Italian way to private equity*, in Lombard - The Italian magazine of International Finance, Vol. XXI, n.129 – dicembre 2007-gennaio 2008.
- Unione Europea, Banche Mercati e Imprese, *Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese*, 2006