

“Private equity” e “Venture capital” Considerazioni di attualità

Alfonso Ghini

Dottore Commercialista in Milano

E-mail: stughini@tin.it

Sommario - 1. Le definizioni ed i perimetri degli istituti – 2. Le origini e lo sviluppo – 3. L’attenzione rivolta alle imprese minori – 4. Gli interventi nello stadio iniziale dell’attività – 5. Le caratteristiche degli investimenti di “private equity” – 6. Le partecipazioni di maggioranza e quelle di minoranza – 7. Le operazioni comportanti investimenti “in bonis” – 8. Gli investimenti legati a situazioni patologiche

1 - Le definizioni ed i perimetri degli istituti

Le imprese che hanno necessità di mezzi finanziari, in aggiunta a quelli di cui dispongono, per lo svolgimento delle rispettive attività istituzionali, se non soddisfano le loro esigenze in un ambito ristretto di soggetti, si orientano verso il mercato dei capitali e, avvalendosi di operatori specializzati, fanno provvista di fondi con operazioni appropriate. Vi sono istituti finanziari apposti per alimentare, nel senso testè indicato, imprese che si affacciano sul mercato ed anche imprese già costituite, ma che, ugualmente, abbisognano di dotazioni finanziarie.

In tale ambito si collocano le operazioni di “*private equity*” e di “*venture capital*”.

Con l’espressione “*private equity*” si intende un’operazione di sostegno di imprese non finanziarie, consistente in un’attività di finanziamento combinata con un servizio, esattamente di ideazione, monitoraggio e gestione dell’operazione di finanziamento.

Con la parola “*private equity*” si individua, altresì un’organizzazione dedita alle attività predette, di finanziamento (da un lato), di servizio (dall’altro lato), convenientemente combinate.

Più estesamente si evidenzia che:

“Con l’espressione “*private equity*” si individua un’organizzazione preposta allo svolgimento di attività quali l’assunzione di partecipazioni al capitale di rischio delle imprese non finanziarie, l’organizzazione e il finanziamento di operazioni di leva finanziaria (Leverage By Out, LBO), per la parte attinente al capitale azionario, la consulenza in tema di assetti proprietari”.

“Il *private equity* può essere sia un intermediario finanziario di diritto italiano, sia un intermediario finanziario di diritto estero, sia una società non classificabile come intermediario finanziario e quindi non soggetta alla vigilanza della Banca d’Italia”.¹

Nell’accezione corrente negli Stati Uniti comprende *venture capital* e operazioni di *buy out*; nell’accezione europea, si riferisce a tutte le operazioni realizzate su fasi del ciclo della vita delle aziende, successive a quella iniziale, e si distingue quindi dal *venture capital*, che concerne il finanziamento dell’avvio dell’impresa.²

Si è testè menzionato il “*venture capital*”, che, come visto, è un tipo di finanziamento rivolto ad impresa di nuova costituzione. Presenta elevate prospettive di reddito, ma alti rischi, superiori a quelli, già alti, che si collegano alla sottoscrizione di capitale di rischio. E’ un intervento finanziario che avviene solo con sottoscrizione di azioni e per importi che consentano al *venture capitalist* un controllo diretto sulla conduzione dell’impresa.³

Con l’espressione “*venture capital*”, in ultima analisi, si intende un’attività composta di investimento e di finanziamento dell’impresa volta a sostenere la nascita e lo sviluppo di aziende indipendenti ad elevato potenziale di crescita. L’attività di finanziamento è svolta attraverso il conferimento di capitale di rischio e di strumenti c.d. “*quasi equity*” da parte del finanziatore.⁴

Si può affermare, con sicurezza, pertanto, che il “*venture capital*” è un particolare segmento del più ampio mercato del “*private equity*”, nell’ambito del quale si caratterizza essenzialmente per la natura di azienda finanziata, per le peculiarità dell’investimento e, in genere, per la pluralità di investitori partecipanti.

2 - Le origini e lo sviluppo

Le attività di “*private equity*”, in particolare quelle di “*venture capital*” sono sorte e si sono sviluppate negli USA a partire dagli anni Cinquanta dello scorso secolo, principalmente nell’area di Boston, finanziando gli *spin off* dei progetti di ricerca che erano condotti nei centri delle Università e dei Politecnici, principalmente per scopi militari. Essa si è completamente affermata con l’avvento dell’informatica e della telematica a partire dagli anni Ottanta, estendendosi geograficamente anche ad altri Stati dell’Unione (per esempio la California). Infine, a partire

¹ L’attività di *private equity* e di *venture capital*, *Management*, 8 – Impresa, banche e mercati finanziari – Università Bocconi Editore [171]

² In questo senso *L’Universale – Finanza* – Enciclopedia Garzanti [437]

³ “*L’Universale – Finanza*” – *op. cit.* [581]

⁴ Confr. “Bygrave e Timmons, U. ley; “Lerner J”.

dagli anni Novanta è entrata in una fase di maturità, facendo nascere una specializzazione degli operatori per tecnologia investita.

Si può asserire che imprese di nuova costituzione e appartenenza a settori a base tecnologica sono i caratteri che solitamente hanno le aziende finanziate e partecipate dai *venture capitalist* negli Stati Uniti.

La trasmissione dagli USA all’Europa è iniziata, significativamente, negli anni Settanta ed ha avuto nel Regno Unito il terreno più fertile di attecchimento e di più “fedele” applicazione del modello originale. In questo Paese i *venture capitalist* hanno principalmente concentrato la loro attività all’interno dei parchi scientifici (*science parks*), dove operano numerose aziende ad elevato potenziale di crescita, e in alcuni agglomerati urbani sedi di centri di ricerca (Londra e Glasgow tra i principali). La diffusione di *venture capital* nell’Europa continentale è stata più lenta, da una parte per la distanza culturale che c’è tra mondo scientifico e sistema finanziario e, dall’altra, per la scarsa focalizzazione dell’apparato produttivo verso i settori a base tecnologica, che caratterizza numerosi Paesi, tra cui l’Italia. In particolare, in Italia non vi è stata alcuna propagazione significativa degli operatori del *venture capital* classico e le poche operazioni condotte sono state spesso effettuate da investitori esteri di matrice anglosassone, inglesi e americani.⁵

I giornali, peraltro, danno non infrequentemente notizie dell’affermazione in Italia degli istituti qui considerati. Si distingue, per la segnalazione di iniziative – ed anche per le statistiche – “Il Sole 24 Ore”.

In Europa, in genere, i termini hanno un significato più ampio: si contemplano sia una generica attività di finanziamento alle nuove imprese, indipendentemente dall’appartenenza ad uno specifico settore produttivo, sia quelle più generali del capitale per lo sviluppo e delle operazioni di acquisizione attraverso la leva finanziaria.

In Europa, il “*venture capital*” (che appartiene, come visto, al “*private equity*”) viene ad affiancare un concetto di “*venture capital*” commerciale; ha le caratteristiche sopra evidenziate e, inoltre, è contratto distinto dal fatto che esso consiste in un’attività dalla natura più industriale che finanziaria.

In questa sede, però, si tende a privilegiare l’attività di *venture capital* “puro”, coerente con il modello statunitense. Infatti, il modello “puro” presenta le maggiori specificità e differenze rispetto a quanto descritto nell’ambito dell’attività di *private equity*; al contrario, l’attività di *venture capital* “commerciale” secondo l’accezione europea è pienamente assimilabile, sia nei

⁵ Da *Management*, 8 – *Imprese ecc.*, op. cit. [201]

suoi profili tecnici sia negli elementi economico-finanziari per gli investitori, a quella del capitale per lo sviluppo.

3 - L'attenzione rivolta alle imprese minori

Discorrere di *private equity* significa occuparsi di piccole e medie imprese, per giunta di carattere familiare (in Italia, d'altro canto, il carattere familiare è largamente in essere, questo anche in imprese di maggiori dimensioni).

I $\frac{3}{4}$ degli interventi di *private equity*, infatti, vengono effettuati in aziende di medie/piccole dimensioni (con meno di 200 dipendenti, con struttura proprietaria quasi sempre di carattere familiare (AIFI “Jear book 2003”).

L'attività (che è in crescita nel nostro Paese) avente per oggetto l'effettuazione di investimenti nel capitale di rischio (con i caratteri già visti) deve essere intesa come: “l'apporto di capitale, da parte di operatori economici specializzati, in aziende non quotate, con l'obiettivo prevalente di realizzare un guadagno a seguito dello smobilizzo della partecipazione acquisita entro un arco di tempo medio lungo”. Con il termine *venture capital* ci si riferisce invece agli investimenti effettuati in società di piccole o piccolissime dimensioni normalmente ad elevato contenuto innovativo e tecnologico.⁶

“L'attività di *private equity* non è condizionata né dalle dimensioni delle società nelle quali detti investimenti vengono effettuati, né dalla specializzazione settoriale delle stesse, né dall'ammontare della partecipazione acquisita nelle medesime (che spesso può essere anche di maggioranza), né, infine, dalle modalità tecniche ed operative attraverso le quali ciascun intervento viene effettuato”.⁷

4 - Gli interventi nello stadio iniziale dell'attività

Con l'espressione *early stage financing* si intendono tutti gli interventi effettuati allo stadio iniziale di un'attività imprenditoriale. Questa categoria è a sua volta composta dalle tre tipologie di investimento di seguito analizzate.⁸

⁶ Per alcune definizioni si vedano: AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, Guerini e Associati, Milano, EVCA, *Yearbook*; EVCA, *Priorities for Private Equity*, Zaventem.

⁷ In tal senso Baseggio L. (a cura di), *Finanza d'impresa al bivio*, Franco Angeli [102]

⁸ Le definizioni sono riprese da Baseggio L. (a cura di), *Finanza d'impresa al bivio*, op. cit. [103-104]

Sperimentazione (seed Financing): si interviene nella fase di sperimentazione quando la validità tecnica ed economica del prodotto o del servizio è ancora tutta da dimostrare. Questi interventi vengono effettuati quasi esclusivamente sulla base di considerazioni ed analisi di tipo tecnico specifico, volte ad identificare le caratteristiche potenziali di un prodotto ancora da sviluppare o, quanto meno, da industrializzare al fine di valutarne la potenzialità in termini economici. Spesso non esiste neanche un *business plan* adeguatamente strutturato. E' chiaro quindi che questi investimenti vengono effettuati nella maggior parte dei casi da operatori altamente specializzati nei vari settori tecnologici; si pensi ad esempio alle biotecnologie od all'informatica. Le competenze sono quindi prevalentemente di natura tecnica e scientifica.

Partecipazione all'avvio di attività (Start-up Financing): in questo stadio si finanzia l'avvio dell'attività produttiva, ma non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto. Le problematiche sono essenzialmente di natura tecnica specifica e le caratteristiche degli operatori non si differenziano sostanzialmente da quelle del caso precedente anche se, in questo caso, il prodotto è già stato verificato, seppure a livello di prototipi, e spesso sono state completate le fasi relative alla sua ingegnerizzazione e brevettazione. La validità del prodotto in termini commerciali, comunque, rimane ancora tutta da valutare.

Partecipazione alla prima fase di sviluppo (First Stage Financing): l'avvio delle attività produttive, in questo caso, è già completato ma deve essere ancora valutata appieno la validità commerciale del prodotto-servizio; ai fini statistici, gli interventi di questo genere vengono spesso fatti confluire nella categoria start-up. A differenza dei casi precedenti, nel *first stage financing* vengono meno le problematiche conseguenti alle fasi di ideazione, progettazione, sperimentazione ed avvio della fase produttiva.

Questo consente in alcuni casi, di rendere possibili interventi anche da parte di operatori di profilo più “generalista” o con minore grado di conoscenza tecnica specifica. Rimangono comunque investimenti ad altissimo rischio e di difficile valutazione da parte di chi non ha una precedente esperienza settoriale.

E' noto che la struttura industriale italiana è caratterizzata da una elevatissima presenza delle imprese di piccola e media dimensione, spesso sbilanciata in settori a domanda mondiale complessivamente più lenta ed a più forte elasticità di prezzo.

Le prospettive relative a questo tipo di settori, dove l'attività delle imprese italiane di medie dimensioni produttrici di beni di consumo ha in passato prodotto ottimi risultati, sono purtroppo non favorevoli in quanto caratterizzate da una bassa potenzialità di sviluppo atteso e da una notevole esposizione alle minacce provenienti dai concorrenti stranieri industrialmente in fase di crescita (basti pensare ai mercati asiatici emergenti).

Il carente posizionamento dell'Italia nei settori a più avanzato livello tecnologico dipende anche da una cronica carenza organizzativa e distributiva, da una bassa propensione a ricerca e sviluppo e dal perdurare di livello insufficiente per quanto riguarda l'assistenza e il servizio al cliente: ciò pone la nostra attività estera in posizione marginale e spesso scarsamente competitiva.

Il processo di internazionalizzazione, inoltre, se può essere stimolante e denso di opportunità per alcuni, rappresenta di fatto una considerevole minaccia per quelle aziende che non sono in grado di soddisfare i requisiti dimensionali, strategici, tecnici, commerciali ed operativi richiesti dal nuovo scenario competitivo.

5 - Le caratteristiche degli investimenti di “private equity”

Secondo l'EVCA (*European Venture Capital Association*), gli investimenti di *private equity* sono generalmente caratterizzati dai seguenti aspetti:

- condivisione da parte dell'investitore istituzionale del rischio imprenditoriale;
- orizzonte di investimento medio/lungo (tra i tre e i sette anni);
- coinvolgimento attivo nella gestione e nello sviluppo della società partecipata;
- estrema attenzione posta alle caratteristiche strategiche ed industriali della società partecipata (potenzialità di sviluppo del business, attrattività del mercato, struttura organizzativa, management) più che a quelle di tipo esclusivamente finanziario;
- obiettivo finale dell'investitore è principalmente la realizzazione di un guadagno in conto capitale da effettuarsi preferibilmente attraverso la quotazione della società ad un mercato regolamentato od attraverso la vendita ad altri investitori.

6 - Le partecipazioni di maggioranza e quelle di minoranza

Diversa, anche notevolmente, è la situazione quando si passa da partecipazione di maggioranza a partecipazione di minoranza. Infatti:

- Nella partecipazione di maggioranza l'investitore è interessato a conseguire il controllo dell'azienda al fine di disporre di tutte le leve necessarie per influenzarne la gestione e lo sviluppo, fatti salvi gli eventuali accordi sottoscritti all'interno dei patti parasociali; per operare in questo segmento sono necessarie competenze industriali e tecnologiche marcate poiché l'investitore diventa proprietario dell'azienda ed è, di conseguenza, chiamato a gestirla o direttamente oppure, più frequentemente, attraverso la nomina di un management di fiducia, con le caratteristiche dell'attività institoria.

- In questo segmento del mercato, sono attivi numerosi fondi chiusi di diritto estero che possono essere sia portatori di propri progetti industriali, sia partner finanziari di team manageriali e imprenditoriali che vogliono sviluppare una propria business idea.⁹
- Nelle partecipazioni di minoranza l’investitore entra nel capitale dell’impresa seguendo una logica finanziaria di ritorno economico sull’investimento (misurato attraverso l’IRR – *Internal Rate of Return*); egli valuta il progetto imprenditoriale del soggetto gestore, che ha e vuole mantenere il controllo dei diritti proprietari dell’azienda, e non è assolutamente interessato ad entrare direttamente nella sua conduzione; in questo ambito rientrano gli interventi volti a sostenere finanziariamente i progetti di sviluppo delle imprese, soprattutto a proprietà familiare.¹⁰
- Alle partecipazioni di minoranza appartengono altre operazioni di natura finanziaria volte, almeno nelle intenzioni degli intermediari finanziari, a condurre l’impresa verso forma di finanza diretta (per esempio, quotazione nel mercato azionario).¹¹
- E’ da tenere presente, però, che dietro la parola “partecipazione” si nasconde una pluralità di operazioni, e quindi di tipologie di partecipazioni, che hanno tra di loro caratteristiche anche profondamente diverse.

Si suole compiere, al riguardo, una distinzione fra:

- gli investimenti cosiddetti “in bonis”;
- gli investimenti a seguito di situazioni patologiche d’impresa.

7 - Le operazioni comportanti investimenti “in bonis”

Secondo l’Università Bocconi gli investimenti “in bonis” si presentano nelle seguenti specializzazioni:

- *Venture capital* (investimenti in nuove aziende tecnologiche);

⁹ Rientrano in questa casistica:

(I caso) Permira e Associati nei settori della logistica e dei prodotti da bar e quelli del Texas Pacific Fund (TPF) nel settore motociclistico (Ducati);

(II caso) Permira & Associati nel settore della caratteristica da diporto.

¹⁰ A titolo di esempio si segnalano gli oltre 140 investimenti sostenuti in circa quindici anni di attività da parte di Sofipa (oggi MCC Sofipa SGR).

Le notizie predette sono tratte da *Management*, 8, *op. cit.* [689]

¹¹ E’ significativa l’esperienza dalla divisione Banca d’affari della Banca Commerciale Italiana durante la seconda metà degli anni Novanta di assunzione di partecipazioni in medie imprese volta all’uscita attraverso il collocamento dei titoli sul mercato nell’arco temporale di due-tre anni (stessa fonte).

- *Spinn off* di grandi imprese in nuovi settori;
- Capitale per lo sviluppo di PMI;
- Mercato della riallocazione proprietaria (FBO, MBO/MBI);
- *Bridge finance* (di supporto alla quotazione).

Se si pensa a specializzazioni rivolte esclusivamente a piccole/medie imprese, su cui si è insistito citando alcune fonti, ci si deve ricredere. Si è in presenza di istituti che, attraverso modelli “specializzati”, si prestano per operazioni rivolte ad imprese di maggiori dimensioni.

Si vedano le seguenti classi di operazioni:

1. Investimenti in *spinn off* di grandi imprese in nuovi settori. Seguendo la regola del *down sizing* molte grandi imprese avviano attività in nuovi settori attraverso la costituzione di aziende ad hoc e coinvolgono investitori istituzionali in qualità di partner finanziari dell’operazione.¹²

In questa ipotesi l’esperienza e la qualifica dell’impresa “madre” garantiscono sulla sostenibilità tecnologica e sulle prospettive di mercato della *venture*: di conseguenza, questa categoria di investimenti rappresenta uno spazio di intervento soprattutto per le banche commerciali sia per gli elevati capitali solitamente richiesti, sia per le sinergie che ne derivano nell’attività commerciale e di finanziamento con capitale di debito (per esempio, linee finanziarie a breve, finanza autoliquidante, ecc.).¹³

2. Investimenti in medie imprese con progetti di crescita per vie sia interne sia esterne. Questo segmento, che corrisponde al capitale per lo sviluppo classico, prevede un intervento finanziario sotto forma di capitale paziente, ossia di capitale che può essere posto in aspettativa di remunerazione per tutta la durata della strategia di sviluppo; è l’ambito tipico di operatività dei veicoli fondi chiusi specializzati in operazioni di minoranza, che mirano a guadagnare attraverso l’incremento in conto capitale del valore di carico della partecipazione derivato dalla realizzazione della strategia in tempi compatibili con la loro durata. Comunque, può essere di interesse anche per le aziende bancarie attraverso investimenti sia diretti, anche partecipando un intermediario specializzato (per esempio, un fondo chiuso), sia indiretti, segnalando l’operazione a intermediari specializzati (gli stessi fondi chiusi) e guadagnano su una *fee ad hoc*.¹⁴

Siamo nel vero affermando che, tuttavia, sono da collocare fra gli investimenti “in bonis”:

¹² Un esempio di questa tipologia di operazioni è rappresentato dalla costituzione di Omnitel da parte di Olivetti per entrare nel settore della telefonia mobile.

¹³ Tratto, come gli altri esempi, da *Management*, 8, *op. cit.* [173]

¹⁴ Stessa fonte, [173]

Gli investimenti in giovani imprese ad elevato potenziale di sviluppo (elevato rischio associato alla necessità di disporre di profonda competenza):

Gli investimenti nel mercato della ricollocazione proprietaria mediante operazioni “*private*”.¹⁵

8 - Gli investimenti legati a situazioni patologiche

Questi interventi sono presenti presso le banche, portate a partecipare al capitale di imprese clienti che attraversano periodi difficili specialmente per le avverse condizioni di mercato.

Elemento basilare di questa forma di partecipazioni è la riscontrata capacità dell’impresa partecipata di ristabilire una sana gestione operativa attraverso il recupero della propria posizione competitiva sul mercato.

¹⁵ Con il termine “*private*” si indica il mercato delle imprese vendute a investitori professionali attraverso trattativa privata, destrutturata oppure organizzata sotto forma di processo d’asta, in contrapposizione con il termine *public*, che invece indica la vendita di azioni sul mercato dei capitali attraverso offerta pubblica e successiva negoziazione in borsa (stessa fonte).