



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

**IL PRIVATE EQUITY NELLA PROSPETTIVA
DI UNA SGR: IL CASO AZIMUT**

**PRIVATE EQUITY FOR AN INVESTMENT
FIRM: THE AZIMUT CASE**

Relatrice: Chiar.ma
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Salvatore Buonomo

Anno Accademico 2023 – 2024

INDICE

Pag.

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1: LE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO E IL PRIVATE EQUITY	9
1.1) Le Società di Gestione del Risparmio (SGR): caratteristiche e attività svolte	9
<i>1.1.1) Definizione e attività svolte.....</i>	<i>9</i>
<i>1.1.2) Gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR).....</i>	<i>10</i>
<i>1.1.3) Istituzione e gestione dei fondi pensione</i>	<i>14</i>
<i>1.1.4) La gestione patrimoniale individuale</i>	<i>16</i>
1.2) Definizione, storia e nuove sfide del Private Equity	18
<i>1.2.1) Il private equity: definizione e caratteristiche generali</i>	<i>18</i>
<i>1.2.2) Cenni storici e nuove sfide del private equity in Italia e nel resto del mondo</i>	<i>21</i>
1.3) La disciplina normativa italiana e comunitaria del Private Equity.....	26
<i>1.3.1) La direttiva AIFM e I fondi comuni di investimento alternativo</i>	<i>26</i>
<i>1.3.2) I fondi EuVECA ed ELTIF i Piani Individuali di risparmio Alternativi (PIR)</i>	<i>28</i>

1.4) La scelta dei modelli istituzionali e i rapporti tra il gestore e gli investitori.....	30
1.4.1) <i>I modelli istituzionali del fondo: forma contrattuale e forma Statuaria.....</i>	30
1.4.2) <i>La corporate governance del fondo.....</i>	32
1.5) Le principali tipologie di operazioni di private equity:	
caratteristiche e differenze.....	35
1.5.1) <i>Le operazioni di Buy Out</i>	35
1.5.2) <i>Le operazioni Growth Capital</i>	38
1.5.3) <i>Le operazioni di Venture Capital</i>	41
1.5.4) <i>Le operazioni di Turnaround</i>	44
CAPITOLO 2: LE FASI DI UN OPERAZIONE DI PRIVATE EQUITY.....	46
2.1) L'attività di raccolta: il fundraising.....	46
2.1.1) <i>Le caratteristiche dell'attività di raccolta.....</i>	46
2.1.2) <i>La documentazione del fundraising.....</i>	50
2.2) La fase di selezione e investimento nella società target.....	51
2.2.1) <i>Individuazione della società target</i>	51
2.2.2) <i>La redazione e la valutazione del business plan.....</i>	54
2.2.3) <i>I metodi per la definizione del prezzo della società.....</i>	55
2.2.4) <i>Le trattative fra le due parti: le clausole di Earn Out e il Vendor Loan</i>	58

2.3) I rapporti tra gestore e società e il processo di creazione di valore.....	61
2.3.1) <i>La corporate governance aziendale</i>	61
2.3.2) <i>Il ruolo dei gestori come “active owners”: le strategie adottate per la creazione del valore</i>	63
2.4) La valutazione dell’investimento.....	66
2.4.1) <i>Il calcolo del Net Asset Value e la J-Curve.....</i>	67
2.4.2) <i>Gli indicatori di performance dell’investimento e di settore.....</i>	69
2.5) Il processo di disinvestimento.....	71
2.5.1) <i>Il timing dell’operazione.....</i>	71
2.5.2) <i>L’identificazione dei potenziali acquirenti e le modalità di disinvestimento.....</i>	74
2.5.3) <i>Le strategie di vendita.....</i>	77
 CAPITOLO 3: LO SVILUPPO DI NUOVE E VECCHIE FORME DI PRIVATE EQUITY DA PARTE DI UN GESTORE E LA LORO REMUNERAZIONE: IL CASO AZIMUT	 80
3.1) La gestione del Private Equity per Azimut.....	80
3.1.1) <i>L’offerta di Private Market gestita da Azimut: situazione presente e obiettivi futuri della società.....</i>	80
3.1.2) <i>Le motivazioni e le modalità di intervento nel Private Equity.....</i>	84
3.1.3) <i>Una nuova frontiera del mercato privato: il GP-Staking</i>	89
3.1.4) <i>Come sfruttare i Piani di Risparmio Individuali: l’introduzione dei PIR-Box</i>	92

3.2) Lo sviluppo di nuove forme di private capital: i Club Deal e	
un esempio di operazione gestita da Azimut.....	94
3.2.1) <i>Club Deal: caratteristiche e vantaggi</i>	<i>94</i>
3.2.2) <i>Un esempio di un'operazione di Club Deal gestita da Azimut: Il</i>	
<i>caso INWIT S.p.A.</i>	<i>97</i>
3.3) Il rapporto fra Azimut e le imprese del territorio marchigiano: 1°	
Edizione Premio Finanza e Territorio Marche	101
3.3.1) <i>Una sintesi dell'evento</i>	<i>101</i>
3.3.2) <i>L'importanza di queste iniziative per Azimut</i>	<i>103</i>
3.4) La remunerazione delle società di gestione nelle	
attività di Private Equity	105
3.4.1) <i>Commissioni di gestione e di performance</i>	<i>105</i>
3.4.2) <i>Un esempio sulle remunerazioni dei diversi fondi gestiti</i>	
<i>da Azimut</i>	<i>109</i>
CONCLUSIONI	112
BIBLIOGRAFIA	115
SITOGRAFIA	119

INTRODUZIONE

Il Private Equity è un'operazione di carattere finanziario che consiste nell'acquisizione di partecipazioni in imprese, solitamente non quotate in borsa, da parte di operatori autorizzati al fine di fornire capitali e competenze necessarie alla crescita dell'impresa. Questa pratica finanziaria sta diventando sempre più rilevante nell'ambito dell'economia globale, con un impatto significativo su imprese di diverse dimensioni e dei più disparati settori. Soprattutto nel contesto imprenditoriale italiano, formato maggiormente da piccole e medie imprese, particolarmente adatte a questo tipo di operazioni, il Private Equity è una grande occasione per la crescita e il sostentamento dell'economia reale.

Nell'enunciare vantaggi e rischi di queste operazioni solitamente si pone l'accento sull'impatto che queste hanno nei confronti di investitori e società finanziate. L'obiettivo della seguente tesi è invece quello di approfondire il tema del Private Equity, ma di farlo da una prospettiva insolita: quella del gestore. Nel territorio italiano questo ruolo viene svolto dalle Società di Gestione del Risparmio ovvero società di investimento autorizzate a gestire e ad istituire fondi finalizzati alle attività di Private Equity.

La seguente tesi verrà suddivisa in tre capitoli.

Il primo capitolo sarà destinato ad una introduzione sulle Società di Gestione del Risparmio e sulle loro attività svolte. Successivamente sarà approfondito il tema del Private Equity, i soggetti coinvolti nelle operazioni e le differenti tipologie di intervento. Un ruolo di rilievo sarà dato ad un inquadramento delle norme italiane e comunitarie che regolano le suddette operazioni.

Il secondo capitolo si pone l'obiettivo di affrontare in maniera rigorosa le differenti fasi che compongono un'operazione di Private Equity, e dal ruolo che il gestore occupa in ognuna di queste.

L'ultimo e terzo capitolo riguarderà un case study finalizzato all'osservazione dell'impatto che il Private Equity e più in generale i Private Markets hanno per una Società di Gestione del Risparmio come Azimut. L'obiettivo sarà quello di capire le motivazioni che spingono i gestori ad operare in questi ambiti, i vantaggi e gli eventuali rischi di queste operazioni. L'analisi si rivolgerà sia alle forme più tradizionali di investimento, sia a nuove forme come i Club Deal o il GP-Stakes. Inoltre, si cercherà di sottolineare l'importanza del rapporto fra il gestore e le imprese, soprattutto nel territorio marchigiano. Infine, verrà affrontato il tema della remunerazione di tali operazioni cercando di confrontare e sottolineare le eventuali differenze fra le forme utilizzate.

CAPITOLO 1: LE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO E IL PRIVATE EQUITY

1.1) Le Società di Gestione del Risparmio (SGR): caratteristiche e attività svolte

1.1.1) Definizione e attività svolte

Le Società di Gestione del Risparmio, introdotte dal decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998¹, sono società per azioni di diritto italiano alle quali è riservata l'attività di gestione collettiva del risparmio.

L'articolo 33 del TUF definisce una serie di attività accessorie che la SGR può esercitare oltre alla gestione patrimoniale e dei rischi degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR):

- a. prestare il servizio di gestione di portafogli;
- b. istituire e gestire fondi pensione;
- c. svolgere le attività connesse o strumentali;
- d. prestare i servizi accessori limitatamente alle quote di OICR gestiti;
- e. prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti;
- f. commercializzare quote o azioni di Oicr gestiti da terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia;
- g. prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di FIA.

In sintesi, è possibile suddividere l'attività delle SGR in tre macro-gruppi: la gestione del risparmio che ne rappresenta l'attività primaria e lo scopo per le quali le SGR sono state costituite; l'istituzione e la gestione dei fondi pensione;

¹ Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)

e una gestione del risparmio individuale con una maggiore cura della soggettività dell'investitore.

La vigilanza su queste società spetta in maniera condivisa alla Banca d'Italia e alla Consob. I profili di contenimento del rischio, stabilità e prudente gestione sono di competenza della Banca d'Italia mentre i profili di trasparenza e di correttezza dei comportamenti sono di competenza della Consob.²

In Italia, secondo i dati Consob, alla fine del 2022 operavano 174 società di gestione del risparmio.

1.1.2) Gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR)

Il Testo Unico della Finanza definisce l'OICR come: *" l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata."*³

In primis è possibile suddividere gli Organismi Collettivi del Risparmio in due forme distinte: i fondi comuni di investimento aventi forma contrattuale e le SICAV (o SICAF) aventi forma societaria.

Il fondo comune di investimento è un veicolo d'investimento istituito e gestito da una SGR: ha il compito di raccogliere il capitale tra i risparmiatori e di gestirlo

² <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accesso-mercato/operatori-risparmiogestito/faq-operatori-risparmio-gestito/index.html>

³ Articolo 1, lettera j, Testo Unico della Finanza

ed investirlo in strumenti finanziari con l'obiettivo di generare un profitto, sia per gli investitori sia per il gestore stesso.

Il patrimonio del fondo è suddiviso in quote di partecipazione ed è autonomo da quello della società di gestione. Come ulteriore tutela nei confronti degli investitori, viene custodito presso una banca depositaria che svolge anche il compito di controllo sulle operazioni effettuate dalla SGR e che ha il dovere di riferire alla Consob e alla Banca d'Italia eventuali irregolarità.

Il rapporto fra il gestore del fondo e i soggetti sottoscrittori è disciplinato dal regolamento del fondo che definisce i diritti e i doveri di entrambe le parti ed ulteriori informazioni, fra cui: la denominazione e la durata del fondo; le modalità di partecipazione; i termini e le modalità dell'emissione, della sottoscrizione e del rimborso delle quote; il tipo di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; i criteri relativi alle modalità di ripartizione e distribuzione degli eventuali proventi risultanti dalla gestione; gli oneri a carico dei partecipanti del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio.⁴

Gli investitori non hanno alcun potere decisionale in merito all'attività di gestione del fondo e la demandano alla SGR. Nel regolamento del fondo sono comunque definiti dei limiti riguardanti la gestione che rispecchino il profilo di rischio degli investitori.

L'obiettivo del fondo è quello di creare valore tramite l'investimento delle risorse raccolte, dando la possibilità agli investitori di usufruire di una diversificazione del rischio che con l'utilizzo limitato del loro patrimonio personale non riuscirebbero ad esercitare.

I fondi comuni possono essere suddivisi a seconda di alcune caratteristiche che li contraddistinguono, ad esempio: in base alla tipologia di asset sul quale si

⁴ Cfr. Articolo 37, Testo Unico della Finanza

investe; se sono riservati ad investitori istituzionali o aperti a tutti gli investitori; se la loro gestione è attiva o passiva.

La suddivisione più rilevante risulta però essere fra fondo aperto o fondo chiuso. Un fondo di investimento è definito aperto quando è possibile sottoscrivere e richiedere il rimborso delle quote precedentemente sottoscritte in qualsiasi momento della vita del fondo; mentre è definito chiuso, se il diritto di rimborso è permesso solo alla scadenza dello stesso o a delle scadenze predefinite, inizialmente pattuite.

Secondo Assogestioni in Italia a gennaio 2024, considerando l'intero patrimonio investito nel risparmio collettivo, quello gestito dai fondi aperti risulta essere il 92,46% mentre quello dei fondi chiusi il 7,5%, osservando un notevole squilibrio fra le due tipologie di fondi.⁵

Gli OICR aventi forma societaria sono rappresentati dalle Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) o dalle Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF).

Queste forme societarie si differenziano dai fondi comuni di investimento per una serie di ragioni. Nelle SICAV l'investitore non sottoscrive delle quote ma diventa azionista della società, per cui possiede dei diritti non solo patrimoniali ma anche amministrativi; questo consente agli azionisti di decidere se gestire autonomamente la società (SICAV autogestita) o delegare la gestione ad una SGR (SICAV eterogestita).

Un'ulteriore differenza fra SICAV e SGR risiede nei limiti di gestione; infatti, la SICAV può svolgere solo l'attività di gestione collettiva del risparmio. *“Tale ragione va ricercata nella circostanza che da un punto di vista formale nelle SICAV non è possibile distinguere il socio imprenditore dal socio cliente, e pertanto ove la SICAV svolgesse anche servizi per conto terzi diversi dai soci,*

⁵ Cfr. Mappa del risparmio gestito gennaio 2024, Assogestioni (2024)

considerati globalmente, ne conseguirebbe che i sottoscrittori necessariamente parteciperebbero anche al rischio di impresa”⁶.

Le SICAV e le SICAF si differenziano fra loro, così come i fondi aperti e chiusi, per la maniera in cui è possibile acquisire e vendere azioni.

“Le SICAV, così come i fondi di investimento aperti, permettono ai partecipanti di sottoscrivere le proprie quote o di sottrarsi al fondo in qualsiasi momento; pertanto, le differenze con i fondi contrattuali sono più che altro riconducibili al modello organizzativo utilizzato.”⁷

Relativamente alle SICAF, non esistono particolari distinzioni con le SICAV e la loro disciplina, se non che le prime devono inevitabilmente essere fondi chiusi e che, quindi, non ammettono una piena libertà di entrata e/o di uscita dal fondo.

Un ulteriore classificazione è quella sottolineata nel TUF e nel Regolamento della Gestione Collettiva del Risparmio della Banca d’Italia per cui è possibile suddividere gli OICR in: OICVM (Organismi di Investimento Collettivo di Valori Mobiliari) e in FIA (Fondi di Investimento Alternativo).

I primi sono regolati dalla Direttiva Europea UCITS 2009/65 e comprendono i fondi comuni di investimento, le SICAV e le SICAF che la rispettano.

Gli OICVM possono investire prevalentemente in valori mobiliari, quote di OICVM e OICR (non oltre il 10% del patrimonio), in depositi presso banche, in strumenti del mercato monetario garantito da uno stato sovrano, derivati e OTC con diverse limitazioni. Inoltre, possono investire in altri strumenti diversi da quelli sopra indicati, ma solo entro la soglia del 10% del patrimonio, nascendo come veicoli di investimento in attività liquide. ⁸

⁶ Sanguinetti A, Forte M., Le società di gestione del risparmio, Giuffrè Editore (2000), pag. 2-3

⁷ Di Stasio G., La gestione collettiva del risparmio: orientamenti tra regolamentazione vecchia e nuova, Rivista Banche e Banchieri, Editrice Minerva Bancaria (2017)

⁸ Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/oicvm-organismo-di-investimento-collettivo-in-valori-mobiliari.html>

Nel 2011 la Direttiva Europea AIFMD/2011/61 ha disciplinato tutti quei OICR residuali che non rientravano come caratteristiche in quelli definiti dalla Direttiva UCITS. Dunque, ha definito la presenza dei FIA (Fondi Investimento Alternativo) ovvero strumenti che rispetto agli OICVM hanno minori limitazioni sulla gestione e soprattutto presentano dei livelli di rendimento e rischio più elevati essendo degli strumenti particolarmente illiquidi. Fra questi troviamo i fondi di Private Equity.

Il tema dei FIA e dei gestori di quest'ultimi, detti GEFIA, sarà approfondito nei prossimi paragrafi.

1.1.3) Istituzione e gestione dei fondi pensione

Negli ultimi anni il sistema pensionistico pubblico italiano è diventato in molti casi inadeguato a garantire un livello di contribuzione pensionistica tale da poter mantenere lo stesso stile di vita che si deteneva durante la vita lavorativa. Fra l'altro si stima che questa situazione tenderà a peggiorare in futuro, considerando un allungamento della vita media della popolazione e una contemporanea diminuzione del tasso di fertilità.

Per questo motivo si sono sviluppate sempre di più forme di previdenza complementare che nascono con lo scopo di compensare la riduzione del livello di copertura previdenziale pubblica.

Il funzionamento dei fondi pensione, che assomiglia ad un qualsiasi tipo di fondo comune di investimento, si articola in tre fasi: una fase di raccolta del capitale e delle adesioni alla partecipazione del fondo, in cui i soggetti versano una contribuzione fissa o pari ad una percentuale dello stipendio percepito; la fase di gestione, in cui il gestore investe le risorse raccolte con l'obiettivo di accrescere

il valore del fondo; la fase di erogazione che a seconda delle scelte del soggetto investitore può avvenire o tramite rendita o sotto forma di capitale.

I fondi pensione in Italia sono stati per la prima volta disciplinati dal decreto legislativo n. 124 del 28 aprile 1993 e successivamente dal vigente decreto legislativo n. 252 del 2005.

I fondi pensione di nuova istituzione si articolano in tre tipologie: i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti e i PIP, piani individuali pensionistici (istituiti e gestiti unicamente dalle imprese assicurative). A tali fondi si aggiungono i cosiddetti “fondi preesistenti” ovvero quelli istituiti prima del decreto del 1993 e che sono tenuti ad uniformarsi alle nuove norme.

Concentrandosi sui primi due, i fondi negoziali sono dei fondi chiusi rivolti a specifiche categorie di lavoratori aventi delle medesime caratteristiche ossia lavoratori della stessa azienda o dello stesso settore. Sono istituiti spesso da accordi sindacali e contratti e accordi collettivi nazionali, e sono a tutti gli effetti un soggetto dotato di una personalità giuridica.⁹

L’adesione a tali fondi è volontaria e limitata alle categorie di soggetti per i quali il fondo è destinato.

Senza soffermarsi sulla complessa governance di tali fondi, quello che ha rilievo sottolineare è che le SGR non possono istituire questi fondi, ma a quest’ultime può essere solo demandata la gestione da parte del Consiglio di amministrazione del fondo. I gestori operano sulla base delle politiche di investimento definite dal CdA e presenti all’interno del Regolamento del fondo, nel rispetto dei criteri e dei limiti di investimento.¹⁰

⁹ Si rimanda alla fonte consultata: Bellieri dei Belliera A., Buonanno S., Serluca C., I Fondi pensione: aspetti organizzativi, finanziari ed attuariali, Edizioni Scientifiche Italiane (2017), pag. 47

¹⁰ Cfr. I fondi pensione negoziali, COVIP

I fondi pensione aperti invece presentano due grandi differenze rispetto ai fondi pensione negoziali: la modalità di adesione al fondo e l'istituzione dello stesso. In primis non prevedono alcun limite di partecipazione, sono aperti a tutte le categorie di soggetti lavoratori e non.

L'adesione può avvenire in forma autonoma o in forma collettiva; in quest'ultimo caso, per esempio, una serie di lavoratori di un'azienda può decidere di aderire insieme allo stesso fondo pensione aperto.

Questa tipologia di fondo può essere istituita direttamente da SGR, Banche, Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) e Imprese di Assicurazione, che costituiscono un patrimonio del fondo autonomo e distaccato da quello delle società istitutrici, e dunque, in questo caso, il fondo non ha una sua soggettività giuridica.¹¹

La gestione degli investimenti può essere svolta dalla società istituttrice o può essere a sua volta delegata ad un'altra società abilitata.

1.1.4) La gestione patrimoniale individuale

L'ultima macrocategoria di attività svolta dalle SGR è rappresentata dalla gestione individuale del patrimonio dell'investitore. Quest'ultimo, dietro il pagamento di una serie di commissioni, stipula un contratto con un intermediario abilitato, fra cui le SGR, che nella gestione del patrimonio opererà per nome e conto del cliente.

Fra la gestione individuale e collettiva del risparmio è possibile notare alcune differenze, *“con il servizio di gestione individuale le SGR prestano un servizio personalizzato e gestiscono separatamente, anche su base standardizzata, il*

¹¹ Bellieri dei Belliera A., Buonanno S., Serluca C., I fondi pensione: aspetti organizzativi, finanziari ed attuariali, Edizioni Scientifiche Italiane (2017), pag. 67

patrimonio dei clienti, mentre con il servizio di gestione collettiva gli apporti dei singoli clienti confluiscono in un patrimonio gestito in monte, nell'interesse dell'insieme dei partecipanti"¹².

La differenza principale risiede nella posizione dell'investitore nei confronti del soggetto gestore: nella gestione collettiva si trova in una posizione passiva, e come visto nelle pagine precedenti, non ha potere sulla gestione delle risorse. Nella gestione individuale invece, l'investitore può impartire alla SGR istruzioni per la gestione e indicare le caratteristiche di gestione all'intermediario. In questo caso la conoscenza del cliente da parte dell'intermediario, in termini di obiettivi di investimento e di propensione al rischio, è di vitale importanza.

In realtà, la "vera" gestione individuale è possibile osservarla per quella fascia di clienti che affidano alle SGR un patrimonio molto cospicuo offrendo al cliente un servizio di *private banking*. In questo caso la conoscenza del cliente da parte del gestore dovrà essere molto più approfondita attraverso un'analisi dei bisogni ma anche attraverso scelte concordate con il cliente.

Qualora la gestione riguardi un patrimonio esiguo, si parla di gestione standardizzata che, pur rispettando le caratteristiche del singolo cliente, va ad adottare una strategia di gestione uguale per tutti i soggetti con le medesime caratteristiche.

In Italia, secondo i dati Assogestioni del gennaio 2024, la gestione patrimoniale individuale rappresenta il 46,9% del totale della gestione del risparmio.¹³

¹² Sanguinetti A, Forte M., *Le società di gestione del risparmio*, Giuffrè Editore (2000), pag. 17

¹³ Si veda diffusamente: *Mappa del risparmio gestito gennaio 2024*, Assogestioni

Figura 1.1 Mappa Risparmio Gestito gennaio 2024

	Raccolta netta	Patrimonio gestito		fondi di gruppo e effetto omissioni	Patrimonio gestito netto fondi gruppo	
	Min. euro	Min. euro	%	Min. euro	Min. euro	%
TOTALE	-2.591	2.341.720	100,0%	-228.070	2.113.650	100,0%
GESTIONI COLLETTIVE	-2.161	1.244.315	53,1%	-65.200	1.179.115	55,8%
Fondi aperti	-2.327	1.150.581	49,1%	-59.030	1.091.551	51,6%
Fondi chiusi	166	93.734	4,0%	-6.170	87.564	4,1%
GESTIONI DI PORTAFOGLIO	-429	1.097.405	46,9%	-162.869	934.536	44,2%
retail	257	157.258	6,7%	-34.386	122.872	5,8%
istituzionali	-687	940.147	40,1%	-128.483	811.664	38,4%

Fonte: Assogestioni, Mappa del risparmio gestito gennaio 2024

1.2) Definizione, storia e nuove sfide del Private Equity

Nel seguente sottocapitolo verrà introdotto il tema del Private Equity: lo scopo di queste operazioni, i soggetti partecipanti, e il tipo di operazioni.

Inoltre, verrà anche fatto un breve excursus storico del Private Equity con un'analisi sulla situazione presente e futura.

1.2.1) Il private equity: definizione e caratteristiche generali

L'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) definisce il Private Equity come *“l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”*¹⁴.

¹⁴ Delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004

Il private equity comprende tutte quelle operazioni di investimento, svolte da uno o più operatori specializzati, finalizzate non solo al mero finanziamento di imprese non quotate, ma anche nel fornire alle stesse *know how* e competenze sotto vari punti di vista, con l'obiettivo di accrescere il valore della società tramite un processo di creazione del valore.

I soggetti che partecipano all'attività di Private Equity sono fondamentalmente tre: gli operatori, gli investitori: istituzionali e non, e le imprese finanziate.

Nel contesto italiano la modalità solitamente utilizzata è quella del fondo di investimento mobiliare chiuso, istituito e gestito da un operatore specializzato (la SGR) che si occupa di tutte le fasi dell'operazione. Istituisce il fondo e raccoglie le risorse fra gli investitori istituzionali o investitori privati altamente patrimonializzati, a cui però negli ultimi tempi si sono aggiunti, grazie agli sforzi del legislatore, anche categorie di investitori *retail*.

Una volta finita la fase di raccolta l'operatore sceglie l'impresa target e mette in atto la fase di investimento, che varia anche a seconda del tipo di operazione da effettuare, e tramite le proprie competenze cerca di accrescere il valore della società target. Infine, gestisce la fase di disinvestimento, la più delicata dell'operazione, in quanto dalla buona riuscita di quest'ultima dipende il guadagno per gli investitori ma anche per il gestore stesso.

Bisogna sottolineare che queste operazioni non sono sempre sinonimo di successo. Per questo motivo, per l'illiquidità dell'investimento, e per l'impossibilità di recedere dal fondo se non alla scadenza dello stesso, risultano essere solitamente adatte ad una tipologia di investitori propensi al rischio e con un patrimonio molto solido. Per gli stessi motivi di rischio enunciati poc'anzi, qualora l'operazione dovesse andare in porto, i guadagni sono molto più elevati di investimenti in attività mobiliari.

Anche le imprese che vengono scelte hanno delle caratteristiche comuni: di norma sono piccole medie imprese, in cerca di capitali ma con grandi possibilità di crescita e sviluppo in un periodo relativamente breve, e soprattutto guidate da imprenditori e management che siano disposti a collaborare con gli operatori di Private Equity esterni all'impresa.

Negli ultimi anni, il sistema del fondo chiuso sta perdendo il suo dominio incontrastato per via della nascita di nuovi operatori che stanno proliferando nel mondo del Private Equity. In molte di queste risulta esserci un maggiore coinvolgimento dell'investitore nella gestione dell'operazione, dalla fase di investimento a quella di disinvestimento. Infatti, in un sistema come quello tradizionale, il ruolo dell'investitore risulta solo essere quello di un portatore di fondi ma senza alcun ruolo nella gestione.

Fra queste nuove forme troviamo: i *club deals*, gruppi di investitori facoltosi che, spesso coadiuvati da società di gestione, investono in imprese target rilevando una quota di maggioranza. Il punto di forza di questa operazione è la flessibilità, in quanto non è previsto nessun limite di entrata, ma soprattutto un maggior ruolo dell'investitore. Simili ai club deals per caratteristiche sono i *family offices* ovvero organizzazioni di una o più famiglie facoltose che nella gestione del patrimonio hanno trovato il private capital come una forma per poter investire il proprio capitale. Un altro esempio è quello delle *SPAC (Special Purpose Acquisition Company)* ovvero veicoli societari che nascono quotandosi su mercati regolamentati con l'obiettivo di raccogliere risorse finanziarie al fine di fondersi con una società target individuata.

Infine, soprattutto nel mondo del Venture Capital, i soggetti non tradizionali rappresentano sempre una fetta più grande delle operazioni gestite.

A seconda del ciclo di vita dell'azienda target è possibile suddividere le operazioni di P.E in tre principali tipologie: finanziamento dell'avvio;

finanziamento dello sviluppo; e finanziamento del cambiamento o trasmissione d'impresa.

Normalmente nella prima categoria rientrano le operazioni Venture Capital.

Queste operazioni non sono da intendere distaccate dal Private Equity, bensì ne rappresentano una sottocategoria che ha come caratteristiche comuni l'intervento nelle fasi iniziali di vita dell'impresa e lo sviluppo tramite l'acquisto di una quota di minoranza. Nella seconda invece si trovano le operazioni di Growth Capital o Expansion Capital, che sempre tramite l'acquisto di quote di minoranza hanno come obiettivo lo sviluppo di società che non sono più nelle prime fasi di vita.

Nella terza categoria, infine, rientrano quelle operazioni che hanno come caratteristica principale il cambiamento del capitale azionario societario, in cui l'operatore acquista il capitale di maggioranza. Fra queste troviamo le operazioni di *Buy Out* e *Turnaround*.

A queste operazioni "tradizionali" se ne sono aggiunte ulteriori come: gli investimenti in *infrastrutture*, normalmente idriche o energetiche, sia di opere ancora da realizzare o già esistenti; oppure di *real estate* con investimenti nell'ambito immobiliare. Queste condividono alcune caratteristiche con le operazioni di Private Equity, fra cui l'utilizzo di fondi chiusi con investitori istituzionali e una durata del fondo molto lunga, anche superiore a quella del P.E., stimata fra i dieci e i quindici anni.

1.2.2) Cenni storici e nuove sfide del private equity in Italia e nel resto del mondo

La nascita del Private Equity la si deve al paese del mondo più sviluppato dal punto di vista finanziario: gli Stati Uniti d'America. La nascita si fa risalire al 1946, quando alcuni uomini di affari di Boston fondarono l'American Research

& Development Corporation, una società che investiva capitale di rischio in alcune aziende altamente tecnologiche.

Nonostante il successo di questa iniziativa, nei primi anni c'era riluttanza da parte degli investitori nei confronti di questa nuova e rischiosa forma di investimento, e il vero sviluppo del mercato statunitense si deve a due provvedimenti statali degli anni seguenti.

Il primo risale al 1958, ed è lo Small Business Investment Act, che prevedeva una serie di vantaggi, anche fiscali, per chi costituiva dei veicoli societari detti SBIC che avevano come scopo quello di investire in imprese in fase di avvio. Nonostante negli anni questo tipo di attività ebbe un grande successo, le estreme agevolazioni di questo provvedimento portano ad un collasso del mercato. Il vero grande sviluppo del private equity è da attribuire ad un altro provvedimento del 1979: l'ERISA. Questa disposizione, nata con l'obiettivo di regolamentare i fondi pensione, permetteva a quest'ultimi di poter investire in operazioni di private equity, fino a quel momento vietate. Negli anni successivi il P.E. ebbe dei periodi ciclici di crisi ed espansione, riflettendo le dinamiche del mercato globale, fra cui la bolla delle *dot-com* e la crisi del 2007. Dal 2016 in poi il mercato americano è in crescita, e risulta essere inavvicinabile da quello europeo sotto il punto di vista della raccolta, degli investimenti e della grandezza delle operazioni concluse.

In Europa, lo sviluppo del Private Equity si deve al Regno Unito, che tuttora, secondo i dati Invest Europe, rappresenta il 25% degli investimenti totali in Private Equity effettuati nel continente europeo.¹⁵

Seppur nei primi anni della seconda metà del Novecento, lo sviluppo era molto lontano da quello del contesto statunitense, anche nel Regno Unito gli anni Ottanta rappresentarono grandi cambiamenti, tramite interventi legislativi che

¹⁵ Cfr. Private Equity Activity H1 2023, Invest Europe (2023)

favorirono lo sviluppo del capitale privato. In questi anni non solo il Regno Unito, ma anche altri paesi europei dell'Europa continentale come: Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi videro uno sviluppo di queste attività. Il mercato europeo, similmente a quello americano fu comunque molto instabile fra gli anni 90 e 2000. Negli ultimi anni invece è possibile osservare uno sviluppo costante, seppur con delle piccole variazioni, delle operazioni in Europa anche grazie agli sforzi del legislatore tramite l'introduzione della direttiva AIFMD, che ha regolamentato i FIA, oppure la nascita dei fondi ELTIF aperti ad investitori retail.

In Italia, invece, lo sviluppo di quest'attività è stato tardivo rispetto agli altri paesi europei anche perché spesso ostacolato dal legislatore italiano che, in ritardo rispetto al contesto internazionale, ha dotato gli operatori degli strumenti necessari per poter competere con gli altri soggetti a livello internazionale. Lo sviluppo iniziale si deve, in particolar modo, al contesto bancario, che soprattutto dopo il 1993 con l'emanazione del Testo Unico Bancario ha permesso agli istituti di credito di poter investire in capitale di rischio. Sempre in quell'anno, la Legge del 14 agosto 1993 n.334 sui fondi di investimento mobiliare chiusi (poi abrogata dal TUF) ha dotato gli operatori dello strumento più diffuso per svolgere quest'attività.

Il ruolo centrale degli operatori bancari è diminuito nel tempo e si è trasformato, soprattutto dopo la nascita delle SGR, diventando più passivo che attivo, limitandosi a svolgere il ruolo di investitori.

In Italia le operazioni di private equity stanno conoscendo un periodo di crescita. Osservando i dati AIFI, gli investimenti totali in P.E nel 2015 sono stati 4,6 miliardi di euro, mentre nel 2022 si è toccata quasi la quota di 24 miliardi, che denota una crescita davvero considerevole.¹⁶ Una particolarità da osservare è

¹⁶ Cfr. Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2022, AIFI (2023)

che, nonostante la portata epocale che la pandemia ha avuto in tantissimi ambiti con conseguenti risvolti economici, le operazioni di Private Equity italiane non ne sono state particolarmente condizionate. Infatti, fra il 2019 e il 2020, secondo i dati AIFI, il decremento degli investimenti è stato solo del 9%, che considerando l'anno preso in esame, può essere considerata come una frenata comprensibile e limitata. Inoltre, sia il numero delle società finanziate, che delle operazioni svolte è stata comunque maggiore rispetto al 2019. Tra l'altro, il boom del biennio 2021 e 2022 è stato sicuramente spinto da operazioni rimaste in sospeso nel 2020 e che hanno poi avuto modo di materializzarsi negli anni successivi.

Un ulteriore motivo per cui il mercato dei capitali è cresciuto molto negli anni è stata la possibilità di beneficiare di rendimenti molto elevati che i mercati pubblici non hanno offerto nel quinquennio 2015-2019. Ma il mercato privato risulta anche in questi ultimi tempi, dopo l'aumento dei tassi di interesse per via delle tensioni geopolitiche, un ottimo strumento da detenere in portafoglio, soprattutto in fasi particolarmente turbolente.

I motivi della crescente attenzione per questi strumenti derivano dalla ricerca di maggiore efficienza in portafoglio.” *L'introduzione di strategie alternative in portafoglio ha ridotto la volatilità e i ribassi sui mercati registrati nel 2022, offrendo in alcuni casi protezione contro l'inflazione. In questa fase, inoltre, i Private Markets offrono la possibilità di aumentare i rendimenti attesi, in quanto le valutazioni sulle diverse asset class sono maggiormente competitive rispetto al recente passato*”.¹⁷ Il ruolo del private equity risulta dunque cruciale per riuscire a costruire un portafoglio diversificato, anche per via della bassa

¹⁷ Castagna M., Giacomello G., Parassina A., Rinelli G., Private Markets, CFA Society Italia (2023)

correlazione fra strumenti alternativi e l'andamento del mercato azionario o obbligazionario.

Nonostante questo, in Italia nel 2023, c'è stata una brusca frenata. *“La raccolta è scesa a 3,772 miliardi, -36% rispetto ai 5,92 miliardi dell'anno precedente, mentre l'ammontare investito è stato di 8,162 miliardi, in calo del 66%. «Sono mancati i big deal - ha confermato Anna Gervasoni, dg di Aifi -: il 2022 era stato caratterizzato dal livello più alto mai registrato nel mercato italiano, 23,659 miliardi, trainato da alcune operazioni di dimensioni significative sia nel segmento dei buy out sia in quello delle infrastrutture». Da sottolineare, però, che le operazioni sotto i 150 milioni (small e medium deal) hanno attratto 5,235 miliardi, il secondo valore più alto di sempre dopo il 2022.* ¹⁸ Una spiegazione della possibile frenata, potrebbe dunque essere data dalla mancanza di grandi operazioni. Infatti, considerando comunque lo sviluppo limitato del mercato italiano rispetto ad altri contesti, la mancanza di big deal ha un peso rilevante nel computo finale delle operazioni annuali.

Gli analisti guardano comunque con fiducia al 2024 riconoscendo un ruolo fondamentale sia ai fattori ESG che al tema dell'intelligenza artificiale.

Proprio quest'ultimo merita un ulteriore approfondimento, considerando il forte impatto e sviluppo della AI negli ultimi tempi. Anche il settore del Private Equity potrebbe essere condizionato e trasformato dalle nuove tecnologie e alcune parti del processo di investimento hanno già subito questa influenza. Soprattutto nel processo di fundraising esistono delle piattaforme che favoriscono l'incontro fra investitori e operatori. Proprio queste nuove tecnologie potrebbero rendere il P.E. maggiormente democratico, aprendosi ad una sempre più ampia categoria di investitori. Inoltre, anche nel processo di ricerca dell'impresa target, diversi

¹⁸ Meneghello M., Private Equity, Italia in pausa- Giù raccolta e investimenti, *ILSole24Ore* (2024)

operatori utilizzano già dei sistemi che favoriscono la ricerca e che riducono i costi, sia per gli investitori che per i gestori stessi.¹⁹ Sicuramente l'utilizzo dell'intelligenza artificiale si estenderà anche ad altre parti del processo di Private Equity, e non sarebbe corretto non sfruttare le grandi capacità che la tecnologia offre. Fermo restando che, anche in queste operazioni, il rapporto umano risulta essere fondamentale.

1.3) La disciplina normativa italiana e comunitaria del Private Equity

1.3.1) La direttiva AIFMD e i fondi comuni di investimento alternativo (FIA)

La direttiva 2011/61/UE, conosciuta come Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), e recepita in Italia nel 2015, ha disciplinato in maniera uniforme gli OICR e i gestori di Fondi di investimento alternativi che non rientravano nella cosiddetta direttiva UCITS del 2009. Vengono così ricondotti all'interno del perimetro legislativo europeo i fondi e veicoli societari (come SICAV O SICAF), che seppur con caratteristiche molto diverse tra loro, per struttura interna e strategia di investimento, erano al di fuori delle norme di gestione collettiva del risparmio. Oltre ai fondi di private equity, fra i più diffusi vi sono: hedge funds o fondi speculativi, fondi chiusi di private debt, fondi immobiliari e fondi infrastrutturali.

Date le caratteristiche degli investimenti di lungo periodo che contraddistinguono questo tipo di fondi, normalmente si parla sempre di FIA chiusi. L'apertura del fondo darebbe la possibilità agli investitori di poter liquidare la propria quota in qualsiasi momento e rendere impossibile la gestione

¹⁹ Si rimanda alla fonte consultata: Sattin L., Private Equity e intelligenza artificiale, *IlSole24Ore* (2023)

di queste operazioni. Inoltre, i FIA nascono per essere riservati ad investitori istituzionali, seppur negli ultimi tempi siano stati fatti degli sforzi per incentivare l'utilizzo di FIA retail. Rispetto a quest'ultimi, i FIA riservati, data la natura degli investitori, presentano una maggiore flessibilità operativa. Per esempio, il regolamento del fondo non deve essere approvato dall'organo di vigilanza e prevedono la possibilità di essere maggiormente flessibili sui versamenti dei sottoscrittori in base alle diverse esigenze d'investimento.

Per poter allargare la platea di potenziali investitori delle operazioni di P.E., oltre all'utilizzo di forme di FIA retail, la disciplina italiana nel 2022²⁰ ha dato la possibilità di investire nei FIA chiusi e riservati anche ad investitori non professionali ma con particolari caratteristiche.

Prima di questo provvedimento gli investitori non istituzionali potevano partecipare ai fondi di P.E. solo con una quota di sottoscrizione non inferiore a 500mila euro. Ora questa soglia è stata abbassata a 100mila euro, purché: gli investimenti in FIA non rappresentino una quota superiore al 10% del proprio portafoglio finanziario; e che l'investitore effettui questa operazione nell'ambito della prestazione di un servizio di consulenza finanziaria, riconoscendogli un ruolo di primaria importanza.

Nel contesto italiano i gestori dei FIA sono rappresentati quasi esclusivamente dalle SGR. Queste, dopo aver ricevuto una autorizzazione per istituire e gestire FIA, potranno svolgere la loro attività, anche guidando più fondi contemporaneamente e non dovendo chiedere ulteriori autorizzazioni. Molto più lungo e macchinoso invece il processo per le SICAF, che infatti raramente vengono adoperate per questo tipo di operazioni.

²⁰ Si veda diffusamente: Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.19, 13 Gennaio 2022

1.3.2) I fondi EuVECA ed ELTIF i Piani Individuali di Risparmio alternativi

Come sottolineato già in precedenza, si è sentita la necessità di implementare le forme di investimento alternativo, introducendo anche delle tipologie di FIA retail, adatte a qualunque tipo di investitore. Quest'ultime risultano un'ottima risorsa, non solo per gli investitori, ma anche per le imprese sempre più in cerca di capitali e competenze per sviluppare le proprie attività. I FIA chiusi ELTIF (European Long Term Investment Funds) sono stati introdotti dal Regolamento Europeo n.760 del 2015 e permettono di partecipare agli investitori attraverso una quota minima di sottoscrizione di 10mila euro, ma con un vincolo di diversificazione del 10% del proprio portafoglio finanziario. *“Al fine di concentrare gli investimenti in economia reale, la normativa sugli Eltif individua puntualmente il target di investimento vincolando il 70% del patrimonio del fondo all'investimento in azioni, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari emessi da società private o quotate con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro.”*²¹

L'obiettivo del legislatore con l'introduzione di questo strumento non è solo quello di coinvolgere tanti investitori con patrimoni più modesti, ma anche di sostenere gli investimenti a lungo termine nell'economia reale europea, e convogliare queste risorse in progetti nell'ambito della transizione ecologica e dell'innovazione tecnologica.

I fondi EuVECA (European Ventur Capital) invece sono stati introdotti dal regolamento europeo n. 345 del 2013, con l'obiettivo di fornire capitale alle piccole e medie imprese. Questo fondo è aperto a clienti professionali e con una quota di investimento minima di 100mila euro. Le aziende a cui è rivolta questo

²¹ Giorgini M., Celia P., Il ruolo dei FIA nel finanziamento dell'economia reale, Bancaria Editrice (2020), pag. 2

provvedimento sono imprese fino a 499 dipendenti, di solito non quotate o qualora lo fossero, con una capitalizzazione di mercato inferiore ai 200 milioni di euro. Le patenti ELTIF ed EuVECA nascono anche con l'obiettivo di rendere maggiormente riconoscibile "il marchio" sia all'interno dell'Unione Europea che all'estero agevolando gli investitori e le aziende.

La legge di bilancio italiana del 2017 ha introdotto uno strumento molto innovativo nel contesto europeo: i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Quest'ultimi nascono come strumenti di investimento di medio-lungo termine pensati per favorire l'investimento di persone fisiche (e di Fondi Pensione e Cassa di Risparmio che però non usufruiscono di tutte le agevolazioni degli investitori singoli) e per fornire alle piccole-medie imprese le risorse di cui hanno bisogno. Proprio per quest'ultimo motivo nel 2020 è stato fatto un ulteriore passo in avanti con l'introduzione dei PIR "alternativi" indirizzando queste risorse anche su investimenti illiquidi.

Ciò che rende questi strumenti particolarmente attraenti per gli investitori, e che li differenzia da altri strumenti in circolazione nel contesto europeo, è l'esenzione fiscale sia delle imposte derivanti dai redditi dell'investimento, sia dall'imposta di successione. L'investitore potrà usufruire di queste esenzioni con un investimento annuo massimo pari a 300mila euro e dovrà detenere questo strumento per un periodo non inferiore ai 5 anni.

Affinché si parli di PIR Alternativo si dovrà destinare, in ciascun anno solare di durata del piano e per almeno i due terzi dello stesso, non meno del 70% del valore complessivo ad investimenti in strumenti finanziari emessi da imprese italiane o imprese residenti in Stati membri, non quotate oppure quotate, fatta eccezione per le società incluse nell'indice FTSE MIB o FTSE Mid Cap.

Per il rispetto del 70%, cosiddetto limite di composizione, il PIR Alternativo può investire anche in OICR che a loro volta investano nelle sopraccitate imprese

come, ad esempio, fondi di private equity e venture capital, fondi di private debt e fondi di credito ovvero l'intero mondo del private capital (di seguito "Fondi PIR").²² Il restante 30% costituisce la cosiddetta "quota libera" che può essere investita senza limiti in qualsiasi emittente.

Inoltre, è presente anche un limite di concentrazione che prevede che non più del 20% del valore complessivo del PIR possa essere investito in strumenti finanziari di uno stesso emittente.

Il loro successo è spinto non solo dagli sgravi fiscali ma anche dalla loro trasversalità rispetto a differenti platee di investitori, facendo un passo verso la "democratizzazione" degli strumenti illiquidi come gli investimenti in Private Markets.

1.4) La scelta dei modelli istituzionali e i rapporti tra il gestore e gli investitori

1.4.1) I modelli istituzionali del fondo: forma contrattuale e forma statutaria

Le operazioni di Private Equity possono di norma strutturarsi secondo due differenti modelli istituzionali: la forma contrattuale e la forma societaria.

Nella forma contrattuale la società di gestione istituisce un fondo e ne definisce le norme e le caratteristiche tramite un regolamento, costituendo (tramite l'attività di raccolta dei capitali degli investitori) un patrimonio autonomo e distinto rispetto a quello di quest'ultimi. In questo caso, che rappresenta la forma utilizzata in Italia, e quella che verrà approfondita nel resto della trattazione, si osserva una linea di demarcazione molto netta fra il gestore e l'investitore. Quest'ultimo gioca un ruolo estremamente passivo e non ha alcuna voce in

²² I Piani Individuali di Risparmio Alternativo, Pamphlet AIFI

capitolo su tutte le decisioni riguardanti la gestione del fondo, che nel contesto italiano è in capo alle SGR. La forma contrattuale, come visto anche in precedenza, consente al gestore di poter facilmente replicare una serie di fondi contemporaneamente.

Nel contesto internazionale invece la forma più utilizzata è quella societaria. Il modello più sviluppato risulta essere quello della *limited partnership* che, per vari aspetti, ricorda il funzionamento delle Società in Accomandita Semplice di derivazione italiana. Questa struttura si basa su un accordo fra il gestore (*general partner*) e gli investitori (*limited partners*), in cui tutti i *limited partners* dovranno conferire una somma di denaro nel veicolo societario costituito, non per forza in unica soluzione, a seconda delle risorse necessarie per lo svolgimento dell'attività. Anche il *general partner* sottoscriverà le quote del veicolo diventandone azionista, avendo una serie di poteri gestori e rispondendo illimitatamente, anche con il proprio patrimonio personale se necessario. I *limited partners*, che sono a tutti gli effetti degli azionisti, partecipano alla gestione e possono prendere delle decisioni soprattutto in merito alla gestione straordinaria del fondo, ad esempio: la liquidazione del veicolo, la rimozione del gestore e varie operazioni di controllo.²³

Spesso la figura del gestore risulta essere ancora più passiva limitandolo ad una mera figura "istituzionale". Infatti, non è raro che nello svolgimento dell'attività l'operatore si rivolga e dia mandato a delle società di *investment advisory* (società di consulenza autorizzate) di occuparsi di tutto il processo, dall'investimento fino al disinvestimento finale. Rispetto alla forma contrattuale si nota un completo ribaltamento delle due figure che sono coinvolte, e considerando il crescente ruolo che gli investitori auspicano di avere, si può in

²³ Si veda diffusamente: Gervasoni A, Sattin F.L., *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Next (2020), pag. 98

questo modo spiegare la loro diffusione internazionale. Da qui nasce anche la necessità di rivedere lo standard della forma contrattuale, con una maggior potere richiesto da determinati investitori, anche affrontato in precedenza, e motivo per il quale si deve la nascita di forme differenti di gestione come i Club Deal. Demandare però la gestione a società come le SGR consente di poter mettersi nelle mani di specialisti che hanno tutte le competenze necessarie e che, in una forma societaria, potrebbero essere comunque condizionate dall'invasione degli investitori.

1.4.2) La corporate governance del fondo

Spostando definitivamente l'attenzione sulla forma contrattuale risulta fondamentale, anche data la passività degli investitori nella gestione, definire all'interno del regolamento del fondo una corporate governance che regoli in maniera minuziosa i rapporti fra gestore e investitori, tutelando soprattutto gli interessi di quest'ultimi. L'AIFI suddivide le clausole tipiche di questi accordi in: clausole operative, clausole di governance e che definiscano gli organi a tutela degli investitori, e clausole economiche.

Nelle prime normalmente si concentra l'attenzione sulle norme che regolano la durata del fondo e il periodo di sottoscrizione degli investitori. Per durata del fondo si intende il lasso di tempo che intercorre dalla fase di investimento a quella di disinvestimento degli asset, e di norma varia da un minimo di cinque anni ad un massimo di sette.²⁴ La durata del fondo deriva anche dallo scopo e dal tipo di operazione di P.E. per cui viene costituito. Di solito vengono inserite delle clausole che possono allungare la vita del fondo. Questo accade quando i gestori, nello svolgimento della loro attività, ritengono necessario ulteriore

²⁴ Cfr. Private Equity Activity 2022, Invest Europe (2023)

tempo per gestire una delle fasi dell'operazione. Nel caso in cui sorgesse questa eventualità, sarà possibile allungare la vita del fondo solo previa approvazione da parte di una maggioranza di investitori. Inoltre, potrebbe anche essere richiesto da parte degli investitori di inserire una clausola che permetta di liquidare il fondo entro un tempo limite definito. La ratio di una clausola di questo tipo è quella di evitare l'inattività prolungata del gestore, d'altro canto però potrebbe essere rischioso e non conveniente forzare la liquidazione del fondo in un periodo non favorevole per la valorizzazione degli asset.

Un tema di particolare importanza, da disciplinare in maniera chiara, riguarda il periodo di sottoscrizione del fondo e le modalità con la quale vengono saldati gli impegni di sottoscrizione. La legge italiana²⁵ definisce come il periodo massimo di sottoscrizione per un fondo di investimento sia al massimo di 24 mesi (con l'aggiunta di un eventuale periodo di 12 mesi). Di norma il periodo di sottoscrizione è pari a 18-24 mesi per i fondi di Private Equity. Nel Regolamento viene anche definito il minimo di sottoscrizioni che servono per poter iniziare l'attività del fondo. Qualora questo tetto sia raggiunto prima della scadenza definita, il fondo potrà iniziare a svolgere le proprie attività e contestualmente risultare aperto all'ingresso di nuovi sottoscrittori. Per quanto riguardano le modalità del versamento della quota di sottoscrizione, gli investitori non forniscono mai tutta la somma dovuta al fondo in un'unica soluzione, ma al momento iniziale viene fornita al massimo una somma pari al 60-70% del totale. È fondamentale dunque definire delle clausole che possano disciplinare dei richiami successivi, necessari per sostenere la gestione del fondo.

Le clausole di governance sono probabilmente le più importanti da normare all'interno del regolamento. In primis deve essere regolata la politica di investimento, che rappresenta l'ultimo momento in cui gli investitori hanno

²⁵Si veda diffusamente: Decreto del Ministero delle Finanze, n.30, 5 marzo 2015

potere sulle decisioni di gestione. In queste clausole vengono definiti gli obiettivi del fondo, i tipi di settore su cui eventualmente investire, eventuali limitazioni geografiche sull'investimento, oppure il livello massimo di leva finanziaria.

A queste si aggiungono delle clausole rispetto alla possibilità di sostituzione del gestore. La sostituzione solitamente avviene qualora, durante gli anni di vita del fondo, dovesse cambiare il management della società di gestione intaccando il rapporto di fiducia creato tra il management precedente e gli investitori (*key man clause*). A prescindere dal cambiamento del management, delle maggioranze molto qualificate degli investitori potrebbero comunque richiedere la sostituzione del gestore qualora non fossero soddisfatti dell'operato. Quasi sempre i regolamenti prevedono anche l'assemblea e il comitato degli investitori. Questi organi sono composti dagli investitori che hanno sottoscritto le quote più elevate, o che risultano avere delle competenze finanziarie. Il loro ruolo è di controllo e supervisione sull'operato del gestore.

Infine, nel regolamento vengono definite le clausole economiche e i complessi meccanismi che le regolano. Solitamente il sistema di commissioni è suddiviso in due gruppi: le commissioni di gestione e le commissioni di performance.

Le prime rappresentano il compenso dovuto dagli investitori al gestore per l'ordinaria amministrazione dell'attività e per coprire le spese di vario tipo che il gestore dovrà affrontare durante l'operazione. Durante i primi anni del fondo, nella fase di investimento, normalmente le commissioni di gestione sono pari al 2% annuo del capitale raccolto e gestito (*commitment*). È pratica comune, nella seconda metà di vita del fondo (la fase di disinvestimento), che le commissioni sulla gestione siano inferiori al 2% annuo, ma non saranno più calcolate sul *commitment* bensì sul *NAV (Net Asset Value)* del fondo.

Le commissioni di performance (o *carried interest*) rappresentano il compenso che il gestore percepisce nel caso in cui, alla fine dell'operazione, sia stata ricavata una plusvalenza. Questa commissione è normalmente pari al 20%.

Il *carried interest* non è corrisposto qualunque sia stata la plusvalenza ma solitamente è riconosciuto quando è stata superata una soglia di rendimento minimo chiamato *hurdle rate* (che si aggira solitamente intorno al 7-8%).

Il tema delle commissioni sarà affrontato in maniera approfondita nel Capitolo 3. A queste commissioni standard si aggiungono delle clausole che vanno a disciplinare alcuni casi particolari. Fra questi spicca l'*abort cost*, che rappresenta una serie di spese che l'investitore dovrà corrispondere al gestore qualora l'attività del fondo non sia andata a buon fine.

1.5) Le principali tipologie di operazioni di private equity: caratteristiche e differenze

Il seguente paragrafo si pone l'obiettivo di approfondire le principali operazioni di Private Equity, sottolineando le loro caratteristiche ed evidenziandone le differenze.

1.5.1) Le operazioni di Buy Out

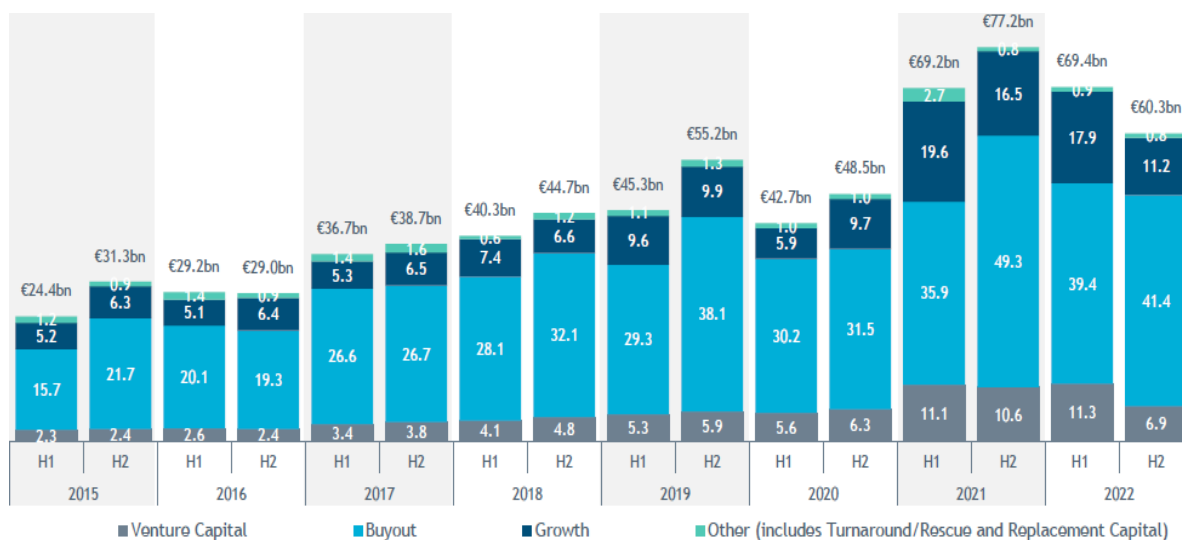
Come accennato in precedenza, le operazioni di Buy Out si distinguono dalle altre operazioni di Private Equity in quanto il gestore acquisisce il pacchetto di maggioranza dell'azienda portando inevitabilmente ad un cambiamento dell'assetto proprietario dell'impresa target.

Sia dal punto di vista italiano che europeo, il Buy Out rappresenta la percentuale più ampia del mercato di Private Equity. Osservando i dati AIFI relativi alla

situazione italiana del 2023 su un totale di 8,162 miliardi investiti ben 5,469 miliardi riguardano investimenti in Buy Out, con una percentuale pari a circa il 67%.²⁶ Anche ponendo l'attenzione sulla situazione europea dal 2015 in poi, si nota un costante dominio delle operazioni di Buy Out sul totale investito nel Private Equity rappresentando stabilmente più della metà degli investimenti complessivi. (Figura 1.2)

Nella maggior parte dei casi le operazioni di Buy Out vengono portate a termine tramite l'utilizzo della leva finanziaria e sono conosciute con il termine di *Leveraged Buy Out (LBO)*. L'AIFI stima che circa il 90% delle operazioni di Buy Out effettuate in Italia avviene grazie all'utilizzo della leva finanziaria.

Figura 1.2 Investimenti annui del mercato europeo suddivisi per tipologia di operazione (2015-2022)



Fonte: Private Equity Activity H1 2023, Invest Europe (2023)

²⁶ Cfr. Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023, AIFI (2024)

La particolarità di queste operazioni è che l'acquisizione della società target avviene utilizzando principalmente capitali di terzi e solo in una minima parte quelli degli investitori, con l'obiettivo di restituire il debito contratto tramite i flussi di cassa derivanti dalla gestione della società acquistata.

“La caratteristica peculiare di queste operazioni sta quindi nel fatto che si verificano contemporaneamente due ordini di eventi: da un lato il cambiamento della proprietà (buy out) e in questo senso si tratta di una semplice acquisizione; dall'altro una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione (leveraged).”²⁷

L'operazione vede in primis la nascita di un veicolo detto *newco*, alla quale partecipano il management interno (o esterno) dell'impresa target e il fondo di P.E. immettendo una certa somma di denaro. La somma versata però non è sufficiente ad acquistare la maggioranza della società target e quindi sarà necessario un finanziamento di terzi (di solito banche) per fornire la liquidità mancante. A questo punto la *newco*, avendo le risorse necessarie, si fonderà con la società target che quindi “erediterà” il debito pendente sul veicolo.

La società sarà guidata dagli imprenditori-manager, che ne prenderanno le redini anche quando il fondo uscirà dall'investimento. Si parlerà di *management buy out* o *management buy in*, se il management che acquisirà poi il controllo dell'azienda è rispettivamente interno all'azienda target o esterno.

La posizione dell'operatore di P.E. rispetto alle altre operazioni è differente. Pur fornendo un suo indirizzo strategico, opera come azionista di maggioranza demandando la gestione ordinaria dell'azienda al management.

Il suo ruolo è di fondamentale importanza nello studio sulla fattibilità dell'operazione. Infatti, dovendo l'impresa target ripagare negli anni successivi

²⁷ Gervasoni A, Sattin F.L., Private Equity e Venture Capital, Guerini Next (2020), pag. 251

un debito cospicuo, risulta cruciale un'analisi presente e prospettica, che non sia limitata all'impresa ma anche al contesto in cui opera, volta ad una conoscenza approfondita della struttura finanziaria aziendale. Inoltre, per quanto possibile, l'operatore di P.E. deve stringere un rapporto di reciproca fiducia con i manager-imprenditori cercando di capire se quest'ultimi saranno in grado di gestire una situazione più onerosa dal punto di vista debitorio.

Ovviamente non tutte le società sono adatte ad essere protagoniste di operazioni di questo tipo dovendo sopportare una situazione debitoria maggiore rispetto a quella precedente all'acquisto. Di solito le società target che rientrano nei Buy Out sono società mature, che occupano una posizione di leadership nel mercato in cui operano e che possono dunque contare su dei flussi di cassa sicuri e sostanziosi in grado di ripagare facilmente il debito contratto.

1.5.2) Le operazioni Growth Capital

L'organizzazione europea del Private Equity (Invest Europe) definisce i fondi che operano in Growth Capital come: *“Funds that make private equity investments (often minority investments) in relatively mature companies that are looking for primary capital to expand and improve operations or enter new markets to accelerate the growth of the business.”*²⁸

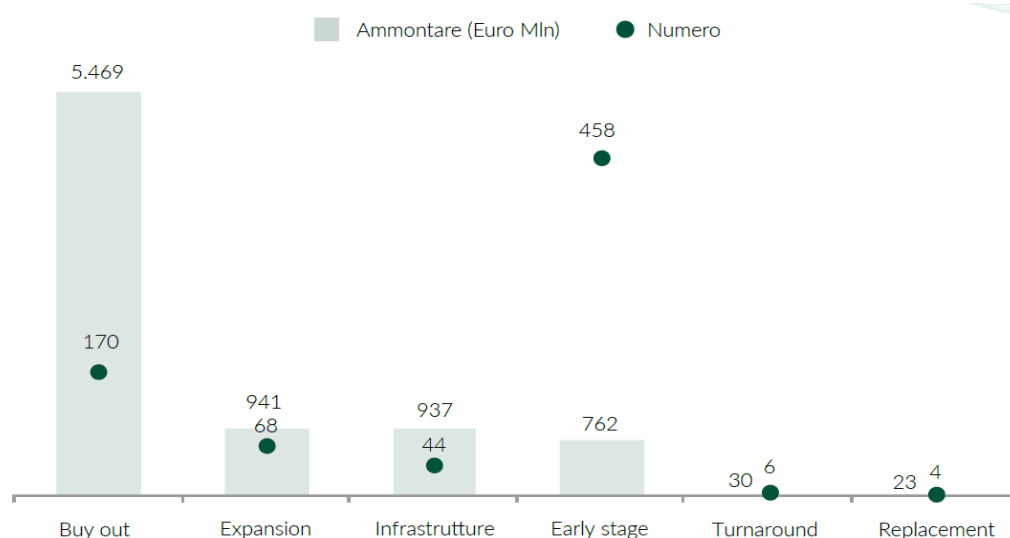
Le caratteristiche principali di queste operazioni sono due: in primis il fondo di private equity interviene come azionista di minoranza lasciando la quota di maggioranza all'imprenditore, il che porta a dover regolare in maniera approfondita i rapporti fra l'operatore e l'imprenditore stesso. L'operatore, infatti, pur non detenendo la maggioranza, avrà un ruolo di rilievo nella gestione dell'impresa.

²⁸ Invest Europe, Private Equity Activity H1 2023

La seconda caratteristica rappresenta il tipo di imprese a cui di norma è rivolta, imprese mature, di media dimensione, ma con delle possibilità di crescita e che vogliono sfruttare capitale e competenze esterne per poter espandersi e accelerare la crescita del loro business.

Oltre agli obiettivi generali detti poc'anzi le operazioni di Growth Capital intervengono in situazioni particolari, fra queste troviamo: le IPO (Initial Public Offering) spesso, infatti, le imprese che vogliono raggiungere il traguardo della quotazione in breve tempo (massimo 3-5 anni) trovano come strada quella di cedere una quota di minoranza ad un fondo di private equity. Oppure società che devono gestire una situazione di ricambio generazionale, e con una minoranza che non è più interessata nel restare all'interno dell'azienda, trovano nel fondo di P.E. il modo per liquidare coloro che non credono nel futuro e lo sviluppo dell'azienda. Osservando la Figura 1.2 si nota come a livello europeo le operazioni di Growth Capital rappresentino il secondo tipo di operazioni più importanti sul mercato dopo quelle di Buy Out. Questo tipo di operazioni è molto più sviluppato sul mercato europeo piuttosto che sui mercati anglosassoni. La ragione risiede nel contesto industriale europeo composto maggiormente da imprese aventi le caratteristiche adatte per portare a termine operazioni di questo tipo. Nel contesto italiano invece negli ultimi anni è stata messa in discussione questa posizione di seconda forza a discapito del Venture Capital e delle operazioni in infrastrutture. Nel 2023 però gli investimenti nelle operazioni di Expansion Capital sono arrivati a circa 1 miliardo di euro, tornando a ricoprire un ruolo di prim'ordine.

Figura 1.3 Investimenti del mercato italiano nel 2023 per tipologia di operazione



Fonte: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023, AIFI (2024)

Il rapporto fra l'imprenditore e l'operatore di Private Equity è cruciale per la buona riuscita di questo tipo di operazioni, quest'ultimo non rappresenta solo un compratore esterno che acquisisce una parte delle quote della società, ma è a tutti gli effetti un partner con il quale condividere un percorso di sviluppo con lo scopo di valorizzare la società. Per questo motivo la corporate governance nelle operazioni di Growth Capital è molto articolata al fine di regolare i rapporti fra le due categorie di soggetti. Una clausola molto comune è quella di *way out* che regola fin dal principio l'uscita del fondo dall'impresa sia nel caso in cui siano stati raggiunti i risultati sperati, sia nel caso in cui gli obiettivi non siano stati realizzati. Spesso, infatti, l'imprenditore occupa un ruolo apicale e ha un ruolo decisionale, ma con l'ingresso dell'operatore, deve essere conscio della perdita di potere dovendo condividere e concordare tutte le decisioni di rilievo. Dovendo

crearsi un rapporto di stima e fiducia reciproca anche l'imprenditore dovrà scegliere un operatore che abbia le caratteristiche adatte. Spesso gli imprenditori scelgono soggetti che hanno già effettuato operazioni di questo tipo, in quanto l'esperienza risulta essere sempre il fattore principale.

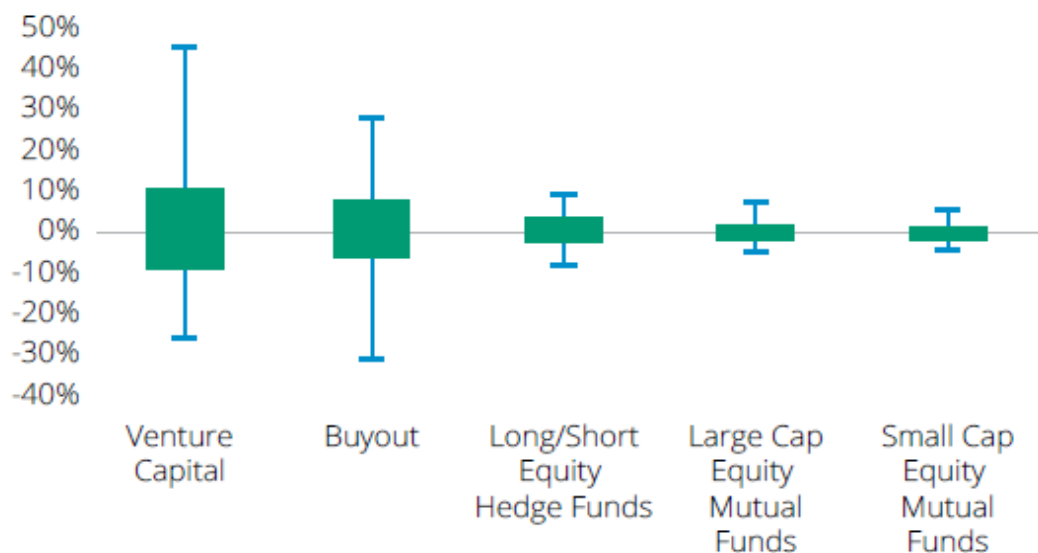
1.5.3) Le operazioni di Venture Capital

È opinione diffusa ormai parlare del Venture Capital come una tipologia di operazioni che rientrano nel contesto del Private Equity, con caratteristiche e operatori spesso comuni con le altre, ma anche con profonde differenze.

L'obiettivo del Venture Capital è quello di supportare l'avvio o lo sviluppo di una nuova iniziativa imprenditoriale (tramite l'acquisto di una quota di minoranza della società) sia essa ancora nella fase embrionale (*seed financing*), nelle prime fasi di vita (*start up financing*) oppure in quelle immediatamente successive (*later stage*).

Ognuna di queste fasi possiede delle specificità di cui l'operatore deve tener conto. Nel Venture Capital più che nel Growth Capital l'imprenditore non cerca solo un finanziamento ma un aiuto per valorizzare al meglio le opportunità presenti e future. Se infatti nelle altre operazioni sono spesso i gestori a proporsi alle imprese, viceversa nel Venture Capital, sono gli imprenditori che dopo aver redatto il business plan, vanno alla ricerca di soggetti altamente specializzati che possano finanziarli e sostenerli anche da un punto di vista strategico. A seconda del tipo di business e della fase di vita dell'impresa target aumenta la rischiosità dell'operazione. D'altro canto, nel caso di riuscita queste operazioni portano dei ricavi molto più elevati rispetto ad esempio al Buy Out, come è possibile anche osservare nella figura seguente.

Figura 1.4 Dispersione dei rendimenti tra asset class



Fonte: Mornigstar Direct e Pitchbook

Il finanziamento di business che si fondano su prodotti altamente tecnologici risulta essere più rischioso e richiede, anche dal punto di vista dell'operatore, una serie di competenze aggiuntive e un'esperienza in operazioni simili. La stessa cosa vale per la fase in cui l'operazione avviene, tanto più si è vicini ad una fase embrionale e sempre più alta sarà la possibilità di fallimento di queste operazioni. Ad esempio, la differenza fra un'operazione di seed financing e later stage è molto ampia. Nel primo caso si parla solamente di un'idea e molto tempo viene impiegato per capirne la fattibilità, dopo aver studiato in maniera approfondita tutto il contesto esterno. In una operazione di later stage, invece, l'impresa è già avviata, e pur essendo nelle sue fasi di vita iniziale può ricordare come caratteristiche le operazioni di Growth Capital.

Una particolarità delle operazioni di Venture Capital è rappresentata dalla stesura di un documento denominato *Term Sheet*. Questo è un documento non

vincolante stipulato dopo che l'operatore e l'imprenditore abbiano trovato un principio di accordo, e rappresenta la base di partenza per un eventuale contratto. Nel Term Sheet vengono indicate in primis una serie di condizioni che, se rispettate, portano all'inizio dell'operazione. Inoltre, regolano anche: il ruolo che l'operatore deve avere nella gestione dell'impresa, una valutazione sul prezzo dell'impresa, e già nelle fasi iniziali vengono concordate le eventuali modalità di disinvestimento.

Un'altra caratteristica che differenzia il Venture Capital è la presenza di una numerosa serie di operatori che agiscono in questo ambito. Oltre agli operatori tradizionali di Private Equity (come le SGR in Italia), esistono una serie di soggetti che stanno proliferando in questo campo. Fra questi ci sono i *business angel*: investitori privati che non solo possono contare su un patrimonio di rilievo ma anche su competenze maturate sul campo (ad esempio manager o imprenditori ormai in pensione). Decidono dunque di acquistare quote di minoranza in aziende in fase di avvio, soprattutto nei settori in cui hanno una certa esperienza. Per l'impresa il finanziamento dei business angel è preferito anche per una minor "invadenza" nelle scelte rispetto ad un operatore tradizionale. Questo tipo di finanziatori molto sviluppati soprattutto negli Stati Uniti, stanno trovando un piccolo spazio anche in Italia. Secondo i dati raccolti dall'IBAN (Associazione Italiana dei Business Angel) nel 2022 gli investimenti effettuati dai Business Angel sono stati pari a 83 milioni ²⁹, che rappresentano circa il 7% degli investimenti totali nel Venture Capital italiano. Un'altra categoria di operatori molto importante nel mondo del Venture Capital risulta essere quella degli *incubatori*. Si definiscono tali le istituzioni pubbliche o private che hanno come scopo quello di mettere a disposizione di imprese nelle prime fasi di vita, delle competenze e conoscenze necessarie per lo sviluppo della

²⁹ Si veda diffusamente: Risultati della Survey Annuale 2022, IBAN (2023)

loro attività. Gli incubatori possono avere al loro interno diverse figure con elevate competenze in ambito aziendale da mettere a disposizione delle imprese, e inoltre fare affidamento su di una fitta rete di contatti. L'obiettivo principale di questi operatori è quella di fornire competenze, mentre il supporto finanziario è secondario e residuale. Nello svolgimento delle loro attività gli incubatori chiedono un compenso per i servizi forniti, a meno che non la loro natura non sia pubblica, ad esempio come l'Università, e allora in questo caso opereranno come organizzazioni no profit. A queste due categorie enunciate si aggiungono altri operatori e forme di finanziamento, fra cui: *il crowdfunding, il corporate venture capital, i fondi di technology transfer.*

1.5.4) Le operazioni di Turnaround

In finanza aziendale il turnaround si definisce come il piano di risanamento di un'azienda in una condizione di squilibrio economico, patrimoniale o finanziario. All'interno delle operazioni di Private Equity invece il *turnaround investing* assume la sua forma più complessa tramite soggetti che si occupano di finanziare e realizzare il piano risanamento di un'azienda.³⁰ L'obiettivo dei fondi che investono in queste situazioni risulta essere quello di sanare una condizione di dissesto e poi successivamente di cedere l'azienda per poterne ricavare un capital gain. Questa forma risulta essere molto rischiosa, in quanto le possibilità che l'impresa target possa fallire è molto elevata versando già in una situazione molto complessa. La sua difficoltà operativa dipende anche dal numero maggiori di soggetti coinvolti, fra i soci attuali, i manager, clienti e fornitori, e nelle procedure concorsuali anche il sistema giudiziario.

³⁰ Cfr. Esposito G., Gagliardi G., *Il private equity nei progetti di turnaround*, EquityFactory (2019)

L'intervento di turnaround si può riassumere attraverso tre interventi, tutti utilizzati seppur con dimensioni differenti a seconda della situazione: fornire nuovo capitale, ristrutturare il debito e rafforzare il comparto manageriale.

L'operatore assume in maniera esclusiva la gestione operativa, soprattutto mediando e rinegoziando i debiti sia finanziari che commerciali con i creditori dell'impresa. In Italia e anche in Europa, data anche la complessità e la rischiosità, non risultano essere delle operazioni particolarmente diffuse con un impatto molto limitato sugli investimenti totali di Private Equity annuali.

CAPITOLO 2: LE FASI DI UN OPERAZIONE DI PRIVATE EQUITY

2.1) L'attività di raccolta: il fundraising

2.1.1) *Le caratteristiche dell'attività di raccolta*

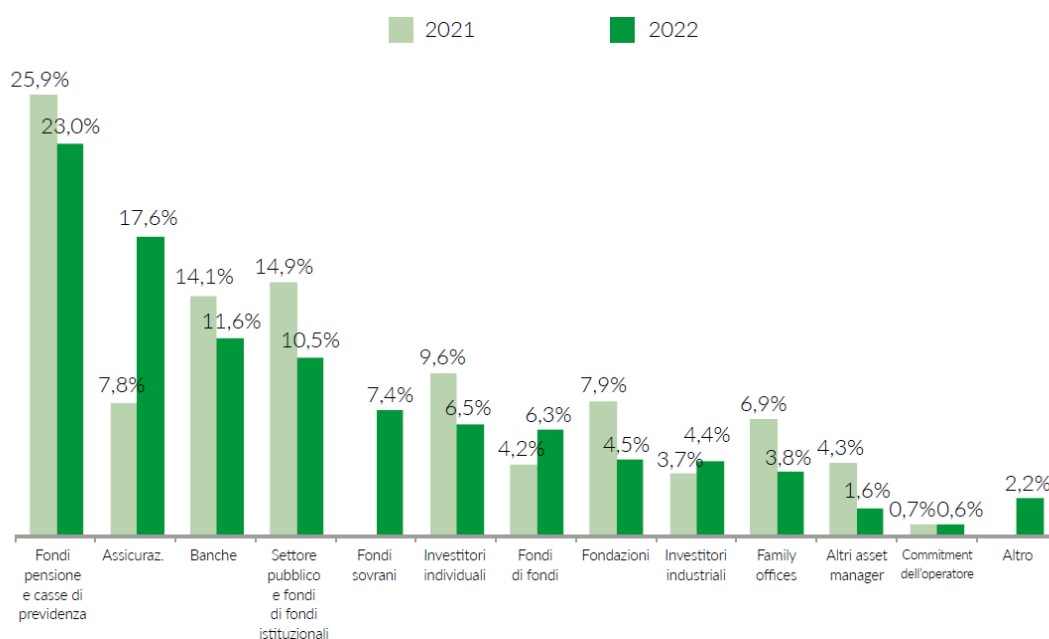
L'attività di raccolta o fundraising rappresenta la prima fase di vita di un fondo di Private Equity. Affinché questa avvenga nella maniera corretta, il gestore deve comunicare una serie di informazioni e obiettivi in maniera chiara, svolgendo una vera e propria attività di marketing rivolta ai potenziali investitori. A prescindere da ciò, anche le caratteristiche del gestore risultano determinanti per il successo di questa fase e di tutta l'operazione. Come accennato già in precedenza, un ruolo primario lo gioca l'esperienza che l'operatore ha maturato in questo campo. Molto spesso accade che gli investitori si rivolgano sempre agli stessi operatori e con cui hanno svolto operazioni in passato. A loro volta gli operatori, soprattutto nei casi di successo, tendono a mantenere intatte le loro caratteristiche e quelle dei prodotti gestiti. Inoltre, risulta fondamentale la specializzazione dei gestori di fondi. Il fatto che un operatore sia altamente specializzato in un determinato settore piuttosto che svolga un'attività generalista velocizza non solo l'attività di raccolta, ma anche quelle successive, ed è un fattore molto importante nella scelta degli investitori.³¹

È imprescindibile che l'operatore definisca il mercato geografico di riferimento, decidendo se intende concentrarsi sul mercato domestico oppure rivolgersi anche a mercati esteri. Questa scelta risulta cruciale dato che a seconda della zona geografica in questione, e delle caratteristiche differenti degli investitori

³¹ Cfr. Gejadze M., Giobt P., Schwienbacher A., Private equity fundraising and Firm specialization, *The Quarterly Review of Economics and Finance* (2017), pag 259-275

che la popolano, saranno adottate delle diverse strategie comunicative. Restando nel tema del mercato target di riferimento, il gestore dovrà definire a quale categoria di soggetti è rivolto l'investimento. Questo influenzerà le caratteristiche del fondo offerto che dunque sarà o riservato o aperto anche ad investitori retail. Gli investitori istituzionali rappresentano la categoria più ampia di chi decide di investire nel Private Equity.

Figura 2.1 Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte (anni 2021-2022)

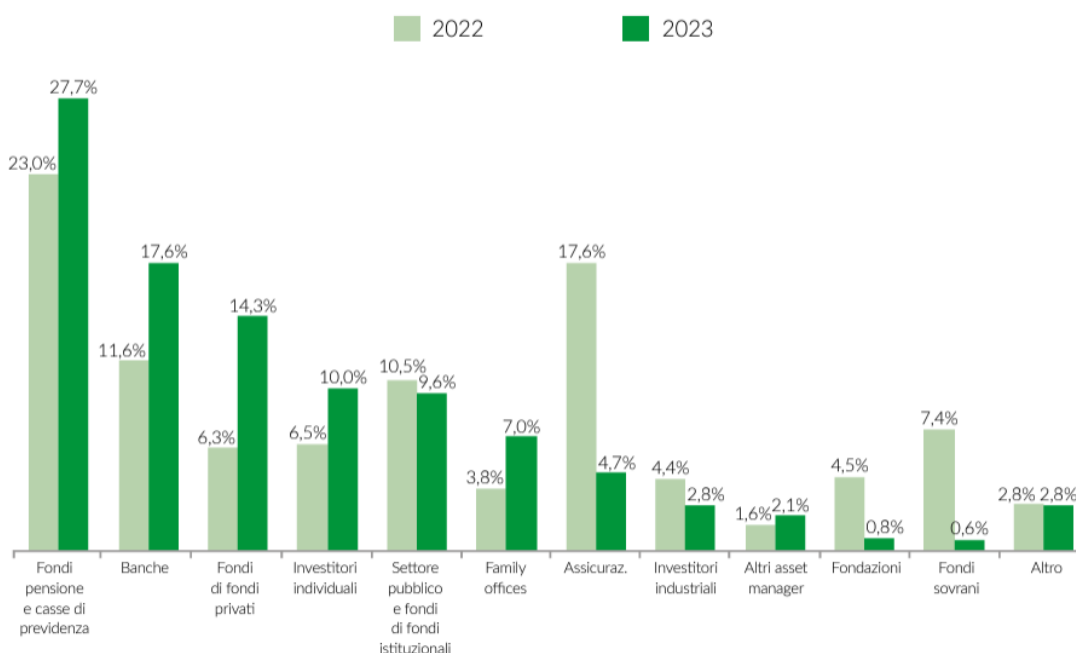


Fonte: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2022, AIFI (2023)

I dati AIFI, infatti, dimostrano che seppur con delle differenze fra il 2021 e il 2022, gli investitori istituzionali la fanno da padrone come portatori di fondi capeggiati soprattutto da Fondi Pensione e Casse di Previdenza, seppur con una

crescita di investitori individuali e Family office come è possibile notare anche nei dati relativi al 2023. Come già accennato in precedenza, spesso nel contesto italiano i numeri possono cambiare in maniera significativa da un anno all'altro, come è possibile osservare anche dai vari grafici.

Figura 2.2 Origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte 2023



Fonte: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023, AIFI (2024)

Infatti, il mancato sviluppo sistemico di queste operazioni rende la realizzazione o meno di big deal un fattore fondamentale che condiziona in maniera significativa i dati. Nonostante questo, in termini generali, gli investitori istituzionali italiani risultano essere lontani dai numeri di altri paesi europei. Un esempio è quello della Francia che nel biennio 2021-2022 ha raccolto solo dalle

assicurazioni 12 miliardi di euro. In Italia invece il loro contributo si è fermato ad 1,1 miliardi.³² Il sistema francese è sempre stato caratterizzato da una grande presenza delle assicurazioni in questo campo, mentre in Italia nessun investitore istituzionale si è mai concentrato fino in fondo in questo tipo di investimenti, se non il sistema bancario nei primi anni, ma che via via si è allontanato.

Il processo di fundraising segue una serie di passaggi necessari e consequenziali. Una volta che l'operatore definisce il mercato target e gli obiettivi del fondo inizia la fase di marketing e di promozione dell'iniziativa. Queste attività portano alla produzione di una documentazione che verrà approfondita nel prossimo sottoparagrafo. A questo punto vengono organizzati degli incontri con i potenziali investitori istituzionali al fine di raccogliere le eventuali manifestazioni di interesse. Questo processo è molto simile al *roadshow* effettuato durante le operazioni che portano ad una IPO. Qualora gli investitori fossero interessati si arriva ad una fase di negoziazione che si concretizzerà nella corporate governance del fondo.³³ L'ultimo step è rappresentato dalla fase del closing che si materializzerà con la firma di tutti i documenti necessari e che permetterà effettivamente al gestore di iniziare l'attività di investimento. Il closing dell'operazione di raccolta spesso non si esaurisce in un unico momento. Infatti, qualora il fondo abbia raccolto un determinato capitale minimo definito dal regolamento, anche prima della scadenza del fundraising, potrà iniziare a svolgere l'attività. Il fondo contemporaneamente resterà aperto a possibili nuove adesioni fino alla data della scadenza effettiva del periodo di sottoscrizione (massimo 36 mesi).

³² Cfr. <https://www.milanofinanza.it/news/private-equity-innocenzo-cipolletta-aifi-assicurazioni-e-fondi-pensione-investano-nelle-pmi-202404082012039515>

³³ Si veda a proposito il sottoparagrafo 1.4.2. "La corporate governance del fondo"

2.1.2) *La documentazione del fundraising*

Nello svolgimento della sua attività di promozione, il gestore produce una documentazione che sintetizza i vari punti di interesse necessari per attrarre gli investitori: *l'Information Memorandum*. Solitamente questo documento si compone di tutte le informazioni viste e sottolineate nel paragrafo precedente: una panoramica sulle prospettive presenti e future del gestore e del fondo; delle informazioni sulle possibili strategie di gestione e sul processo di investimento; il contesto di mercato a cui è rivolto l'investimento; termini e condizioni del fondo; i componenti del team che seguiranno questa operazione; e il profilo ESG sia del gestore che del fondo stesso.³⁴ Proprio rispetto quest'ultimo punto è fondamentale fare un'ulteriore analisi. Negli ultimi anni la sensibilità degli investitori nei confronti delle tematiche *ESG (Environmental, Social, Governance)* è cresciuta in maniera esponenziale diventando anche un fattore determinante nel guidare le scelte d'investimento. Per questo motivo anche il settore del Private Equity si è adattato a questa crescente cura. All'interno dell'Information Memorandum gli operatori forniscono agli investitori delle informazioni in merito al tema evidenziando la posizione presente e gli eventuali obiettivi futuri. Ovviamente il rispetto di queste tematiche non devono riguardare solo il gestore in sé ma anche tutta l'attività del fondo. Nel regolamento, infatti, verranno indicati dei settori non etici, e nella scelta dell'impresa target il rispetto di queste tematiche giocherà un ruolo centrale.

³⁴ Gervasoni A, Sattin F.L., *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Next (2020), pag. 146

2.2) La fase di selezione e investimento nella società target

La fase di investimento si compone di tre momenti fondamentali che saranno di seguito approfonditi: l'individuazione della società target e dell'imprenditore e/o il management team che si occupa della gestione della stessa; una valutazione approfondita di tutte le dinamiche aziendali tramite un processo di due diligence; e infine una valutazione dell'azienda con conseguente definizione del prezzo.

2.2.1) Individuazione della società target e il ruolo dell'imprenditore

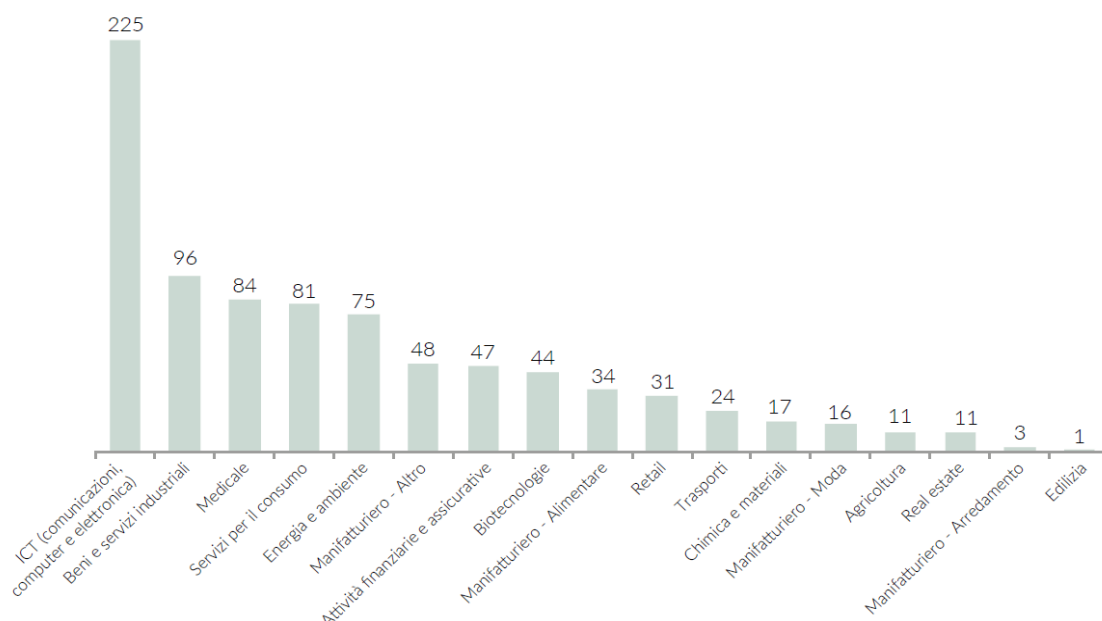
Il processo di identificazione delle opportunità di investimento o *deal flow* culmina nella scelta di una (o più) società target che abbia le caratteristiche adatte per poter essere l'obiettivo del processo. Ma con il termine *deal flow* si intende anche la capacità sistematica di un operatore di Private Equity di creare un flusso di opportunità nel tempo. E questo dipende non solo dalla società target in sé, ma dalle caratteristiche dell'operatore e dai fattori che ne definiscono il successo in questo ambito. I fattori di successo rappresentano in parte quelli affrontati anche nella fase di fundraising. Infatti, la sua immagine e reputazione (*track record*) giocano un ruolo fondamentale anche in questo caso. La scelta dell'impresa target risulta essere maggiormente complessa per gli operatori in un mercato del capitale privato come quello italiano, in quanto sono quasi sempre gli operatori a cercare le imprese da poter finanziare e non viceversa.³⁵ La capacità dell'operatore è anche quella di adattarsi a seconda dell'area geografica in cui opera e al tipo di operazione da effettuare. La selezione della

³⁵ Si veda diffusamente: AA.VV., *Il Private Equity in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia (2009)

società non è un processo standardizzato ma dipende da una serie di fattori, che cambiano a seconda dell'operatore e della società selezionata.

Senza dubbio sono attraenti società che presentano una solidità economica e finanziaria (a meno che non si sia interessati a situazioni di Turnaround) e che abbiano degli ampi margini di crescita in tempi relativamente brevi, con degli obiettivi strategici precisi. Anche il settore in cui l'azienda opera risulta fondamentale. Innegabilmente ci sono settori più attraenti e con margini di crescita più elevati che più si addicono a questo tipo di operazioni.

Figura 2.3 Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2022



Fonte: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2022, AIFI (2023)

Nel grafico relativo agli investimenti in Italia nel 2022 risulta evidente la maggioranza di operazioni in società che operano in settori altamente

tecnologici. Anche grazie allo sviluppo dell'intelligenza artificiale sono numerose le aziende che in questo settore risultano particolarmente attraenti per gli investitori, soprattutto per le operazioni di Venture Capital. Proprio nell'ambito di queste operazioni in tutto il continente europeo nel 2022, le imprese del settore ITC hanno rappresentato circa il 45% del totale delle operazioni. La situazione, ad esempio, è differente nell'ambito del Buy Out in cui, sempre relativamente ai dati 2022, società relative al settore dei beni e servizi industriali hanno rappresentato il 23% delle operazioni superando il settore dell'ICT fermo al 17%.³⁶

L'operatore pone anche l'accento su una serie di fattori esterni che però risultano molto importanti nella scelta dell'impresa: la dimensione del mercato, il piano di marketing e la strategia di mercato. Concentrando l'attenzione sull'ultimo punto risulta fondamentale non tanto la situazione del mercato nel momento dell'inizio dell'operazione, ma quello che potrebbe succedere in futuro. Fondamentale capire se l'azienda possa mantenere il suo ruolo all'interno del mercato di riferimento, spesso portando l'operatore a preferire settori in cui le barriere d'ingresso sono molto alte.

Il ruolo principale nelle operazioni di Private Equity lo gioca però il fattore umano. La sua importanza è superiore a qualsiasi tipo di valutazione economica e finanziaria; infatti, in mancanza di una sinergia fra i soggetti coinvolti è impossibile strutturare operazioni di questo tipo. Così come nella valutazione dell'impresa, non esiste un giudizio universale sulle caratteristiche adatte del management o dell'imprenditore (spesso quest'ultimo nelle piccole medie imprese funge da gestore dell'attività e si sostituisce al management). Per un operatore di P.E. l'imprenditore ideale è colui che ha voglia di crescere, con cui si abbiano obiettivi comuni e soprattutto che capisca che per raggiungere gli

³⁶ Private Equity Activity H1 2023, Invest Europe (2023)

obiettivi preposti deve affidarsi a delle competenze esterne. Le due categorie: operatori e imprenditori, devono essere indispensabili l'uno per l'altro e sentire una fiducia reciproca. Perciò, anche l'imprenditore dovrà scegliere l'operatore adatto per le sue caratteristiche e che più gli si addica, il che è anche condizionato dal tipo di operazioni che vengono svolte. A seconda dell'operazione svolta verrà dato un maggior peso ad alcuni aspetti. Ad esempio: *“Nel caso di operazioni di early stage, rispetto ad altre tipologie di operazioni, il possesso di specifiche competenze tecniche riveste un ruolo più importante nell'orientare la scelta dell'intermediario di private equity da parte dell'impresa.”*³⁷

Quest'analisi permette di comprendere che gli aspetti economici e finanziari sono davvero fondamentali ma che senza un rapporto fra operatore e imprenditore risulteranno inutili.

2.2.2) La redazione e la valutazione del business plan

Una volta che l'imprenditore e l'operatore abbiano le caratteristiche adatte l'uno per l'altro, per poter arrivare alla concretizzazione dell'investimento è necessario che l'operatore svolga un approfondito processo di due diligence. Il processo si basa principalmente sulla valutazione del business plan redatto dell'azienda. Questo documento rappresenta “il biglietto da visita” dell'impresa e che in qualche modo comprende l'intera visione aziendale da parte del management o dell'imprenditore. Il suo contenuto può essere suddiviso principalmente in due macrosettori: nel primo oltre ad analizzare obiettivi e caratteristiche dell'azienda, il management fornisce una descrizione del servizio o del prodotto

³⁷ AA. VV., *Il Private Equity in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia (2009)

offerto e di conseguenza una propria analisi del settore in cui l'impresa opera, con le opportunità e i rischi che questo comporta.

Nel secondo invece si presta una maggior attenzione ai dati economico-finanziari con un'analisi della struttura finanziaria, con un grande interesse per la situazione debitoria.

In tutta la sua trattazione il business plan si compone non solo di analisi sulla situazione presente ma anche su delle stime prospettiche che, se rispettate, consentono all'operatore anche di poter prevedere quelli che saranno i suoi ritorni futuri. Una volta consegnato il business plan sarà l'operatore a valutarne l'attendibilità. Infatti, in maniera speculare alle analisi del management, anche l'operatore svolgerà le proprie analisi sia presenti che prospettiche valutando che quelle fatte dall'azienda siano attendibili e realistiche. Inoltre, per l'operatore è molto importante la coerenza di questo documento in tutti i punti toccati. Una strategia o un piano industriale futuro sarà coerente se coadiuvato e sostenuto da un'analisi economica finanziaria che possa sostenerne la fattibilità.

2.2.3) I metodi per la definizione del prezzo della società

Una volta accettato il business plan della società e messo in atto l'approfondito processo di due diligence si arriva al culmine della fase di investimento: la valutazione della società. In realtà l'obiettivo delle parti non è tanto quello di definire il valore dell'azienda, bensì di stimare un prezzo congruo, sia per l'operatore che per il venditore, per l'acquisizione di una parte (o di tutto) il pacchetto azionario societario.

Il valore dell'azienda (o *Enterprise Value*) e il prezzo sono due grandezze che, per quanto sovrapponibili, in realtà spesso non coincidono. Questo perché *“i prezzi sono dati espressi dal mercato; i valori sono grandezze stimate a mezzo*

di previsione di flussi, di apprezzamento dei rischi, e talora di quantità stock, legate a mezzo di formule: sono perciò opinioni.”³⁸ Il valore dell’azienda, che può essere calcolato con differenti metodi, restituisce una quantificazione oggettiva data alla società prescindendo da fattori esterni che potrebbero condizionarlo. Il prezzo invece, pur partendo dalla valutazione dell’azienda, tiene conto di questi fattori esterni (come la forza contrattuale delle parti) e ne è condizionato. L’esempio più lampante è la differenza fra prezzo e valore delle società quotate in borsa. Ogni giorno il meccanismo della domanda e dell’offerta e numerosi altri fattori condizionano il valore di mercato di una società che dunque si potrebbe discostare dal *fair value* dell’impresa.

L’obiettivo di un operatore di Private Equity, interessato all’acquisizione della società, non è tanto quello di valutare l’impresa ma di definirne un prezzo, anche utilizzando la maniera più semplice possibile. È bene sottolineare che, per quanto non coincidenti, il valore del capitale economica risulta la base per poter definire il prezzo. Per questo motivo, i gestori utilizzano il metodo dei multipli che, seppur meno preciso di altri come il DCF (Discounted Cash Flow), permette di definire il valore dell’azienda rapidamente e poi di lasciare alla libera contrattazione delle parti di accordarsi su un prezzo congruo. La logica di questo metodo è quello di valutare l’azienda in questione tramite un valore di riferimento, il multiplo, che riassume le caratteristiche di imprese similari presenti sul mercato.

Il calcolo del multiplo vede l’Enterprise Value al numeratore, ma può essere effettuato in relazione a differenti parametri (che nel calcolo si trovano al denominatore). Fra cui: le vendite, il margine operativo lordo (EBITDA) e il risultato operativo (EBIT). Analizzando l’Enterprise Value, questo è dato dalla somma fra lo Shareholder Value o valore dell’equity (per le società quotate

³⁸ Guatri L., Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea Editore (1998)

rappresenta la capitalizzazione di borsa), e la posizione finanziaria netta della società (PFN) ovvero gli impegni a breve e lungo termine solo di natura finanziaria.

Al denominatore invece si troveranno delle grandezze ricavabili dal bilancio. La scelta solitamente ricade sull'EBITDA e sull' EBIT piuttosto che sul fatturato che, pur essendo più facile da calcolare, è un valore più grezzo rispetto agli altri due.

Tale metodologia si basa su due aspetti che costituiscono allo stesso tempo un grande limite: l'individuazione di imprese simili che operino in mercati con scenari competitivi simili; e la scelta del moltiplicatore che deve essere idoneo alla identificazione del valore. Soprattutto in merito al primo punto è necessario fare un'analisi. Le imprese scelte come *comparables* sono solitamente imprese quotate, in quanto risulta molto più semplice il calcolo del multiplo. Ma è anche vero che molto spesso la società target, pur facendo parte dello stesso settore, ha delle caratteristiche molto lontane dalle imprese comparabili. Anche per questo motivo, i multipli di mercato vengono scontati in relazione al maggior grado di rischio della target rispetto all'imprese che compongono il panel di riferimento. Inoltre, in alcuni casi, piuttosto che delle imprese comparabili vengono considerate delle transazioni di mercato, avvenute di recente, relative anche a società non quotate. La scelta del giusto multiplo risulta fondamentale non solo in fase di investimento ma anche in quella di disinvestimento. La società nella fase di exit sarà valutata quasi sempre con lo stesso multiplo. Considerando un multiplo calcolato sull' EBITDA, l'azienda sarà stata valorizzata dalla gestione dell'operatore se avrà un livello differente di EBITDA e PFN (che rappresenta l'indebitamento). *“Se al momento dell'exit l'EBITDA e la PFN sono identici ai valori d'entrata, il valore della società è rimasto lo stesso, e dunque l'investitore istituzionale non ha ricavato alcuna plusvalenza nella cessione del suo*

*investimento. Se, al contrario, al momento dell'uscita l'EBITDA (incremento del fatturato e/o miglioramento dei margini) è più alto e la PFN più bassa (perché la società ha generato abbastanza cassa da abbattere il debito), allora il valore complessivo della società è notevolmente più alto.”*³⁹

Oltre al metodo dei multipli, seppur meno utilizzati nell'ambito delle operazioni di Private Equity, per la valutazione dell'impresa vengono adoperati anche il Discounted Cash Flow e il Venture Capital Method. Il primo risulta essere il metodo più rigoroso per la valutazione dell'impresa, ma è raramente utilizzato nell'ambito delle operazioni di Private Equity per la sua maggiore complessità. Interessante invece il secondo, che, come dice il nome, viene utilizzato principalmente per valutare le aziende nel caso delle operazioni di Venture Capital. Senza scendere troppo nei particolari, questo metodo si basa su una valutazione dei flussi di cassa. Il valore dell'impresa viene calcolato sempre grazie al metodo dei multipli e poi scontato ad un tasso di attualizzazione solitamente molto alto, fra il 30 e il 70 %, che restituisce l'elevato rischio delle operazioni, soprattutto negli stadi iniziali di vita.

2.2.4) Le trattative fra le due parti: le clausole di Earn Out e il Vendor Loan

Come accennato già nel sottoparagrafo precedente, la definizione del prezzo è influenzata da numerosi fattori e che non possono essere facilmente sintetizzabili. Basti pensare anche il ruolo che gioca il paese in cui avviene l'operazione e di come possa condizionare il prezzo e la valutazione. Il sistema italiano, ad esempio, è molto differente da quell'anglosassone per un duplice motivo. Innanzitutto, si ha una presenza molto limitata di società quotate al contrario di quanto avviene negli Stati Uniti, il che complica la possibilità di

³⁹ Gervasoni A, Sattin F.L., Private Equity e Venture Capital, Guerini Next (2020), pag. 340

trovare dei comparable quotati. Inoltre, anche nella valutazione dell'impresa, nel sistema italiano viene riconosciuto un ruolo molto più importante a fattori patrimoniali, mentre paesi anglosassoni l'approccio reddituale è di gran lunga più importante nella valutazione delle imprese.

In fase di contrattazione risulta fondamentale anche capire il ruolo del venditore. Il prezzo sarà sicuramente differente se quest'ultimo resterà all'interno dell'azienda oppure se ne uscirà definitivamente. Dato che le difficoltà che potrebbero sorgere in ambito negoziale sono numerosissime, vengono utilizzati spesso degli strumenti per evitarle. Fra questi, ad esempio, l'utilizzo di *vendor loans* (o *vendor notes*). Questo strumento consiste a tutti gli effetti ad un finanziamento che il venditore elargisce al compratore permettendogli di dilazionare il pagamento. In questo caso l'esborso richiesto al compratore sarà minore al momento dell'acquisto restituendo il prestito negli anni successivi. Operazioni di questo tipo favoriscono anche il venditore stesso che, pur dovendo rinunciare ad una parte dell'ammontare al momento della vendita, vedrà riconosciuto un tasso di interesse sul prestito di solito molto alto rispetto ad un normale prestito. Si parla invece di *vendor notes* quando il venditore, invece di prestare il denaro all'acquirente, acquista titoli obbligazionari della società ceduta. L'obiettivo di tale strumento è quello di favorire l'incontro tra venditore e compratore riducendo l'importo dovuto nel momento del closing.

Nell'ambito della stima del prezzo della società, questa potrebbe differire in maniera sostanziosa in quanto l'operatore di Private equity (il compratore) e dall'imprenditore/management (il venditore) potrebbero avere delle previsioni differenti sulla crescita dell'azienda. Per poter superare questa problematica di *valuation gap*, le due parti potrebbero accordarsi su clausole contrattuali, definite di *earn out*, che subordinano una parte del prezzo complessivo della transazione da pagare al verificarsi di determinate condizioni successive al momento della

contrattazione. Le condizioni di solito sono rappresentate dal raggiungimento di indicatori economico finanziari (fatturato, EBIT, EBITDA) oppure target commerciali (quote di mercato o penetrazione in nuovi mercati).⁴⁰

Le clausole di *earn-out* hanno una differente diffusione a seconda del settore economico e del ciclo di vita dell'impresa target considerata. *“Sono, generalmente, più diffuse nelle transazioni che hanno per oggetto imprese operanti in settori caratterizzati da innovazione (farmaceutico, biotecnologico e ICT, per esempio) e/o intrinsecamente in forte sviluppo potenziale (come le start-up o le early stage companies)”*⁴¹. In questi casi, infatti, la valutazione dell'impresa potrebbe cambiare considerevolmente e risulta di difficile previsione. Viceversa, le clausole di Earn Out, saranno meno comuni per imprese mature che operano in settori tradizionali, poiché il loro futuro sarà meno difficile da prevedere.

Seppur in teoria molto affascinanti, la realizzazione degli accordi di Earn Out è in realtà molto complessa. Il principale problema risulta essere la definizione della gestione dell'impresa fra le parti in causa. Come accennato già varie volte durante la trattazione, l'operatore quando entra all'interno dell'azienda, o con una quota di maggioranza o di minoranza, pretende di avere un ruolo nella gestione dell'impresa. Ma una volta definiti questi accordi, se il cedente si deve impegnare a raggiungere determinati obiettivi, non potrà essere limitato nella gestione da parte dell'operatore, che quindi dovrà accontentarsi di un ruolo più passivo. Questo strumento per quanto utile in alcune situazioni dovrà essere utilizzato con cautela perché potrebbe condizionare in maniera negativa lo svolgimento dell'attività portando anche al fallimento dell'intera operazione.

⁴⁰ Cfr. Modugno G., Valentinuz G., La determinazione del valore di Earn out, Rivista Contabilità Finanza e Controllo, IlSole24Ore (2014)

⁴¹ ibidem

2.3) I rapporti tra gestore e società e il processo di creazione di valore

2.3.1) La corporate governance aziendale

Affinché possa crearsi un processo di creazione del valore stabile e duraturo, in sede di negoziazione, è necessario che vengano definiti in maniera chiara i rapporti fra la società di gestione del fondo e l'imprenditore/management. Il tema della corporate governance aziendale risulta essere uno dei temi più importanti nella gestione di un'operazione di Private Equity, sia che l'operatore entri come socio di maggioranza, sia che lo faccia come socio di minoranza. L'obiettivo è quello di mettere in atto un insieme di *“meccanismi e di regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla conduzione del governo dell'impresa, che sia non solo efficace ed efficiente, ma anche corretto ai fini della tutela di tutti i soggetti interessati alla vita dell'impresa”*.⁴²

L'adozione o meno di particolari regole di governance aziendali dipende, anche in questo caso, dalla tipologia di operazione e della grandezza dell'impresa target.

Per imprese grandi, e che auspichino alla quotazione in breve tempo, di solito vengono adottate delle regole simili a quelle richieste per le società quotate in borsa. Ad esempio: l'introduzione di consiglieri indipendenti all'interno del Consiglio di amministrazione; un bilanciamento di entrambi i generi per perseguire una maggiore parità di trattamento all'interno del CdA; l'istituzione di comitati che si occupino della remunerazione del management e del controllo dei rischi.

A questi provvedimenti si aggiungono anche dei sistemi di remunerazione e incentivazione del management che hanno come obiettivo quello di allineare i

⁴² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/governo-dell-impresa.html>

differenti interessi fra i soggetti coinvolti. Un classico esempio è quello delle *stock option*, un sistema per cui viene data la possibilità ai soggetti che compongono il management di acquistare o sottoscrivere azioni della società a cui appartengono. A quest'ultimi viene dato un periodo di tempo in cui possono decidere se acquistare o meno le azioni, solitamente ad un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato. Lo scopo di tale strumento è fare in modo che i membri del top management partecipino anche loro al rischio di impresa, e che la loro remunerazione dipenda in parte dall'andamento della società. L'incremento di valore dell'azienda porterebbe anche a loro un vantaggio monetario data dall'eventuale plusvalenza fra il prezzo di acquisto e di vendita delle azioni.

Un altro tema fondamentale è quello dell'informativa societaria inteso come il flusso di informazioni periodiche fra il management e l'operatore di Private Equity. Dato che la gestione ordinaria della società è gestita dal management è necessario che ci sia uno scambio di informazioni sull'andamento della società definendo già in fase negoziale il contenuto e anche la periodicità della reportistica. Solitamente, all'interno dell'azienda, è presente una figura che permette di facilitare il passaggio di queste informazioni e che si impegna affinché il processo venga svolto in maniera corretta. L'informativa societaria ha un ruolo fondamentale nel monitoraggio del processo di creazione del valore. La tempestività delle comunicazioni è fondamentale perché qualora si manifestassero delle problematiche consentirebbe all'operatore di intervenire celermente.

L'adozione di provvedimenti di questo tipo può essere però utilizzato per imprese grandi ed organizzate in maniera strutturata, ma nel contesto italiano, popolato maggiormente da piccole e medie imprese, l'utilizzo di questi strumenti risulterebbe in molti casi eccessiva. Nella maggior parte di queste imprese non è

presente un vero e proprio management team, e la gestione è svolta in toto dall'imprenditore. Inoltre, nel Consiglio di amministrazione siedono principalmente membri della famiglia proprietaria. L'operatore dovrà quindi adattarsi al tipo di azienda e al contesto cui si troverà di fronte, dato che l'impiego di processi troppo sofisticati, in realtà relativamente piccole, finirebbe per essere controproducente rallentando il processo decisionale.

2.3.2) Il ruolo dei gestori come "active owners" e le strategie adottate per la creazione del valore

Nelle pagine precedenti è stato più volte sottolineato che gli operatori di Private Equity abbiano e pretendano un ruolo fondamentale e influente nella gestione della società target rilevata. In realtà il loro ruolo è più simile ad una collaborazione con l'imprenditore/management e che si manifesta in un'influenza messa in atto nei confronti dell'impresa. Infatti, la gestione ordinaria della società resta quasi sempre nelle mani di imprenditori e management che possiedono una maggiore conoscenza delle dinamiche aziendali. Il gestore invece interviene come *active owner* ovvero una figura che non intralcia la gestione ordinaria, ma che interviene nelle situazioni di straordinarietà come l'organizzazione di progetti e operazioni di carattere strategico. Questo suo ruolo deve essere mantenuto sia qualora l'operatore sia azionista di maggioranza che di minoranza. Secondo uno studio effettuato da McKinsey & Company nel 2005 su 11 società di private equity statunitensi, si è dimostrato come l'utilizzo di una active ownership consenta di avere delle performance più elevate rispetto a chi non utilizza questo metodo di lavoro.⁴³

⁴³ Cfr. Heel J., Kehoe C., Why some private equity firms do better than others, McKinsey&Company (2005)

La active ownership non si esaurisce solamente nella fase di creazione del valore ma pone le sue basi già nelle fasi di negoziazione. Le operazioni in cui si osserva una maggiore probabilità di successo risultano essere quelle in cui l'operatore si assicura una conoscenza privilegiata del Consiglio di amministrazione e dal management, e in cui vengono dedicate più ore alle fasi iniziali delle trattative. Nelle operazioni con le prestazioni più elevate gli operatori hanno trascorso molto tempo in azienda durante i primi cento giorni di trattativa e si sono incontrati quasi quotidianamente con i massimi dirigenti.

Le strategie che l'operatore adotta una volta effettuato l'investimento sono diverse e spaziano in vari ambiti. In primis uno dei punti fondamentali è rappresentato dal supporto manageriale e ad un miglioramento nei processi strategici della società. L'operatore porta in dote non solo le proprie competenze ma anche quelle collegate ad una rete di contatti professionali su cui solitamente può contare. Uno studio della Banca d'Italia effettuato su 57 operazioni di Private Equity svolte in Italia nel 2008 consente di osservare come spesso il fattore più importante per l'impresa risulta essere quello finanziario, oltre a quello strategico.⁴⁴

Le competenze finanziarie dell'operatore sono sempre più importanti, e in particolar modo per operazioni come quelle di Buy Out risulta fondamentale una efficiente gestione della liquidità e di una struttura finanziaria solida. La presenza di un operatore di Private equity consente anche di favorire e migliorare lo standing creditizio di un'azienda. L'intervento di una SGR funge da garanzia per l'impresa e le consente di beneficiare di prestiti a tassi di interesse più vantaggiosi.

⁴⁴ AA. VV., *Il Private Equity in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia (2009)

La presenza degli operatori di Private Equity è anche fondamentale per uno sviluppo dell'innovazione e della ricerca. Un'analisi effettuata da Frontier Economics e Invest Europe rileva che in Europa il coinvolgimento del Private Equity aumenta l'efficienza dell'innovazione aziendale ottimizzandone la gestione rispetto alle imprese non partecipate da operatori di P.E. Nel 2013 le società sostenute da private equity rappresentavano meno del 6% dell'occupazione totale del settore privato in Europa, ma erano responsabili del 12% dell'innovazione industriale continentale, rappresentando anche l'8% di tutta la spesa industriale di Ricerca e Sviluppo continentale.⁴⁵

Sempre in questo studio, si sottolinea come l'operatore di P.E. consenta non solo di favorire lo sviluppo e la creazione di brevetti, ma anche di sostenerne una valorizzazione economica. Il valore totale dei brevetti concessi a società sostenute da private equity in Europa dal 2006 al 2011 è stato pari a 350 miliardi di euro. I brevetti concessi alle società target tendono a essere maggiormente valorizzati rispetto a quelli di società non partecipate da operatori di P.E. Per esempio, i dati degli Stati Uniti indicano che la partecipazione di private equity aumenta il valore di mercato di un brevetto fino al 25%.⁴⁶

L'impatto sull'innovazione aziendale da parte del Private Equity non riguarda solo l'ambiente europeo o statunitense ma è possibile osservarlo anche in ambito asiatico. Secondo uno studio su società cinesi partecipate da operatori di P.E tra 2017 al 2022 è stata dimostrata una la relazione tra investimenti di private equity e un miglioramento della strategia di innovazione aziendale. Lo studio osserva anche come lo sviluppo dell'innovazione non venga condizionato dalla presenza o meno di investitori statali.⁴⁷

⁴⁵ Si veda diffusamente: Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics e Invest Europe (2013)

⁴⁶ ibidem

⁴⁷ Cfr. Liang W., Wang Y., Hou L., Does private equity investment influence enterprise innovation strategy?, Finance Research Letters (2023)

Tutti gli interventi osservati consentono all'impresa target di poter incrementare la propria produttività. Sempre secondo lo studio effettuato da Invest Europe e Frontier Economics, nelle operazioni svolte in Europa fra il 2007 e il 2012, il sostegno del private equity ha migliorato la performance operativa delle società target dal 4,5% all' 8,5% nei primi tre anni dall'investimento. Inoltre, la partecipazione di private equity ha portato anche ad un miglioramento dell'EBITDA pari al 6,9%.⁴⁸

Infine, le imprese target delle operazioni di P.E. risultano anche avere minori probabilità di fallire rispetto a società con caratteristiche simili ma non partecipate da alcun operatore.

Questi studi permettono di osservare di come l'impatto di una tale operazione consente di avere all'impresa vantaggi in numerosissimi ambiti con un miglioramento in tutto il suo complesso.

2.4) La valutazione dell'investimento

La valutazione della performance dell'investimento risulta essere fondamentale per una serie di motivi. In primis consente al gestore di verificare l'andamento del proprio fondo, di confrontarlo anche con altri presenti sul mercato, svolgendo una funzione di controllo e consentendo di poter intervenire qualora sorgessero delle problematiche. Un altro motivo riguarda la necessità di comunicazione periodica che l'operatore dovrà effettuare nei confronti degli investitori sull'andamento del fondo. Inoltre, la misurazione della performance è necessaria in quanto, rispetto a quella, vengono calcolati gli oneri e i costi del fondo e le eventuali remunerazioni del gestore.

⁴⁸ Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics e Invest Europe (2013)

2.4.1) Il calcolo del Net Asset Value e la J-Curve

Un indicatore molto importante, calcolato dai gestori dei fondi, è il NAV (Net Asset Value o Valore Netto dell'Attivo) che rappresenta il valore attuale del fondo. Viene determinato dalla differenza fra il totale degli investimenti e delle passività del fondo. Solitamente questo valore viene diviso per il numero di quote in cui è ripartito il patrimonio del fondo restituendo dunque il valore attuale di ogni singola quota. Nel calcolo del NAV, nel caso dei fondi di private equity, non viene tenuto conto del valore di eventuali dismissioni fatte in precedenza ma restituisce il valore del fondo in quel determinato momento, risultando essenzialmente come una misura del valore residuo degli investimenti detenuti. Gli investitori potrebbero avere un quadro sull'andamento complessivo dell'investimento sommando il NAV alle eventuali dismissioni già ricevute.

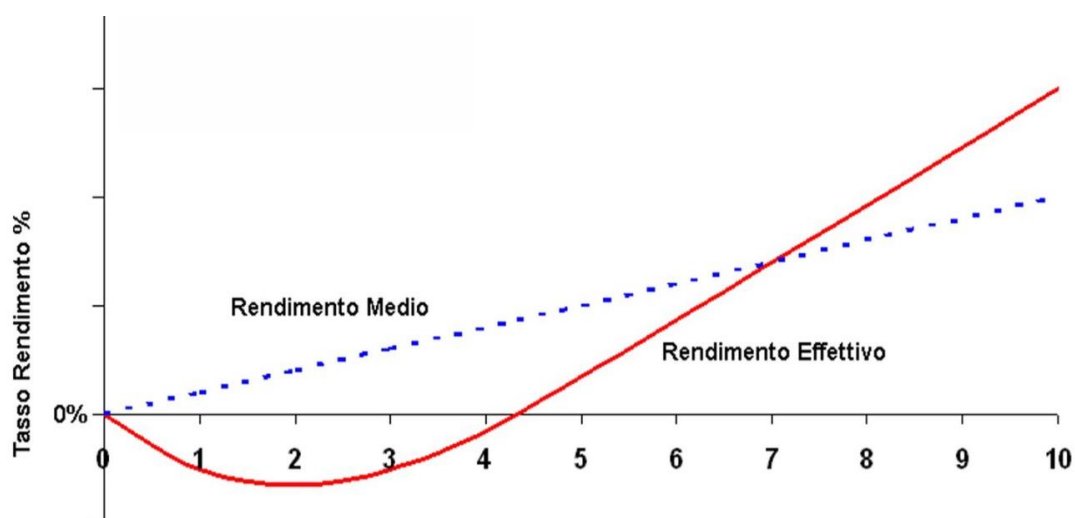
Per i fondi quotati sul mercato e aperti il NAV rappresenta il prezzo a cui un investitore può acquistare o vendere le azioni, al netto di eventuali oneri di vendita o commissioni di transazione. Per i fondi chiusi, il prezzo di un'azione è determinato dal mercato e può essere superiore o inferiore al NAV calcolato.⁴⁹

Prima di affrontare i vari indicatori di performance è doveroso sottolineare una particolarità del rendimento dei fondi di Private Equity rappresentata dalla cosiddetta J-Curve. Quest'ultima prende il nome dalla forma a J che crea il rendimento di un fondo di private equity durante la sua durata e che descrive la tendenza di tali fondi a registrare dei rendimenti negativi nei primi 3-4 anni di vita per poi crescere negli anni successivi. Questi rendimenti negativi derivano dai costi di investimento e dalle commissioni di gestione che solitamente sono maggiormente gravose nei primi anni del fondo.

⁴⁹ Si veda diffusamente: <https://www.moonfare.com/glossary/net-asset-value-nav>

“Nella realtà di curve J ne esistono diverse. La prima è rappresentata dal saldo cumulato della cassa nel tempo, cassa che viene inizialmente usata per commissioni e costi e quindi genera una minusvalenza iniziale che con il tempo, secondo le attese realizzazioni degli investimenti inverte la traiettoria discendente per crescere disegnando quello che nel gergo dell’industria è il manico del bastone da hockey. La seconda, che poi deriva dalla prima, è quella rappresentata dalla tabulazione periodica nel tempo espressa in termini di tasso interno di rendimento.”⁵⁰

Figura 2.4 Rappresentazione J-CURVE



Fonte: Azimut

⁵⁰ Castagna M., Giacomiello G., Parassina A., Rinelli G., Private Markets, CFA Society Italia (2023)

2.4.2) *Gli indicatori di performance dell'investimento e di settore*

L'indicatore maggiormente utilizzato nella valutazione della performance nell'ambito delle operazioni di P.E. è l'*Internal Rate of Return (IRR)* o Tasso Interno di Rendimento (TIR). L'IRR è il tasso di sconto che permette di eguagliare la sommatoria dei flussi di cassa in entrata attualizzati e quella dei flussi di cassa in uscita attualizzati, a cui va eventualmente aggiunto il valore del portafoglio che ancora non è stato disinvestito. I flussi in uscita comprendono le fonti utilizzate per acquisire le partecipazioni delle società come investimento iniziale o anche considerando gli investimenti successivi. I flussi in entrata rappresentano le eventuali dismissioni effettuate durante la vita del fondo e l'eventuale riscossione dei dividendi staccati dalle società.

Il calcolo dell'IRR è fondamentale in quanto consente sia di fare dei confronti con altri fondi ma soprattutto di mettere a paragone questo tasso con un eventuale rendimento soglia definito dall'investitore. L'investimento sarà interessante qualora l'IRR superi il tasso soglia definito. Il calcolo dell'IRR però assume il suo valore reale alla fine della vita del fondo in cui possono essere considerati tutti i flussi di entrate e di uscita. Data la necessità di misurare le performance anche durante la vita del fondo vengono utilizzate tre differenti modalità di calcolo dell'IRR.

Secondo delle linee guida definite da Invest Europe⁵¹ gli indicatori utilizzabili sono: *Gross IRR*, *Fund Net IRR*, *Rendimento netto per ogni singolo investitore*. Il *Gross IRR* tiene conto di tutti i flussi in uscita e in entrata effettuati fino a quel momento a cui viene aggiunta la valutazione degli investimenti ancora in portafoglio. Questo indicatore non include nel calcolo l'impatto di interessi o oneri derivanti dalla gestione del fondo nel suo complesso.

⁵¹ Si veda diffusamente: Investor Reporting Guidelines, Invest Europe (2018)

Il *Fund Net IRR* misura il rendimento ottenuto dagli investitori nel fondo e considera i flussi di cassa effettivi che si verificano tra il fondo e tutti gli investitori e la quota del patrimonio netto del fondo detenuta dagli investitori. Inoltre, una volta effettuati tutti i disinvestimenti, il Fund Net IRR rifletterà :” *the ‘cash-on-cash’ return to the investors, and will implicitly be net of: the management fees paid to the fund manager (whether funded from investor drawdowns or out of investment income); the fund manager’s carried interest; all other applicable professional and ancillary charges which are paid out by the fund in the course of investing, managing, and divesting from the investment portfolio.*”⁵²

Il terzo indicatore ovvero *il rendimento del fondo per ogni singolo investitore* si calcola allo stesso modo del Fund Net IRR, con la differenza che non vengono presi in considerazione i flussi di cassa e gli interessi di tutti gli investitori ma solo quelli riferibili al singolo investitore.

Per il monitoraggio della performance del fondo gestito risulta utile calcolare anche degli indicatori che tengano conto dell’andamento del settore del Private Equity. Uno di questi è il *Vintage Year Approach* che consente di comparare il rendimento del fondo con quello di altri fondi di P.E. che hanno iniziato la loro attività nel medesimo anno. La logica dell’indicatore risiede nella convinzione per cui un paniere di fondi, nati nello stesso anno, ha subito le medesime influenze macroeconomiche del fondo gestito.

Un altro indicatore utilizzato è il *Composite Approach*. Questo indice confronta il rendimento del fondo gestito con quello di altri fondi di P.E. con caratteristiche simili fra cui: la dimensione del fondo, il settore di riferimento, l’area geografica. La difficoltà di questi indici è quella di trovare un campione di fondi rappresentativo e per cui il confronto possa essere fatto in maniera corretta.

⁵² Investor Reporting Guidelines, Invest Europe (2018)

Infine, per valutare il rendimento del fondo, possono anche essere presi in esame *benchmark* di mercato come gli indici azionari. Prendendo come esempio un operatore di P.E. che acquista partecipazioni di società che operano negli Stati Uniti, questo potrebbe utilizzare l'indice Russell 3000 come benchmark (indice di mercato che rappresenta quasi tutte le società americane quotate). Il rendimento del fondo solitamente dovrebbe essere maggiore di quello di mercato (tra il 3% e il 5% in più) in quanto dovrebbe tener conto soprattutto del grande rischio di liquidità che contraddistingue le operazioni di P.E. rispetto a degli strumenti tradizionali.⁵³

2.5) Il processo di disinvestimento

Il processo di disinvestimento è probabilmente la fase maggiormente delicata dell'intera operazione di Private Equity. Rappresenta infatti il momento in cui l'operatore e l'investitore monetizzano l'investimento e gli sforzi messi in atto durante il processo di creazione del valore. Il disinvestimento è condizionato da una serie di fattori che verranno approfonditi nel seguente paragrafo: il timing del disinvestimento, l'identificazione dei potenziali acquirenti, e la strategia di vendita utilizzata.

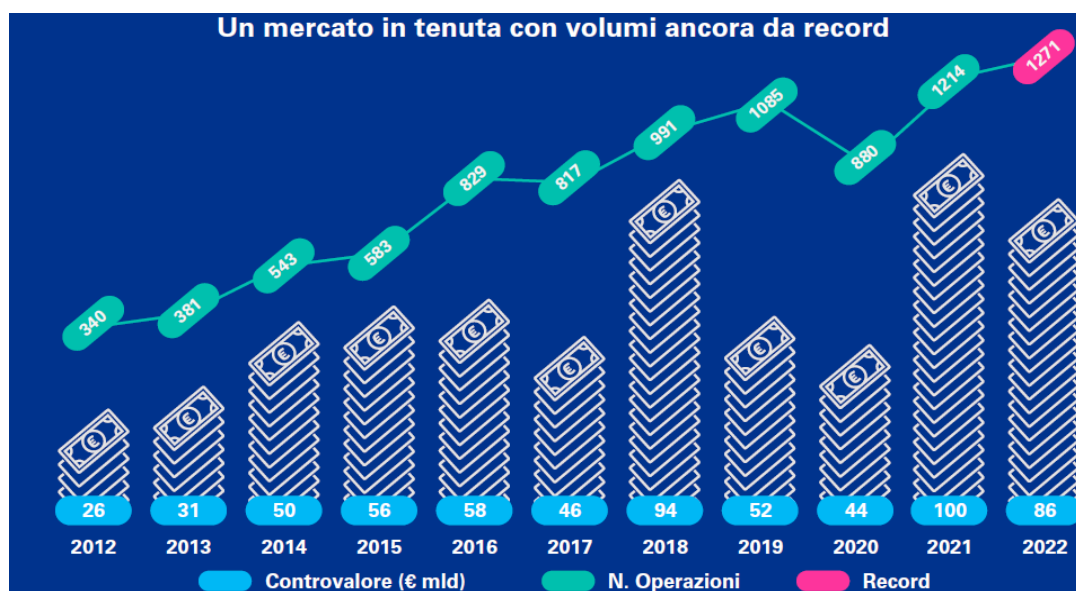
2.5.1) Il timing dell'operazione

Il timing del disinvestimento consiste nel trovare la più favorevole finestra temporale nella quale effettuare l'exit. La scelta del momento adatto è condizionata da due fattori: la condizione delle società target presenti nel portafoglio del fondo e dalle condizioni generali del mercato.

⁵³ Gervasoni A, Sattin F.L., Private Equity e Venture Capital, Guerini Next (2020), pag. 489

Rispetto al primo fattore, il gestore, considerando anche gli obiettivi posti all'inizio dell'operazione, cercherà di effettuare il disinvestimento una volta esaurito il processo di creazione del valore ritenendo conclusa la crescita. E soprattutto essendo sicuro di poter realizzare i rendimenti inizialmente sperati. Il fattore più importante è però il secondo. La fase di mercato nella quale avviene l'exit è fondamentale per una buona riuscita dell'operazione. La capacità del gestore dovrà anche essere quella di prevedere l'andamento dei mercati ed eventualmente di anticipare o posticipare la cessione rispetto a quanto inizialmente previsto. Suddividendo le possibilità di exit di un'operazione di Private Equity in M&A e IPO, si osserva come nei periodi di crisi, non solo il mercato azionario ha subito dei rallentamenti ma anche quello delle fusioni e delle acquisizioni.

Figura 2.5 Il mercato italiano del M&A dal 2012 al 2022



Fonte: Rapporto Mergers & Acquisition 2022, KPMG (2023)

La ricerca della giusta finestra temporale non dovrà essere limitata all'andamento generale dei mercati ma anche da quello del settore di appartenenza della società target. Ci sono delle fasi di mercato per cui alcuni settori sono particolarmente valorizzati o sottovalutati rispetto altri. Si pensi ad esempio al settore del lusso, che ha resistito in maniera incredibile ai periodi di recessione economica attraversati negli ultimi anni registrando rendimenti maggiori di quelli del mercato. L'operatore dunque dovrebbe concentrarsi più sul secondo fattore che sul primo. In alcuni casi, non cedere un'azienda in una finestra estremamente favorevole al fine di poter migliorare, anche di poco, la performance aziendale è un errore che si potrebbe pagare a caro prezzo.

Nel caso in cui l'operatore non abbia la totalità delle quote della società, il processo di disinvestimento potrebbe essere condizionato dalla volontà degli altri soci dell'azienda, i quali potrebbero essere contrari alla cessione. Per questo motivo all'interno dei patti parasociali vengono disciplinate delle clausole che regolino queste eventualità.

Una delle più utilizzate è la clausola di *drag along*. Viene definita come “*quella statuizione in forza della quale, nel caso in cui uno dei soci (di solito, di maggioranza) intenda alienare le proprie partecipazioni, anche gli altri soci - di solito, quelli di minoranza - possono essere obbligati ad alienare le proprie partecipazioni.*”⁵⁴ Tale clausola consente al socio di maggioranza di cedere non solo il proprio pacchetto di maggioranza, ma anche di obbligare i soci di minoranza a cedere la propria quota. Solitamente questo avviene quando l'acquirente della società intende farlo solo acquistando la totalità delle quote. Anche il socio di minoranza potrebbe tutelarsi dalla vendita della quota di maggioranza della società, non volendo restare come socio della nuova società.

⁵⁴ AA. VV., Per introdurre il drag along basta la maggioranza, Norme e Tributi, IlSole24Ore (2017)

Infatti, grazie all’inserimento della clausola di *tag along* avrà il diritto di pretendere che il socio di maggioranza venda anche la sua quota di minoranza. Qualora l’operatore di P.E. occupi la posizione di minoranza, si impegnerà a definire delle clausole con i soci di maggioranza per favorire l’uscita. Ad esempio, la *clausola put* obbliga il socio di maggioranza, qualora non fosse d’accordo alla cessione della quota dell’operatore, di acquistare la quota di minoranza dell’operatore.

2.5.2) *L’identificazione dei potenziali acquirenti e le modalità di disinvestimento*

Una volta trovata la giusta finestra temporale è fondamentale definire la categoria di acquirenti ai quali offrire la propria quota di partecipazione. Come accennato già in precedenza, è possibile suddividere le modalità di disinvestimento in due gruppi: le operazioni di M&A e la quotazione in borsa (IPO). Fra le operazioni di M&A rientrano fondamentalmente tutte le dismissioni che non vedono come fine ultimo quello della quotazione in borsa. Il private equity è il motore delle operazioni di fusione e acquisizione sia in Italia che in Europa. Osservando i dati delle operazioni in Italia nel 2022 e nel 2023, la quota occupata dal private equity risulta essere pari al 40% del totale delle operazioni svolte.⁵⁵ Inoltre, concentrandosi sui primi tre mesi del 2024, si nota una crescita delle operazioni di M&A rispetto agli ultimi anni. Infatti: *“sono state annunciate in Italia 294 acquisizioni, in crescita del 3% rispetto alle 285 del primo trimestre 2023, quasi la metà delle quali (145) attribuibili ai fondi di private equity e infrastrutturali: si tratta di un balzo annuo del 26%.”*⁵⁶

⁵⁵ Si veda diffusamente: M&A Barometer Review 2023 Preview 2024, EY (2024)

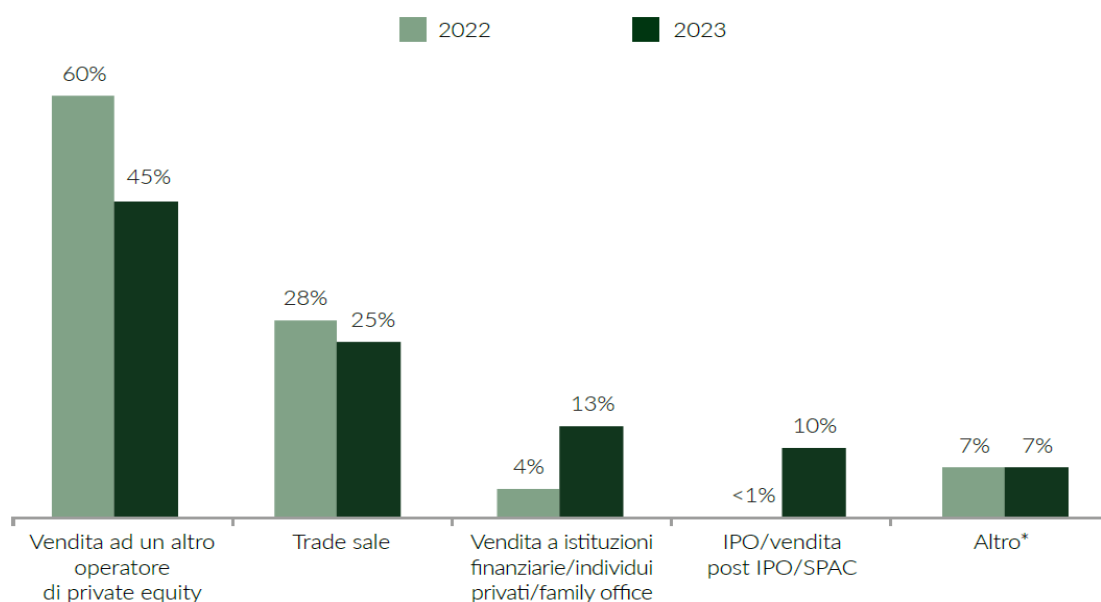
⁵⁶ Capponi M., Il private equity traina l'm&a: quasi la metà delle operazioni italiane del primo trimestre è attribuibile ai fondi, Milano Finanza (2024)

Questa crescita è dovuta anche alla presenza di big deal nei primi mesi del 2024, in quanto Big Deal e Private equity sono due variabili intrecciate fra loro.

Per gli operatori di Private Equity gli interlocutori, nel caso delle operazioni di M&A, possono essere suddivisi in: acquirenti strategici, acquirenti finanziari e acquirenti originari.

Fra gli acquirenti strategici rientrano le società o gruppi societari che operano nello stesso settore della target e che sono interessati ad acquisire la quota per creare sinergie industriali o fondersi con la società acquistata. Questo tipo di operazioni vengono chiamate *Trade Sale* e rappresentano in Italia la seconda tipologia di dismissione. Solitamente le operazioni di questo tipo avvengono quando l'operatore cede o tutto il pacchetto azionario o una quota di maggioranza. L'acquirente strategico sarà interessato alla società solo potendo effettivamente averne un controllo tale da poter raggiungere gli obiettivi preposti.

Figura 2.6 Evoluzione delle dismissioni in Italia per tipologia di operatore



Fonte: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023, AIFI (2024)

La seconda categoria è rappresentata dagli acquirenti finanziari. All'interno di questa rientrano una serie di soggetti anche differenti fra loro, che però hanno come obiettivo principale l'acquisizione della società non per finalità industriali, come nel caso dell'investitore strategico, ma per generarne in futuro una plusvalenza. Si osserva dunque come la fetta più rilevante di dismissioni sia effettuata cedendo la quota ad un altro operatore di Private Equity che continuerà la valorizzazione della società acquistata. Questa risulta essere non solo la prima forma di dismissione nel contesto italiano, ma anche in quello europeo.⁵⁷ Un ruolo sempre di maggior rilievo lo giocano anche altre istituzioni finanziarie o family office che decidono di investire in questo "mercato secondario".

Infine, l'ultima categoria è quella degli acquirenti originari, ovvero la cessione della quota dell'azienda al socio originario. Questo tipo di operazioni vengono chiamate *buy back* e non sono molto diffuse. Solitamente, infatti, avvengono quando l'operazione non è andata a buon fine e non sono stati raggiunti i risultati sperati risultando l'unica strada percorribile dal gestore per uscire dall'investimento fatto. Infatti, non essendoci stata una valorizzazione, è difficile che altre categorie di operatori siano interessati all'acquisto.

Oltre alle operazioni viste precedentemente l'operatore ha anche la possibilità di cedere le proprie quote al mercato borsistico grazie ad un processo di Initial Public Offering (IPO). Tale processo richiede una maggiore rigidità rispetto ai processi di M&A caratterizzati da una flessibilità derivante dalla contrattazione fra le parti. Per la quotazione in borsa sono richiesti dei rigorosi requisiti formali per poter accedere al mercato. Al contempo la società deve rispettare anche dei requisiti sostanziali affinché abbia le caratteristiche per essere adeguatamente valorizzata dal mercato.

⁵⁷ Cfr. Investing in Europe: Private Equity Activity 2023, Invest Europe (2024)

Tale processo è primariamente utilizzato nei paesi anglosassoni per un maggiore sviluppo dei mercati borsistici. In Italia, nel 2022, ha rappresentato una via di uscita irrisoria con una percentuale minore all'uno per cento. Nel 2023 invece si è affermata come la quarta modalità di exit. A volte l'operatore di P.E. utilizza anche la forma della SPAC per poter velocizzare l'ingresso in borsa della società target.

Infine, alle forme sopra enunciate, si aggiungono forme di uscita residuali come il *write off* o il *dividend recap*.

2.5.3) *Le strategie di vendita*

Oltre a scegliere una buona finestra temporale e il miglior potenziale acquirente, affinché un'operazione di exit sia svolta nella maniera corretta, è fondamentale che venga adottata una giusta strategia di vendita. Per strategia di vendita corretta non si intende solamente quella che permette all'operatore e agli investitori una migliore monetizzazione della cessione, ma anche quella che permetta alla società ceduta di continuare a crescere nelle mani del nuovo proprietario. Si è più volte sottolineato, all'inizio del seguente capitolo, di come nell'ambito delle operazioni di P.E. fosse fondamentale, sia per attrarre le società target che gli investitori, che il gestore del fondo abbia un track record positivo. Infatti, qualora la società ceduta non continuasse a crescere o addirittura peggiorasse risulterebbe una brutta pubblicità anche per il gestore che ha detenuto la società in precedenza. Quest'ultimo dovrà quindi preoccuparsi anche dell'andamento dell'azienda post cessione e il modo migliore per farlo è quello di consegnare l'azienda ad un socio che abbia le caratteristiche adatte.

Rispetto alla cessione sul mercato azionario, data la scarsa flessibilità dell'operazione, l'operatore non potrà mettere in atto particolari strategie.

L'unica scelta potrebbe essere se decidere di quotarsi tramite IPO o SPAC. Oppure decidere di quotarsi su un mercato che crede possa riconoscere maggiormente il valore della società. Rispetto invece alle operazioni di M&A le caratteristiche di vendita possono essere suddivise in: *pre-emptive bid*, *negotiated sale*, *procedura d'asta*.⁵⁸

La *pre-emptive bid* è un tipo di negoziazione per cui la trattativa viene intavolata con un unico soggetto interessato all'acquisto. Solitamente in questo caso non sarà il venditore a cercare l'acquirente ma viceversa sarà quest'ultimo ad avvicinarsi all'azienda. I fattori positivi di una strategia di questo tipo riguardano: la riservatezza dell'operazione, una minore dilatazione dei tempi di contrattazione e la possibilità di cedere la quota ad un prezzo maggiore. Dal punto di vista del prezzo, una trattativa di questo tipo potrebbe essere un'arma a doppio taglio. Infatti, non essendoci un riscontro del mercato o di altre offerte, non è facile definire il prezzo di vendita. D'altro canto, il compratore essendo fortemente interessato all'azienda potrebbe essere disposto anche a pagare un prezzo più elevato. Anche se, come detto nel sottoparagrafo 2.2, per la cessione solitamente vengono utilizzati gli stessi multipli adottati per definire il prezzo al momento dell'acquisto.

La *negotiated sale* è sempre una trattativa privata, ma che non coinvolge solo un acquirente bensì è aperta ad un numero ristretto di acquirenti (dai 2 ai 5). I vantaggi sono simili alla *pre-emptive bid*, seppur con delle complessità maggiori. Le trattative con i vari soggetti non vengono svolte allo stesso modo e non seguono tutte lo stesso stato di avanzamento comportando una difficoltà nel confronto dell'offerte.

Infine, il gestore potrebbe decidere di vendere la sua partecipazione tramite una *procedura d'asta*. In questo caso è possibile fare un'ulteriore suddivisione fra

⁵⁸ Gervasoni A, Sattin F.L., Private Equity e Venture Capital, Guerini Next (2020), pag. 480

limited auction e broad auction. Nel primo caso l'asta è riservata ad un numero ristretto di partecipanti, scelti dal gestore, ed è caratterizzata da una maggiore flessibilità. La *broad auction* invece è aperta ad un numero più ampio di partecipanti ed è un procedimento molto più rigido, organizzato in maniera rigorosa. Ovviamente nel caso di un'asta pubblica viene meno la riservatezza e la flessibilità delle strategie precedenti ma al contempo la competizione fra i vari acquirenti potrebbe consentire un prezzo di vendita più elevato rispetto a delle trattative riservate. Inoltre, questo strumento favorisce una maggiore trasparenza e di conseguenza una facile confrontabilità delle offerte da parte del gestore.

CAPITOLO 3: LO SVILUPPO DI NUOVE E VECCHIE FORME DI PRIVATE EQUITY DA PARTE DI UN GESTORE E LA LORO REMUNERAZIONE: IL CASO AZIMUT

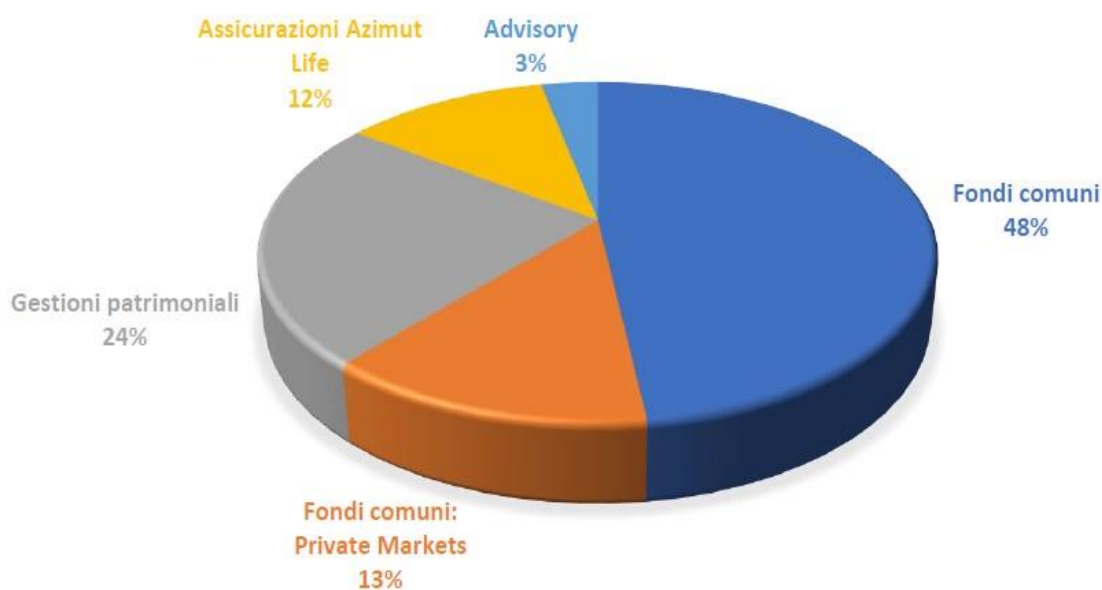
3.1) La gestione del Private Equity per Azimut

Il Gruppo Azimut nasce in Italia nel 1990 e dopo circa 35 anni dalla sua fondazione è la più grande realtà finanziaria indipendente (da gruppi bancari, assicurativi e industriali) nel mercato italiano. Quotata dal 2004 alla Borsa di Milano, opera tutt'ora in diciotto paesi del mondo coprendo sei differenti continenti.

3.1.1) L'offerta di Private Market gestita da Azimut: situazione presente e obiettivi futuri della società

Per poter capire l'importanza che i mercati privati hanno per l'intero gruppo Azimut è fondamentale partire dall'osservazione delle masse totali e del patrimonio gestito dalla società. Infatti, nel 2023 le masse totali gestite dal Gruppo Azimut sono state pari a 60,6 miliardi di euro con un patrimonio totale gestito che ha raggiunto quota 90,8 miliardi di euro con un incremento sempre maggiore del comparto dei mercati privati. Come si può osservare di seguito, questi rappresentano il 13,3% dell'intera massa gestita. L'impegno del gruppo per questo tipo di attività è cresciuto a dismisura negli ultimi anni. Nel 2019 infatti i mercati privati pesavano solo circa l'1% del risparmio gestito dal gruppo, con una considerevole crescita negli ultimi 5 anni.

Figura 3.1 Ripartizione percentuale delle masse totali gestite dal gruppo Azimut nell'esercizio 2023



Fonte: Relazione e bilancio consolidato al 31 dicembre 2023 Azimut Holding SPA

Proprio nel 2023 il segmento dei mercati privati ha visto un ulteriore sviluppo con un incremento del 25% rispetto al valore dell'anno precedente della massa gestita arrivando ad un totale di 8,1 miliardi di euro. L'obiettivo del gruppo è quello di arrivare nel 2024 ad una percentuale pari al 15%, il che certifica come per la società il Private Equity giochi un ruolo fondamentale.⁵⁹ Il gruppo gestisce tramite le proprie controllate 65 fondi⁶⁰ operanti nei mercati privati, ai quali si aggiungono operazioni di Club Deal e GP-Stakes che saranno approfondite nel resto del capitolo.

⁵⁹ Cfr. Relazione e bilancio consolidato al 31 dicembre 2023 Azimut Holding SPA

⁶⁰ Si veda diffusamente: <https://www.azimut.it/public-private-markets/fondi/private>

Figura 3.2 Principali fondi gestiti riservati e non suddivisi per asset class

	PRIVATE EQUITY	PRIVATE EQUITY + VENTURE CAPITAL	VENTURE CAPITAL	PRIVATE DEBT	REAL ASSETS & INFRASTRUTTURE
FONDI RISERVATI					
IPO CLUB		AZ RAIF II - PRIVATE EQUITY BROADLIGHT	AZIMUT DIGITECH FUND	AZ RAIF II - Kennedy Lewis US Credit Opportunities	INFRASTRUTTURE PER LA CRESCITA - ESG
GLOBALINVEST		AZIMUT GLOBAL PRIVATE MARKETS NEXT GEN	AZ RAIF II - VENTURE CAPITAL P103	AZ RAIF I - ABSOLUTE PERFORMING ASSETS	AZ RAIF II - REAL ESTATE ITALIA
AZ RAIF I - YHOX			AZIMUT DIRECT INVESTMENT ALPS BLOCKCHAIN SCSP	AZ RAIF I - ABSOLUTE NON PERFORMING ASSETS	AZ RAIF II - REAL ASSETS ROUNDSHIELD
AZ RAIF II - PRIVATE EQUITY BORLETTI INVESTMENT CLUB			AZIMUT DIRECT INVESTMENT PLATINUM FIT SCSP	AZ RAIF I - PRIVATE DEBT FLEXIBLE CREDIT II	AUTOMOBILE HERITAGE ENHANCEMENT
AZ RAIF II - BCP ASIA II			AZIMUT DIRECT INVESTMENT YOUNG PLATFORM SCSP	AZIMUT DIVERSIFIED CORPORATE CREDIT ESG-8 SCSp RAIF	
AZ RAIF II - PRIVATE EQUITY HIGHPOST			AZIMUT DIRECT INVESTMENT NEWCLEO SCSP	AZIMUT GLOBAL PRIVATE DEBT EVERGREEN RAIF SCSP	
AZ RAIF II - PRIVATE EQUITY PENINSULA			AZIMUT DIRECT INVESTMENT PLANET FARMS SCSP		
AZIMUT DIRECT INVESTMENT SPOTTER SCSP			AZIMUT DIRECT INVESTMENT VEDRAL SCSP I, II		
IPO CLUB 2			AZ RAIF II - VENTURE CAPITAL DIGITECH EUROPE		
			AZIMUT DIRECT INVESTMENT LIFTT SCSP		
			AZIMUT DIRECT INVESTMENT NEW ENERGY SOLUTIONS SCSP		
FONDI NON RISERVATI					
AZIMUT ELTIF - PRIVATE EQUITY HIGHPOST		AZIMUT ELTIF - PRIVATE EQUITY BROADLIGHT	AZIMUT ELTIF - VENTURE CAPITAL ALICROWD I, II, III	AZIMUT ELTIF - DIGITAL LENDING I, II, III	AZIMUT ELTIF - INFRASTRUCTURE & REAL ASSETS - ESG
AZIMUT ELTIF - PRIVATE EQUITY OPHELIA			AZIMUT ELTIF - VENTURE CAPITAL P103	AZIMUT ELTIF - CAPITAL SOLUTIONS	
AZIMUT ELTIF - PRIVATE EQUITY VALSABBINA			AZIMUT ELTIF - VENTURE CAPITAL HIPSTR	AZIMUT PRIVATE DEBT	
AZIMUT ELTIF - PRIVATE EQUITY PENINSULA TACTICAL OPPORTUNITY			ITALIA 500	AZIMUT PRIVATE DEBT MULTISTRATEGY 1, 2, 3	
AZIMUT PRIVATE ESCALATOR 1, 2			AZIMUT ELTIF - VENTURE CAPITAL DIGITECH EUROPE	AZIMUT PRIVATE DEBT CAPITAL SOLUTIONS II - ELTIF	
AZIMUT DEMOS 1					

Fonte: Relazione e bilancio consolidato al 31 dicembre 2023 Azimut Holding SPA

Come visto anche nella figura 3.1 la gamma di servizi offerti dal gruppo è molto ampia. Quasi la metà è ricoperta da fondi comuni di investimento a cui seguono per massa gestita la gestione patrimoniale e l'intervento nei mercati privati.

La logica di intervento nei mercati privati è quella di offrire dei prodotti che possano coprire tutte le caratteristiche sia delle imprese finanziate che degli investitori. Tramite i vari prodotti offerti si può investire in aziende che si trovano in tutte le fasi del loro ciclo di vita, con la possibilità di intervenire sia attraverso l'acquisizione di quote di maggioranza che di minoranza nell'equity della società o di sostenerle tramite operazioni di Private Debt. Anche dal lato degli investitori, l'ampia gamma di fondi permette a tutte le categorie di risparmiatori di poter investire nel mercato privato tramite fondi ELTIF o con fondi chiusi ma con quote di entrata molto basse.

Fra le 130 partecipate del gruppo, nel seguente capitolo si concentrerà l'attenzione su alcune società tramite le quali Azimut opera nei mercati privati. Queste sono principalmente quattro: Azimut Capital Management SGR, Azimut Libera Impresa SGR, Azimut Alternative Capital Partners LLC e Azimut Investments SA.

Azimut Capital Management SGR è una società di gestione del risparmio italiana che gestisce: fondi pensione, fondi OICVM e anche un fondo di hedge italiano. Per quanto riguarda il mercato dei capitali privati gestisce quattro fondi di Private Debt.

Azimut Libera Impresa SGR è la società di gestione del risparmio del gruppo specializzata nella gestione di fondi alternativi dedicati a piccole e medie imprese e imprenditori del territorio italiano. Un esempio è il fondo DEMOS 1 con cui ha investito in diverse realtà italiane come L'Isola dei Tesori e Sicer.

Azimut Investments Sa è invece una società di diritto lussemburghese a cui è delegata la gestione di fondi multi-comparto fra cui: AZ Fund 1 e AZ Multi Asset, Fondi di Investimento ELTIF e fondi di investimento alternativi riservati denominati RAIF. Sempre tramite questa società vengono svolte le operazioni di Club Deal.

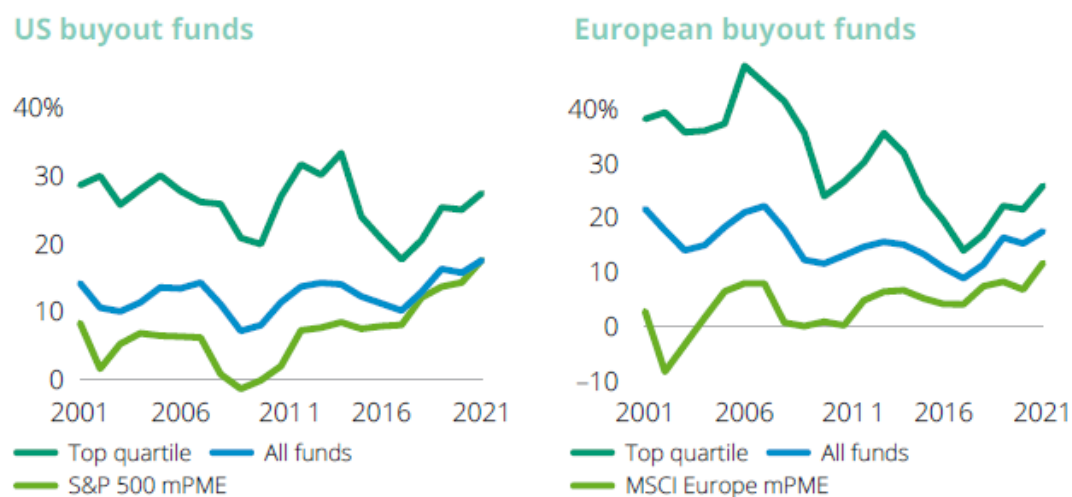
Infine, un ruolo di primaria importanza è ricoperto dalla società con sede negli USA denominata Azimut Alternative Capital Partners LLC che opera principalmente nel mercato del GP-STAKES con lo scopo di detenere partecipazioni di minoranza in società a loro volta operanti nel settore dei mercati privati.

3.1.2) Le motivazioni e le modalità di intervento nel Private Equity

La motivazione principale che spinge una società di gestione del risparmio sul Private Equity è la necessità di diversificazione del portafoglio gestito. Anche per il gruppo Azimut l'obiettivo è quello di non dipendere solamente dal mondo dei mercati "pubblici" aumentando la partecipazione in quelli privati.

Storicamente il mercato del Private Equity ha registrato dei rendimenti migliori del mercato azionario. Osservando il seguente grafico si può notare come sia negli Stati Uniti che in Europa i fondi di Private Equity, e in particolare quelli di Buy Out, abbiano avuto dei risultati migliori negli ultimi 20 anni rispetto a quelli osservati nel mercato azionario (rappresentati da indici di mercato relativi all'andamento di PMI).

Figura 3.3 TIR netto aggregato su un orizzonte di 10 anni per i fondi di P.E. e mercato azionario



Fonte: Castagna M., Giacomiello G., Parassina A., Rinelli G., Private Markets, CFA Society Italia (2023)

Il private equity è sicuramente un'alternativa ad alto rendimento nelle scelte dei gestori. Infatti, qualora debba sempre essere bilanciato in maniera corretta, sia nel portafoglio degli investitori sia del gestore stesso, non si può ignorare che queste attività sono slegate da decisioni di breve termine e dalla volatilità tipica dei mercati pubblici. *“A differenza delle azioni negoziate sui mercati pubblici, gli investimenti in private equity sono caratterizzati da un orizzonte temporale più lungo e da una minore esposizione alle fluttuazioni di mercato a breve termine.”*⁶¹ Inoltre, secondo professionisti Azimut ⁶², il maggior rischio-rendimento dei mercati privati è dato in particolar modo dall'illiquidità di queste

⁶¹ Russo D., Private Market la via per assicurare buoni rendimenti nel lungo termine, *IlSole24Ore* (2023)

⁶² Da un colloquio avuto con Vittorio Pracca, presidente di AACCP

attività rispetto agli investimenti tradizionali. Questa caratteristica in realtà non deve per forza essere considerata come un fattore negativo, soprattutto per l'investitore. In qualche modo l'impossibilità di liquidare l'investimento può evitare all'investitore di incappare in errori comportamentali, molto frequenti soprattutto nei momenti di turbolenza dei mercati.

Azimut insiste molto nelle operazioni di Private Equity fondamentalmente per tre ragioni: stabilizzazione dei ricavi, crescita delle competenze, valorizzazione dell'ecosistema del territorio. I mercati privati portano in particolar modo ad una stabilizzazione dei ricavi per i gestori. Facendo infatti un confronto con un fondo quotato o con un ETF questi consentiranno di ricavare dei rendimenti una tantum o, seppur continuativi, solo per un lasso di tempo limitato; invece, nei mercati privati è prevista per il gestore una costanza di ricavi nel tempo. Questa è fornita dalle commissioni annuali di gestione alle quali si aggiunge un "boost" di alto livello dato dal *carried interest*. Qualora venga costruita un'operazione efficace tutta la catena dell'investimento (operatore, azienda, investitore) potrà portare a casa dei risultati molto importanti. Considerando che solitamente nelle operazioni di Private Equity Azimut si pone come obiettivo di generare un livello di redditività pari a x2 o x3 rispetto alla situazione al momento dell'investimento, l'investitore e il gestore potranno beneficiare di rendimenti molto elevati.

Ovviamente operazioni di questo tipo risultano essere molto costose e difficili da organizzare e prevedono delle competenze molto elevate del team che le porterà avanti nel tempo. La competenza della squadra che lavora a queste operazioni è sicuramente molto dispendiosa ma è anche un'occasione di crescita. È importante per tutta la società poter fare affidamento su di una squadra di lavoro sempre più preparata e competente, anche in vista di operazioni future.

Inoltre, lo svolgimento di queste attività permette di creare anche un "ecosistema" nel territorio. Lungo tutto il processo di investimento, e anche nelle

fasi precedenti, il gestore cerca investimenti interessanti interloquendo con una serie di soggetti, fra cui imprenditori, consulenti, commercialisti, confrontandosi anche con gli eventuali clienti. Questo consente all'operatore di far sentire la propria presenza sul territorio stabilendo una rete di contatti e pubblicizzando la propria attività.

Come visto anche nei capitoli teorici, definire una modalità generale di intervento nelle varie fasi delle operazioni di Private Equity è molto complesso. Le variabili che cambiano da un'operazione all'altra sono molteplici ed è impossibile determinare un processo base. Anche per Azimut il fattore umano risulta essere il fattore primario per poter definire delle società target da inserire all'interno del proprio portafoglio e per creare con gli imprenditori delle sinergie durature nel tempo. La base di partenza delle operazioni è sicuramente lo studio del bilancio che però risulta essere solamente una fotografia della situazione aziendale. Questo non può essere un criterio di scelta determinante e viene principalmente utilizzato per scartare le aziende che non soddisfano requisiti minimi.

Un esempio interessante da poter approfondire è rappresentato dal fondo DEMOS 1 gestito da Azimut Libera Impresa SGR che dal 2020 svolge la sua attività. Il fondo ha una caratteristica distintiva all'interno del mercato in quanto è il primo fondo chiuso di Private Equity al mondo con un importo minimo di sottoscrizione pari a 5mila euro. Il fondo investe in quote di maggioranza, ha una durata di 8 anni e un target di rendimento di 2 volte il capitale investito. La sua nascita sottolinea anche la volontà di Azimut di "democratizzare" il mondo dei mercati privati che storicamente è sempre stato un mondo di nicchia riservato ad investitori altamente patrimonializzati. Le società nelle quali Azimut ha deciso di investire in questo fondo sono sei importanti realtà del tessuto imprenditoriale italiano fra cui spiccano "Sicer" e "L'Isola dei Tesori". La prima è un'azienda

leader a livello mondiale nella fascia premium del mercato delle decorazioni superficiali della ceramica. La seconda invece è un'azienda leader nel mercato italiano nel settore del cibo e della cura degli animali, con oltre 230 punti vendita sparsi nel territorio. La scelta è ricaduta su queste società perché sono ormai mature, con una posizione consolidata all'interno del proprio mercato, ma con delle possibilità di crescita ancora molto ampie. Secondo Marco Belletti, amministratore delegato di Azimut Libera Impresa SGR, il fattore fondamentale di scelta è sempre stato il rapporto creatosi con gli imprenditori e management già nella fase di *origination*.⁶³ Per Gianfranco Padovani, amministratore delegato di Sicer, il ruolo primario di Azimut nel mercato dei capitali privati è stato decisivo per selezionarlo come partner. Sempre Padovani afferma che molti clienti della società conoscevano Azimut. Questo denota l'importante track record della SGR sul mercato, che, come visto nel precedente capitolo, risulta essere uno dei principali fattori di successo. Marco Di Bella, amministratore di Isola dei Tesori, ammette di aver avuto incontri con numerosi fondi di investimento di Private Equity, ma la scelta è ricaduta su Azimut in quanto è stato l'unico operatore che, tramite i suoi collaboratori, ha concretamente visitato i negozi della società. In questo modo il gestore ha fatto sentire una vicinanza anche fisica all'azienda e ha colto rapidamente come il negozio per l'Isola Dei Tesori rappresenti il fulcro del fatturato.⁶⁴

Una volta all'interno della società solitamente Azimut prevede la presenza di un proprio soggetto all'interno del CdA e nei comitati strategici per poter incidere nella gestione in tempo reale ma anche per svolgere una valutazione e monitoraggio sull'andamento dell'operazione. L'intervento negli organi di governo aziendale viene sempre fatto con l'obiettivo di andare ad affiancarsi e

⁶³ Si veda diffusamente: <https://www.youtube.com/watch?v=FX3zM8rZQZ8>

⁶⁴ *ibidem*

mai a sostituirsi. Si ritiene che in molte imprese in cui il peso familiare è molto forte l'operatore possa dare un contributo nei processi di governo dell'azienda. Inoltre, le comunicazioni ai clienti avvengono su base trimestrale o semestrale a seconda dei fondi, prevedendo anche la possibilità di fare dei webinar con i vari sottoscrittori. Questo consente di informarli sull'andamento della società fornendo alcuni indicatori come i ricavi e l'EBITDA e soprattutto confrontandoli con i dati di partenza.

Infine, il disinvestimento è fortemente condizionato dagli obiettivi iniziali e dalle finestre di mercato più o meno favorevoli, anche a seconda del settore analizzato.

3.1.3) Una nuova frontiera del mercato privato: il GP-Staking

Pur essendo da anni una delle società di investimento che gestisce la massa più ampia di capitali sul mercato privato italiano, per poter allargare il proprio business, Azimut ha deciso nel 2019 di sbarcare anche negli Stati Uniti per poter incrementare il totale del patrimonio gestito. Ad oggi il mercato USA rappresenta per il gruppo il secondo mercato alle spalle solo di quello italiano, e ha un peso pari al 50% sul totale degli investimenti Azimut nei Private Markets. Nel mercato statunitense Azimut ha iniziato ad investire in una forma molto innovativa nel campo dei capitali privati: il GP-Stakes.

Questa forma di investimento, già presente da tempo nel mercato statunitense, ma un'assoluta novità nel contesto dei gestori europei, consiste nell'acquisizione, da parte del gestore, di quote di minoranza (solitamente fra il 10 e il 25%) di SGR che a loro volta operano nei mercati di Private Equity, Private Debt e Real Estate.

Per questo motivo nel 2019 è stata fondata Azimut Alternative Capital Partners (AACP), braccio operativo del gruppo negli States, con l'obiettivo di trovare una

serie di SGR operanti nei private markets statunitensi per acquistare quote di minoranza e detenerle per un periodo solitamente pari a 10 anni, con lo scopo di rivenderle una volta valorizzate. Azimut ha dunque acquisito cinque società di cui: due di Private Equity (Highpost e Broadlight Capital), due di Private Debt (Kennedy Lewis e Pathlight Capital) e una di Real Asset (Roundshield). Queste prime operazioni sono state effettuate tramite la cassa del gruppo direttamente dalla società AACP senza l'utilizzo di un fondo ma investendo in "prima persona". Non potendo continuare ad attingere grandi somme dalla cassa, nel 2024 è iniziata la raccolta per un primo fondo di GP-Stakes gestito da Azimut con un target di raccolta pari ad un miliardo di dollari. Le SGR target di queste operazioni sono società che hanno un patrimonio gestito (AuM) fra i 500 milioni e i 3 miliardi e con dei ritorni attesi almeno di 2x nell'orizzonte temporale considerato. Il fondo sarà gestito dal team americano e riservato ad investitori istituzionali. Anche se una piccola parte, pari a 35 milioni di dollari, sarà offerta anche ad investitori retail (seppur con un patrimonio elevato) nel mercato italiano grazie ad un veicolo (Azimut Global GP Stakes RAIF – SCSp) gestito da Azimut Investment SA.

Nonostante l'orizzonte temporale decennale, nell'aprile del 2024 Azimut ha effettuato la prima operazione di exit nel campo del GP-Stakes. La cessione riguarda la società Kennedy Lewis, operante principalmente nel mercato del Private Debt. La quota, acquistata per 60 milioni, è stata ceduta a Goldman Sachs per 225 milioni di dollari, risultando un'operazione riuscitissima con un rendimento pari a 4 volte il capitale investito. Al momento dell'entrata Kennedy Lewis gestiva un patrimonio pari a 2 miliardi mentre al momento della cessione, dopo soli 4 anni, il patrimonio gestito era pari a 14 miliardi di dollari.⁶⁵

⁶⁵ Cfr. https://www.milanofinanza.it/news/azimut-vende-a-goldman-sachs-la-controllata-azimut-in-kennedy-lewis-per-225-milioni-ricca-202404030914443767?refresh_cens

Azimut è focalizzata sull'acquisizione di gestori del segmento lower/middle in quanto poche società fanno operazioni in questo ambito. Sono invece molte le grandi società di investimento, come Goldman Sachs, che acquistano sul mercato SGR con masse gestite pari o superiori a dieci miliardi. Di conseguenza, questa caratteristica del mercato americano è molto positiva in quanto consente di avere poca concorrenza durante la fase di investimento mentre favorisce l'exit con tante società pronte a comparire qualora la SGR sia stata adeguatamente valorizzata e abbia allargato il proprio patrimonio gestito.

Nel momento in cui Azimut acquista una partecipazione in una SGR potrà contare in un posto all'interno del C.d.A. e uno nel comitato investimenti (l'organo che decide come e quando investire nelle imprese target). In questo caso però l'operatore è non votante in quanto, solitamente, non si hanno le competenze necessarie sia del settore sia del mercato americano stesso. L'aiuto che Azimut svolge è soprattutto finanziario e strategico, riferito alla struttura del gestore e non di come questo svolge la propria attività. Utilizzando un approccio da Private Equity ai gestori di Private Equity stessi.

Il GP-Stakes è un modo innovativo per avere accesso al mercato dei private markets ma è soprattutto per i gestori un'occasione molto ghiotta di mettere in atto operazioni molto redditizie rispetto al classico private equity. Comprando una quota di una SGR il gestore usufruirà di una triplice forma di remunerazione. In primis, diventando azionisti della società, si usufruirà dell'eventuale stacco dei dividendi. Inoltre, si beneficerà delle commissioni sia di gestione che di performance che la SGR incasserà dalla gestione della propria attività. A questi si aggiungerà l'eventuale plusvalenza data dalla differenza fra il prezzo di vendita e di acquisto della quota che, come visto nel caso di Kennedy Lewis, è stata assolutamente considerevole.

3.1.4) Come sfruttare i Piani di Risparmio Individuali: l'introduzione dei PIR-Box

Come accennato nel Capitolo 1, la legge di bilancio italiana del 2017 ha introdotto uno strumento molto innovativo sia nel contesto italiano che in quello europeo: i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Nel 2020 un ulteriore passo in avanti del legislatore ha portato all'introduzione dei PIR alternativi favorendo ancora di più l'utilizzo di questo strumento verso l'economia reale.

I PIR sono strumenti di investimento di medio-lungo termine pensati per favorire l'investimento di persone fisiche e per fornire alle piccole-medie imprese le risorse di cui hanno bisogno. La caratteristica principale di questi strumenti è la completa esenzione fiscale sia delle imposte derivanti dai redditi dell'investimento, sia dall'imposta di successione. L'investitore potrà però usufruire di queste esenzioni solo con un investimento annuo massimo pari a 300mila euro per cinque anni. Questo consentirà di poter investire 1 milione e 500 mila euro senza pagare tasse sull'eventuale plusvalenza con l'unico obbligo di dover detenere questo strumento per un periodo non inferiore ai 5 anni. La loro grande attrattività deriva anche dalla possibilità di conseguire ritorni interessanti, una bassa correlazione con i mercati quotati e una minore volatilità. Azimut fin dal principio ha sfruttato le caratteristiche di questo strumento cercando di utilizzare una serie di soluzioni innovative per fare in modo che il risparmio privato sostenesse l'economia reale. Tramite Azimut Libera Impresa SGR ha avviato nel 2020, per prima in Italia, un fondo di Private Equity conforme alla normativa dei PIR alternativi ovvero AZIMUT Eltif Ophelia a cui qualche mese dopo si è aggiunto il fondo di Private Debt AZIMUT Eltif Capital Solutions.

Con Azimut Eltif Ophelia viene data la possibilità, anche ad un pubblico non professionale, di beneficiare di una strategia di investimento diversificata che unisca alle soluzioni di economia reale anche strumenti finanziari differenti sfruttando le possibilità offerte da questa una nuova forma di PIR alternativi.

Un ulteriore passo in avanti è stato fatto nel 2021 quando Azimut Capital Management SGR ha introdotto sul mercato italiano il servizio di deposito Pir Box. *“Attraverso questo strumento gli investitori potranno estendere le agevolazioni fiscali previste dai Pir a tutto il contenitore fiscale: il servizio è gratuito e permetterà di creare un portafoglio diversificato tra i mercati privati, decorrelato dall'andamento dei mercati finanziari e in grado di cogliere le potenzialità di rendimento offerte dalle diverse soluzioni di investimento dell'economia reale che potranno essere inserite nel deposito”*.⁶⁶

Secondo Giorgio Medda, CEO e global head of asset management del gruppo Azimut, *“per permettere ai nostri clienti di sfruttare appieno le possibilità offerte dai Pir alternativi abbiamo lanciato il deposito Pir Box, attraverso il quale gli investitori possono estendere le agevolazioni a tutto il contenitore fiscale e sottoscrivere più fondi compliant alla nuova normativa e non solo un unico fondo. In questo modo si può diversificare fra strumenti equity e di debito e fare nuovi investimenti nel tempo, possibilità preclusa se si sottoscrive un singolo fondo che dopo il closing non permette una nuova raccolta”*⁶⁷.

Questa serie di iniziative osservate rende, al momento, l'offerta del gruppo Azimut sui Pir alternativi la più ampia a disposizione sul mercato italiano.

⁶⁶ Merico C., focus PIR alternativi, Rivista Investire, Amundi Italia (2021)

⁶⁷ ibidem

3.2) Lo sviluppo di nuove forme di Private Capital: i Club Deal e un esempio di operazione gestita da Azimut

Nel seguente paragrafo verrà approfondito il tema dei Club Deal, le caratteristiche e le differenze rispetto alle tradizionali operazioni di Private Equity svolte tramite l'utilizzo dei fondi. Inoltre, verrà sottolineata la convenienza sia per gli investitori che per i gestori stessi dell'utilizzo di tali forme anche grazie all'analisi di una operazione di Club Deal svolta da Azimut relativa all'impresa INWIT S.p.A. (Infrastrutture Wireless Italiane).

3.2.1) Club Deal: caratteristiche e vantaggi

Si definiscono Club Deal quelle operazioni sui mercati privati in cui un gruppo di investitori facoltosi mette insieme i propri capitali e le proprie competenze con lo scopo di investire in piccole e medie imprese con ampi margini di sviluppo. Queste operazioni, in alcuni casi, sono coadiuvate da una SGR che affianca e guida gli investitori nell'attività di investimento. Nei Club Deal il ruolo fra investitori e gestori è completamente differente rispetto alla forma contrattuale adottata nei fondi di Private Equity. Infatti, gli investitori hanno un ruolo fondamentale non solo nella gestione dell'operazione ma anche nella fase di investimento e nella scelta dell'impresa in cui investire. Nei fondi di P.E. l'investitore non ha alcuna voce in capitolo, né sulla gestione e né su quali imprese target acquisire e la scelta ricade interamente sul team della SGR. Nei Club Deal invece l'investitore incide in maniera importante nella scelta ed è stesso lui a proporre l'azienda target. Proprio in merito a quest'ultima è presente un'ulteriore diversità rispetto ai fondi di P.E. Nei Club Deal, infatti, l'azienda

target è una sola, diversamente dai fondi di Private Equity che normalmente investono contemporaneamente in più imprese.

Inoltre, queste operazioni prevedono una maggiore flessibilità anche in merito alle quote di partecipazione. Pur venendo fissate delle soglie, solitamente più basse di quella previste per FIA chiusi e riservati, tutti i soggetti interessati a partecipare contribuiranno con un capitale a loro scelta in base alla propria situazione patrimoniale. Il periodo di tempo in cui operano i Club Deal sono più brevi rispetto ai fondi di P.E., solitamente fra i 3 e i 5 anni, e dunque pur restando degli investimenti illiquidi, questo li rende ancora più attraenti per gli investitori che non sono costretti a bloccare il loro capitale per molti anni. Si può sintetizzare che i business del private equity è senza dubbio perfetto per gli investitori istituzionali, mentre il club deal può essere la soluzione ideale per gli imprenditori industriali, che non sono solamente interessati ad un guadagno in termini finanziari.⁶⁸ Sono dunque delle operazioni particolarmente interessanti per gli imprenditori ovvero soggetti a cui non piace dare delega e che vogliono incidere in quello che acquistano.

Per tutte queste motivazioni poco sopra elencate i Club Deal negli ultimi anni sono particolarmente in voga per una categoria di investitori definiti Family Office. Questi rappresentano delle organizzazioni che gestiscono il patrimonio di una o più famiglie facoltose e vedono nei Club Deal il modo più interessante per investire all'interno del mercato dei capitali privati. Secondo i dati AIFI del 2023 i Family Office hanno inciso il 7% sul totale della raccolta in operazioni di Private Equity ai quali si aggiungono il 10% di investitori individuali.⁶⁹

⁶⁸ Cfr. Capponi M., Club Deal ecco perché gli investitori lo preferiscono sempre di più al Private Equity, MilanoFinanza (2023)

⁶⁹ Si veda diffusamente: Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023, AIFI (2024)

Dal lato delle SGR come Azimut i vantaggi nell'operare nel mondo dei Club Deal sono differenti e molto interessanti. In primis il Club Deal permette di attrarre delle società che solitamente non considerano i fondi di Private Equity per finanziarsi vista la loro rigidità. Le SGR sentono anche la necessità di stringere delle partnership, che possano durare nel tempo, con Family Office e famiglie facoltose cercando di creare un vero e proprio Club tra gli investitori. Talvolta, infatti, per un gestore è più importante il "Club" che il "Deal".

Questo permette di affermare notevolmente la loro posizione sul mercato rappresentando un'ulteriore vetrina agli occhi degli investitori. Inoltre, il Club Deal, oltre che ad attrarre nuovi investitori, permette di offrire un prodotto su misura a soggetti definiti High Net Worth Individual già clienti del gruppo Azimut.

Un ulteriore vantaggio di queste operazioni è la possibilità di creare delle relazioni con le aziende target e in particolar modo con il suo network di stakeholder, fra cui professionisti, altri azionisti, clienti, fornitori che "gravitano" intorno all'impresa.

Sempre dal lato Azimut i Club Deal comportano una marginalità mediamente più bassa rispetto ai fondi di Private Equity. D'altro canto permettono di rientrare in maniera molto più rapida rispetto alle exit effettuate dai fondi di Private Equity. Questo in particolar modo per una caratteristica già accennata prima che vede come target di queste operazioni un'unica impresa e non più imprese.

Azimut crede fortemente nei Club Deal anche perché in Italia esiste pochissima concorrenza su questo segmento. Per questo motivo l'obiettivo che la società si pone è quello di "industrializzare" il processo di scouting, negoziazione, creazione veicolo, collocamento e gestione. Se in ognuna di queste fasi venisse aumentata la numerosità delle operazioni crescerebbero le competenze e si abbasserebbero i costi fissi incrementando i rendimenti.

Da un punto di vista operativo, solitamente i gestori dei club deal creano ogni volta un veicolo di investimento dedicato grazie al quale raccolgono i capitali necessari per l'operazione.

3.2.2) Un esempio di un'operazione di Club Deal gestita da Azimut: Il caso INWIT S.p.A.

Una delle operazioni meglio riuscite negli ultimi anni nell'ambito dei Club Deal di Azimut è rappresentata dalla partecipazione nel capitale azionario di Infrastrutture Wireless Italiane (INWIT) S.p.A.

INWIT, società operante nel settore delle infrastrutture per le telecomunicazioni elettroniche, è il principale operatore in Italia e il secondo in Europa con un ruolo fondamentale nello sviluppo della rete 5G. Nel 2022 la società deteneva circa 23000 torri di trasmissione per telecomunicazioni e tuttora gioca un ruolo di primaria importanza in quanto è il *deployment partner* sia di TIM che di Vodafone. Il settore delle torri per telecomunicazioni è fortemente strategico, la cui rilevanza è stata ancora di più amplificata dalla pandemia e dall'aumento delle comunicazioni a livello mondiale.⁷⁰

L'operazione è avvenuta nel giugno 2020, attraverso l'acquisto del 1,2% di INWIT, con l'opzione per poter acquisire un ulteriore 1,8% del capitale, tramite la formazione di un veicolo "Azimut Private Equity I" di diritto lussemburghese in co-investimento con Canson Capital Partners, società di Advisory e Merchant Banking specializzata negli investimenti alternativi. L'acquisizione è avvenuta in concomitanza di una più ampia operazione in cui l'operatore internazionale Ardian, uno dei più grandi fondi di investimento europei, ha acquistato il 30,2% del capitale di INWIT detenuto da TIM.

⁷⁰ Si veda diffusamente: Comunicato Stampa AZIMUT, 24 giugno 2020

Inoltre, questa operazione è un vero unicum nell'ambito dei Club Deal di Azimut essendo l'unico indirizzato all'acquisto di una partecipazione in una società quotata e che infatti rientra in una logica di PIPE (Private Investment in Public Equity). Queste ultime si verificano quando investitori privati effettuano un investimento consistente in società quotate in borsa. Di solito avviene quando le quotazioni azionarie sono scese e la società è alla ricerca di nuove fonti di capitale. Si tratta di un mezzo con cui una società quotata ottiene un ulteriore accesso ai mercati azionari.⁷¹

Concentrando l'attenzione su Azimut, l'operazione ha avuto un target di investimento di 110 milioni di euro (incluso un finanziamento di 30 milioni di euro) attraverso un veicolo ad hoc già enunciato prima. Il target degli investitori è stato molto elevato, l'operazione era infatti riservata a investitori professionali o investitori con un ticket di ingresso minimo pari a 125 mila euro. I sottoscrittori sono clienti Azimut che sottoscrivono in pool in modo tale da presentarsi come un unico soggetto agli occhi dell'azienda attraverso il veicolo formato.

A giugno del 2020, data dell'inizio dell'operazione, la stima sulla durata dell'investimento era pari a 5 anni con la possibilità di sfruttare una finestra d'uscita sul mercato dopo 3 anni. Nel maggio 2023 questa occasione è stata sfruttata, tramite un'operazione di neutralizzazione del rischio, lasciando solamente una struttura opzionale al rialzo. Grazie a questa, infatti, i clienti hanno ricevuta la restituzione di tutto il capitale investito a cui si è aggiunto un interesse del 5,8% cumulato calcolato sul NAV del maggio 2023.

L'uscita è avvenuta anche considerando l'andamento azionario del titolo che nel periodo considerato si era attestato al di sopra delle aspettative consentendo all'operatore di poter beneficiare di 10% di profitto dal prezzo di acquisto. Come è possibile osservare anche nella figura di seguito, il titolo nel maggio 2023 ha

⁷¹ Cfr: <https://www.nasdaq.com/glossary/p/private-investment-in-public-equity>

toccato il suo massimo storico con un valore pari ai 12,5 euro per azione. Valore al quale non è più ritornato nell'ultimo anno, ormai attestandosi intorno ai 10 euro per azione.

Figura 3.4 Andamento titolo azionario Inwit S.p.A. negli ultimi 5 anni



Fonte: Borsa Italiana

I benefici riguardanti questa operazione sono molteplici per Azimut. In primis ha consentito di avere la possibilità di un co-investimento insieme ad un consorzio guidato dai principali operatori mondiali di Private Equity con l'opportunità di investire in un player dominante che opera in un mercato in grandissimo sviluppo, visto il crescente consumo di dati su rete fissa e mobile. Inoltre, l'investimento è favorito dalla natura anticiclica del business, come dimostrato in epoca covid, poco collegato alle fasi del ciclo economico. La società ha anche la possibilità di contare su una serie di sinergie che le

consentono di mantenere basso il livello dei costi. Da un punto di vista finanziario il livello della leva è comunque consono al tipo di business che consente un'elevata generazione di flussi di cassa e un'elevata redditività.

Questo si può anche osservare dall'ultimo dividendo staccato dalla società in data 20 maggio 2024. Infatti, è stato pari a 0,48 euro per azione con un *dividend yield* del 4,79%, il che dimostra come il titolo sia un generatore di cassa non indifferente.

L'exit dell'operazione era stato stimato secondo tre differenti possibilità. La prima, ovvero quella avvenuta, rappresentata dalla vendita delle quote (dopo i 3 anni di lock-up) nel mercato azionario, ha lasciato comunque la possibilità di un upside nel corso del biennio 2025-2026 con una ulteriore partecipazione fino ad un prezzo di 13,1 euro per azione.

Le altre due possibili exit strategy prevedevano la vendita ad un fondo di investitori istituzionali con un focus in assets infrastrutturali oppure una Trade Sale attraverso la vendita della quota societaria ad un operatore strategico (ad esempio: un'altra tower company).

In sintesi, vista la quota molto bassa detenuta da Azimut, la gestione dell'investimento è stata molto passiva anche confrontandola ad altri investimenti in fondi di P.E. tradizionali. Ma ha comunque permesso al gestore di beneficiare di un investimento redditizio di medio lungo periodo, in un'azienda stabile con una logica di Private Equity e soprattutto potendo usufruire della visibilità che partecipare a queste grandi operazioni porta in dote.

3.3) Il rapporto fra Azimut e le imprese del territorio marchigiano: 1° Edizione Premio Finanza e Territorio Marche.

3.3.1) Una sintesi dell'evento

In data 17 maggio 2024, a Castelfidardo, presso la sede dell'azienda Garofoli S.p.A. è andata in scena la prima edizione del Premio Azimut “Finanza e Territorio Marche”, un nuovo riconoscimento dedicato alle imprese marchigiane distintesi in vari ambiti. Il premio è stato promosso dalla rete di Financial Partner in Emilia-Romagna, Marche e Umbria di Azimut Capital Management, una delle SGR facenti parte del gruppo Azimut. Nei mesi precedenti alla finale, Azimut ha raccolto 58 progetti di differenti imprese marchigiane che sono stati valutati da una giuria esterna composta da nove membri: Don Luca Bottegoni, Francesco Casoli, Marco Fazi, Monica Gabrielli, Gianluca Garofoli, Salvatore Giordano, Caterina Lucarelli, John McCourt e Bruno Sconocchia. Il premio è stato suddiviso in tre differenti categorie: Imprenditoria, Cultura e Sociale che hanno avuto il loro rispettivo vincitore. La giuria ha esaminato tutti i progetti attraverso delle schede progetto sintetiche valutando questi lavori sugli impatti occupazionali, di sostenibilità, di innovazione, di investimento e di visibilità che possano avere non solo per l'azienda stessa ma per tutto il tessuto imprenditoriale marchigiano.

L'obiettivo principale di questa iniziativa nasce dall'idea di premiare e di far conoscere sul territorio marchigiano imprese, enti ed associazioni che si stanno distinguendo per le loro attività. Ai fini della competizione è importante che queste imprese abbiano requisiti di crescita e innovazione non solo da un lato strettamente aziendale ma anche dal punto di vista sociale e culturale. Lo scopo, inoltre, non è solo quello di premiare 3 dei 58 progetti presentati ma anche di

pubblicizzarli sperando in una sorta di spirito di emulazione per il futuro. Per questo motivo Azimut pubblicherà un book digitale accessibile a tutti per dare una visibilità a tutti i 58 progetti.

I fattori ESG ormai occupano nel contesto internazionale un ruolo importante; spesso però parlare di questi temi è diventato per le imprese, più che un reale impegno, solamente un tema di marketing o di facciata che nasconde la realtà dei fatti. Grazie a questa vetrina invece le imprese marchigiane possono dimostrare il loro reale interesse, attraverso delle iniziative messe in atto concretamente. Inoltre, Azimut ha da diverso tempo a cuore la cura degli interessi dei territori. Anche per questo motivo nel 2019 è stato fondato “Azione-Azimut per le comunità” ovvero una cabina di regia guidata da professionisti della società che ha il compito di restituire ai territori la ricchezza che questi permettono di produrre. Queste iniziative si sono concretizzate negli ultimi anni tramite il finanziamento di 30 strutture ospedaliere durante il Covid e il sostentamento delle famiglie e delle terre alluvionate sia delle Marche che dell’Emilia-Romagna.

Tornando strettamente al premio, dal lato del *progetto Impresa* a trionfare è stata la società Eso Recycling s.r.l. con sede a Tolentino in provincia di Macerata che si occupa di raccogliere, smaltire e riutilizzare la gomma delle scarpe da ginnastica, gli pneumatici delle biciclette, le palline da tennis alle quali si aggiungono dispositivi di produzione individuale con l’obiettivo di riutilizzarli per nuovi usi. Questo progetto ha come valore fondamentale la sostenibilità ma anche l’innovazione aziendale e rappresenta un’interessante PMI marchigiana.

Il *progetto Cultura* è stato vinto dal Museo Tattile Statale Omero. Questo museo, situato ad Ancona presso la Mole Vanvitelliana, nasce con l’obiettivo di far conoscere l’arte anche alle persone ipovedenti, alle quali viene data la possibilità di toccare sia opere originali che repliche di opere famose presenti nei musei

nazionali e internazionali. Da tanti anni si distingue per l'integrazione e per estendere l'arte anche a soggetti ai quali solitamente non ne è data la possibilità. Nell'ambito di questo premio il progetto proposto riguarda la cultura della plastica; tramite l'utilizzo di plastica riciclata sono state realizzate delle sculture con cui interagire all'interno del museo.

Infine, a vincere il *premio Sociale* è stata la società cooperativa sociale Frolla con il progetto BeeFrolla – Dolci come il miele, una cooperativa che dal 2019 inserisce ragazzi con disabilità nel mondo del lavoro grazie al rapporto con una rete di aziende che collaborano con la società. Nel caso del progetto BeeFrolla la collaborazione nasce con l'azienda agricola "Giorgio Poeta" con sede a Fabriano che ha permesso di installare delle arnie all'interno del proprio terreno e ha coinvolto dei ragazzi disabili durante tutto il processo di raccolta del miele.⁷²

3.3.2) *L'importanza di queste iniziative per Azimut*

Sebbene l'organizzazione di questo premio non sia strettamente legata al tema del Private Equity e più in generale a quello dei mercati privati, la promozione di attività di questo tipo potrebbe allo stesso modo avere delle ricadute positive anche nell'ambito dei Private Markets. Nelle pagine e nei capitoli precedenti, si è più volte sottolineato quanto sia importante, per il successo di un'operazione di Private Equity, il fatto che il gestore sia conosciuto e abbia un ruolo di rilievo all'interno del mercato. Questo ruolo che nelle operazioni di P.E. viene riconosciuto principalmente a soggetti che hanno gestito nel loro passato operazioni di successo può anche essere amplificato da attività svolte sul territorio. La creazione di un evento di questo tipo, oltre alla necessità di premiare e pubblicizzare delle imprese marchigiane che si distinguono nella loro

⁷² Si veda diffusamente: https://www.youtube.com/watch?v=DqQUqIQLh_U&t=1160s

attività, è possibile anche osservarlo in una logica di "marketing" e conoscenza sul territorio che possa generare dei vantaggi futuri all'operatore stesso. Questo serve anche per creare una sorta di ecosistema sul territorio stringendo contatti con più soggetti possibili. Tra l'altro è possibile immaginare che, se una di queste società partecipanti all'evento avesse in futuro intenzione di intraprendere un'attività di Private Equity, o di un qualunque altro servizio offerto anche da Azimut, riconoscerebbe a quest'ultimo una corsia preferenziale avendo potuto già costruire un rapporto nel tempo.

Infine, l'attenzione per il sociale e l'ambiente rientra comunque in un impegno del gruppo Azimut in una più ampia politica ESG definita nell'aprile del 2021. La Politica di Sostenibilità identifica i principi, gli obiettivi e le relative modalità di gestione di cinque ambiti che sono ritenuti prioritari dal Gruppo: la tutela dei lavoratori e dei diritti umani, il marketing responsabile, il rapporto con le comunità locali, gli investimenti responsabili e l'attenzione in materia ambientale.⁷³ Oltre alle politiche di sostenibilità applicate nell'intero gruppo ci sono alcune società controllate che hanno applicato ulteriori norme e principi, fra cui Azimut Capital Management SGR. Sempre nell'ambito degli sforzi e dell'impegno nel campo della sostenibilità è interessante sottolineare il lancio di un nuovo fondo OICVM chiamato AZ Fund 1- AZ Equity – Special Needs & Inclusion. Questo è il primo fondo al mondo che investe in un portafoglio globale di azioni appartenenti a società che coniugano valore economico e valore sociale tramite il miglioramento delle condizioni di vita delle persone con disabilità. Le società selezionate saranno non solo quelle che producono beni e prodotti specifici per la disabilità, ma anche tutte quelle che hanno dichiarato un obiettivo chiaro di interesse sociale nei confronti di queste problematiche. Inoltre, il fondo fornisce anche un supporto diretto alla disabilità grazie alla possibilità, riservata

⁷³ Cfr. Relazione e bilancio consolidato al 31 dicembre 2023 Azimut Holding SPA

agli investitori, di devolvere una parte o tutti i proventi del fondo distribuendoli ad Onlus operanti sul territorio nazionale italiano.

3.4) La remunerazione delle società di gestione nelle attività di Private Equity

3.4.1) Commissioni di gestione e di performance

Come già accennato nel primo capitolo, il sistema commissionale per le operazioni di Private Equity, e più in generale per i mercati privati, è suddivisibile in due gruppi: le commissioni di gestione e le commissioni di performance. Per quanto scontato, è importante sottolineare che le commissioni sono il guadagno del gestore e contemporaneamente i costi per l'investitore, essendo i due lati della stessa medaglia.

Le commissioni di gestione rappresentano l'onere che il sottoscrittore del fondo andrà a corrispondere all'operatore di Private Equity per l'attività di gestione e per coprire le spese di vario tipo che il gestore dovrà sostenere durante il periodo di vita del fondo. Infatti, le spese da affrontare per l'operatore sono molteplici. In primis deve remunerare i consulenti e il team di gestione che si occupa dell'operazione, a questo vanno aggiunte spese riguardanti l'operatività del fondo. Ad esempio, l'acquisizione delle aziende target porta a delle spese considerevoli come il processo di due-diligence o il pagamento di professionisti che seguono le varie pratiche come il notaio o il commercialista.

Solitamente, a seconda delle fasi di vita del fondo, il sistema delle commissioni di gestione ha un funzionamento differente. Infatti, durante la fase di investimento, le commissioni sono calcolate sul valore del commitment (capitale impegnato dal singolo sottoscrittore anche se non interamente versato) e

solitamente variano fra l'1,5% e il 2% annuo di quest'ultimo. Nella fase di disinvestimento invece è pratica comune che la base sulla quale vengano calcolate le commissioni cambi. Di conseguenza la commissione non verrà più considerata sul commitment bensì sul Net Asset Value del fondo. A cambiare però non sarà solo la base delle commissioni, ma anche il valore delle commissioni stesse che solitamente oscilleranno fra l'1 e l'1,5% annuo.

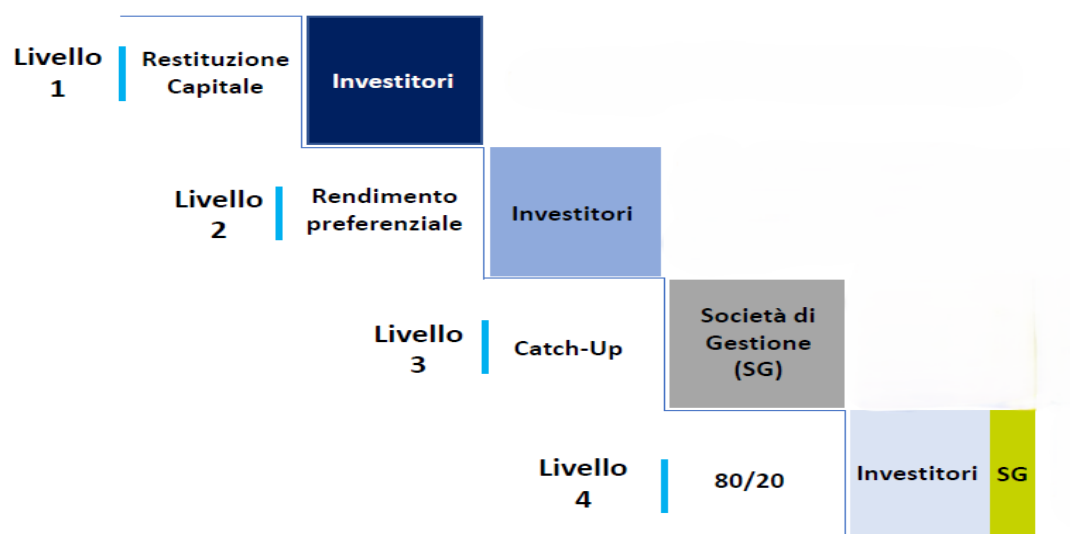
Per questo motivo, negli ultimi anni di vita del fondo le commissioni di gestione tendono ad essere sempre più basse, anche considerando che a mano a mano saranno effettuate tutte le dismissioni e il NAV andrà gradualmente a diminuire. Le commissioni di gestione, a seconda di quanto stabilito sul regolamento, saranno corrisposte a cadenza annuale o semestrale.

La remunerazione più sostanziosa per un gestore di fondi è rappresentata però dalle commissioni di performance. In primis è fondamentale definire su quale base calcolare questo sistema commissionale. Esistono due differenti modalità con diverse implicazioni. L'approccio europeo, che è quello favorito anche dagli organi internazionali, prevede di calcolare le commissioni sul valore del fondo nel suo complesso, mentre nell'approccio americano le commissioni sono calcolate su ogni singolo deal effettuato. L'approccio americano è maggiormente favorevole per il gestore, in quanto anche nel caso in cui il valore del fondo nella sua totalità sia negativo, potrebbe comunque usufruire delle commissioni di performance su quei singoli deal per cui l'operazione è riuscita.

Il fulcro delle commissioni di performance è rappresentato dal *carried interest*. Questo rappresenta la percentuale, solitamente pari al 20%, che il gestore percepisce qualora, alla fine dell'operazione, sia stata ricavata una plusvalenza. Il processo che porta alla riscossione del *carried interest* è molto complesso ed è composto da una serie di fasi della cosiddetta "*waterfall*" delle commissioni.

Considerando l'approccio europeo la waterfall del carried interest è composta da quattro fasi.⁷⁴

Figura 3.5 Rappresentazione “waterfall” o cascata di distribuzione



Fonte: Azimut

In primo luogo, all'investitore dovrà essere garantito il recupero del 100% del commitment iniziale. Successivamente all'investitore dovrà essere corrisposto l'interesse minimo inizialmente pattuito denominato *hurdle rate*.

L'inserimento di questo tasso, a cui è condizionato il guadagno del gestore, è necessario per poter allineare gli interessi fra l'investitore e il gestore stesso.

L'hurdle rate, infatti, definisce il livello di rendimento che gli investitori dovranno ricevere prima che entrino in vigore incentivi alla performance del gestore. Ciò significa che gli investitori ricevono il 100% dei profitti fino a

⁷⁴ Cfr. Castagna M., Giacomello G., Parassina A., Rinelli G., Private Markets, CFA Society Italia (2023), pag. 47

quando non avranno ottenuto un rendimento pari all'hurdle-rate. Inoltre, questo fornisce anche un rendimento di riferimento da superare per i gestori e allo stesso tempo consente agli investitori di beneficiare di un rendimento minimo prima di dividerlo con il gestore.

È doveroso sottolineare che nel calcolo dell'hurdle rate viene utilizzato l'interesse composto. Questo tasso viene adottato al primo anno sulla base del commitment, mentre negli anni successivi sulla somma fra il capitale e gli interessi maturati nell'anno precedente.

Nella terza fase ha inizio la remunerazione del gestore. Prima di beneficiare dell'eventuale carried interest, qualora inserita all'interno del regolamento del fondo, il gestore beneficerà anche della clausola di *catch-up* (che può assumere un valore fra lo 0 e il 100%). Ammesso che il carried interest sia pari al 20%, con la clausola di catch-up l'investitore non riceverà alcuna remunerazione successiva all'hurdle rate, fino a quando il gestore non avrà recuperato una somma che gli permetterà di ristabilire la proporzione definita dal carried interest (pari all'80% per gli investitori e il 20% per il gestore). Avvalendosi di un esempio numerico si immagina che gli investitori abbiano beneficiato di un hurdle rate pari a 10\$.

Ammesso che il carried interest sia pari al 20% e che sia presente una clausola di catch up al 100%, il gestore dovrà beneficiare di una somma pari a $(10\$ / 80\%) - 10\$ = 2,5 \$$. Questa somma, infatti, gli permetterà di riequilibrare la situazione riportando la proporzione all'80% dell'investitore e 20% del gestore. Infine, si arriva alla quarta fase della waterfall. A questo punto il gestore beneficerà del carried interest pari ad una percentuale delle plusvalenze ricavate dal fondo. La restante parte spetterà agli investitori.

3.4.2) Un esempio sulle remunerazioni dei diversi fondi gestiti da Azimut

L'attività del gruppo Azimut all'interno dei mercati privati può essere fondamentalmente suddivisa in quattro diverse asset class: Private Equity, Venture Capital, Private Debt e Club Deal. Ognuna di queste con delle peculiarità nell'ambito della remunerazione ma anche all'interno di ogni asset class le commissioni possono variare a seconda del fondo e dei suoi obiettivi di investimento. Di seguito per ognuna delle quattro verrà preso in esame un esempio di fondo gestito da Azimut.

Per i fondi di Private Equity è interessante osservare l'esempio del fondo "Demos 1", lanciato nel 2019 e che ha iniziato ad operare nel 2020. Come visto nelle prime pagine del capitolo, questo fondo ha investito in sei società, fra cui l'Isola dei Tesori e Sicer, con la peculiarità di aver aperto alle sottoscrizioni anche investitori retail con quote di sottoscrizione molto basse. La commissione di gestione, anche vista la complessità del fondo e la quantità di soggetti che ne partecipano, è pari al 2,75% del commitment, leggermente più elevata rispetto agli altri fondi gestiti da Azimut. Un'altra particolarità risiede nell'hurdle rate, non calcolato su un valore annuale, come spiegato qualche pagina sopra, ma in questo caso stimato sul commitment e pari al 35% del totale. Per quanto riguarda il carried interest questo è pari al 20% con la presenza della clausola di catch-up; entrambe le caratteristiche sono condivise con tutti gli altri fondi di Private Equity gestiti dalla società.

Nel caso dei fondi di Venture Capital di Azimut questi non differiscono come caratteristiche da quelli di Private Equity in senso stretto, condividendo, seppur con delle piccole differenze, gli stessi livelli di commissioni di gestione e performance. Una differenza più marcata è possibile osservarla nei fondi di Private Debt in cui le commissioni sono su livelli più limitati rispetto a Private

Equity e Venture Capital. In generale questa asset class dei mercati privati è meno remunerativa rispetto alle altre incidendo anche sulla remunerazione dei gestori. La motivazione di un sistema commissionale più basso è rappresentata anche dalle differenze operative fra le asset class. Senza dubbio gli sforzi di gestione sono inferiori ad un'operazione di Private Equity che prevede un intervento più importante all'interno dell'azienda con una serie di costi sicuramente maggiore collegati alle acquisizioni e alle gestioni delle aziende. Prendendo l'esempio del fondo di Private Debt "AZ RAIF I - Absolute Performing Assets" gestito da Azimut Libera Impresa SGR e dedicato alle cartolarizzazioni private che rappresentano una modalità per accedere ad asset-class illiquide e complesse. In questo fondo si osserva infatti come la commissione di gestione è pari all'1,5%, con un hurdle rate del 3% e un carried interest del 10%, valori tutti più bassi di quelli visti nel P.E.

Anche nell'ambito dei Club Deal le commissioni richieste agli investitori sono più limitate rispetto ai tradizionali fondi di Private Equity. Le motivazioni riguardano delle caratteristiche che differenziano queste operazioni. In primis gli investitori sono pochi, molto qualificati e con importi di solito molto rilevanti per cui hanno una forza contrattuale molto più importante rispetto a quella dei piccoli sottoscrittori dei fondi, e spesso riescono a beneficiare di commissioni più basse. Inoltre, anche il gestore dovrà affrontare delle spese più limitate dato che nei Club Deal la società target è una sola e la durata dell'operazione è solitamente inferiore. Riprendendo infatti l'esempio del Club Deal "Azimut Private Equity 1" con cui si è investito in Inwit S.p.A. la commissione di gestione è pari all'1% con un carried interest solo del 10%.

Infine, sempre restando nel tema delle remunerazioni, vale la pena accennare ad una innovazione sperimentale del gruppo Azimut che ha allargato al consulente la possibilità di contribuire al carried interest del fondo. Dunque, in questo modo

il consulente graverebbe di meno nel sistema delle commissioni di gestione alla società, ma parteciperebbe al carried interest in modo da allineare completamente gli interessi del consulente, dell'investitore e della Società di Gestione.

CONCLUSIONI

In questo lavoro si è concentrata l'attenzione sulle Società di Gestione del Risparmio e sui vantaggi che queste ne ricavano dalle operazioni di Private Equity. Nell'approfondire l'importanza del P.E. per i gestori si è riuscito anche a comprendere come questo risulti essere una grande opportunità per la crescita delle imprese. Al contrario di una diffusa credenza popolare per cui i fondi di private equity rappresentano il “male assoluto”, in questo scritto si è invece più volte dimostrato di come l'unico modo per il gestore di poter guadagnare in un'operazione di questo tipo, remunerando anche i propri investitori, è l'adeguata valorizzazione dell'impresa.

Anche i dati degli ultimi anni dimostrano l'impatto positivo dei fondi di Private Equity sulle società target. Secondo uno studio di Pwc su un campione di imprese italiane analizzate nel quinquennio 2018-2022, le aziende partecipate da fondi hanno avuto dei valori di ricavi, occupazione e redditività superiori a quelli della media nazionale. Se si considera che nel 2022 il Pil italiano era pari all'1,9%, la crescita dei ricavi di queste imprese è stata pari al 7,5%. Anche lo scarto fra la redditività delle imprese partecipate dai fondi è stato superiore di 5,8 punti percentuali rispetto alle altre imprese italiane.⁷⁵ Inoltre, una recente ricerca AIFI ha messo in luce come: *“le imprese “private equity backed”, tra il momento dell'investimento e la fine dell'intervento del fondo, abbiano registrato un aumento significativo dei dipendenti; su un campione di 420 aziende la crescita dell'occupazione è stata pari al 41 per cento.”*⁷⁶

⁷⁵ Cfr. AA.VV., La cura Private Equity: più occupazione e ricavi per le imprese rilevate, Finanza e Mercati, *IlSole24Ore* (2024)

⁷⁶ AA.VV., Perché incentivare la raccolta dei mercati privati, *IlSole24Ore* (2024)

Per le imprese che abbiano le caratteristiche adatte, partecipare ad un'operazione di questo tipo, deve essere vista come un'opportunità che possa portare ad una fase di prosperità e non come un nemico o un soggetto da tenere alla larga. Infatti, oltre ad un supporto finanziario, le società partecipate dai fondi possono contare, grazie al supporto delle SGR, ad un avvicinamento a pratiche di buona governance, un miglioramento nella cultura manageriale e una maggior attenzione verso i temi ambientali, di welfare e di valorizzazione delle risorse umane.

Grazie all'analisi (case study) di un operatore come Azimut è stato possibile cogliere ancora di più l'importanza del valore umano e di quanto sia fondamentale, anche per un operatore internazionale, fare presa sul territorio e sulle iniziative che questo possa generare. L'esperienza di Azimut e le testimonianze raccolte, grazie alla collaborazione con professionisti della società, hanno permesso di capire le motivazioni che spingono il gestore ad aumentare la loro presenza all'interno dei mercati privati soprattutto per diversificare il portafoglio e stabilizzare i ricavi sfruttando le grosse remunerazioni che derivano da queste operazioni. Inoltre, anche data la grande possibilità di espansione sui mercati privati e visto lo scarso sviluppo di molti operatori italiani in questo settore, questo ha consentito ad Azimut di occupare un ruolo di primissimo piano nel panorama italiano grazie sia allo sviluppo di forme alternative, sia al consolidamento di fondi tradizionali di Private Equity e Venture Capital.

Tuttavia, il Private Equity non è privo di difficoltà per tutti i soggetti coinvolti nell'operazione. Senza dubbio l'imprenditore dovrà essere disposto a partecipare e collaborare con il gestore dovendo essere conscio di convivere con un soggetto "ingombrante" all'interno dell'azienda e con il quale dovrà condividere le decisioni più importanti. Ovviamente non tutte le operazioni di Private Equity

risultano riuscite con la possibilità, per tutti i soggetti, anche di ricorrere a perdite considerevoli. Per questo risulta essere un investimento rischioso soprattutto per la sua illiquidità, che comunque costringe l'investitore a tenere bloccato il capitale per un lasso di tempo che va dai 5 ai 10 anni, a seconda delle peculiarità delle differenti operazioni.

In ogni caso il Private Equity, se svolto nella maniera corretta, è una grandissima occasione di crescita per le imprese, consentendo delle grandi remunerazioni per investitori e operatori. Il suo ruolo può essere fondamentale anche per guidare la transizione ecologica e digitale delle imprese, cercando di convogliare il più possibile i risparmi degli italiani all'interno dell'economia reale. Infine, nonostante la recente flessione sulla raccolta e sugli investimenti osservata a livello mondiale e italiano nell'ultimo anno, l'imminente taglio dei tassi da parte della Banca Centrale Europea dovrebbe spingere l'intero settore verso i risultati del 2022, con l'auspicio anche di superare i livelli passati.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., Il Private Equity in Italia, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia (2009)

AA.VV., La cura Private Equity: più occupazione e ricavi per le imprese rilevate, Finanza e Mercati, IlSole24Ore (2024)

AA. VV., Per introdurre il drag along basta la maggioranza, Norme e Tributi, IlSole24Ore (2017)

AA. VV. Perché incentivare i mercati privati, IlSole24Ore (2024)

AIFI, Delibera del Consiglio Direttivo del 22 luglio 2004

AIFI, I Piani Individuali di Risparmio Alternativo, Pamphlet AIFI

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital I semestre 2023 (2023)

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2022 (2023)

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2023 (2024)

AIFI, Private Capital: Un volano per il rilancio del Paese e la sua crescita sostenibile 2022-2026 (2022)

Assogestioni, Mappa del risparmio gestito gennaio 2024 (2024)

Austin N., Phalippou L., Decomposing value gains – The case of the best leveraged buy-out ever, Journal of Corporate Finance (2023)

Azimut Holding SPA, Relazione e bilancio consolidato al 31 dicembre 2023 (2024)

Azimut S.p.A., Comunicato stampa 24 giugno 2020

Banca d'Italia, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (2015)

Bellieri dei Belliera A., Buonanno S., Serluca C., I Fondi pensione: aspetti organizzativi, finanziari ed attuariali, Edizioni Scientifiche Italiane (2017)

Brown J., Shedosky M., Farrell B., GP Stakes essentials: Understanding the Basics, Azimut (2023)

Canazza F., Gli strumenti di Investimento OICR e PIR, Modulo24-Wealth Planning, IlSole24Ore (2023)

Capponi M., Club Deal ecco perché gli investitori lo preferiscono sempre di più al Private Equity, MilanoFinanza (2023)

Capponi M., Il private equity traina l'm&a: quasi la metà delle operazioni italiane del primo trimestre è attribuibile ai fondi, Milano Finanza (2024)

Castagna M., GiacomIELLO G., Parassina A., Rinelli G., Private Markets, CFA Society Italia (2023)

Cellino M., Azimut lancia un nuovo fondo che investe in Sgr alternative, Finanza e Mercati, IlSole24Ore (2024)

COVIP, I fondi pensione negoziali

D'Ascenzo M., Private equity operazioni in calo del 20% nel 2023, Finanza e Mercati, IlSole24Ore (2024)

Deblanc E., Il contributo dei private market per affrontare l'aumento delle aspettative inflazionistiche, Allianz Global Investors (2021)

Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.19, 13 gennaio 2022

Decreto del Ministero delle Finanze, n.30, 5 marzo 2015

Di Stasio G., La gestione collettiva del risparmio: orientamenti tra regolamentazione vecchia e nuova, Rivista Banche e Banchieri, Editrice Minerva Bancaria (2017)

Esposito G., Gagliardi G., Il private equity nei progetti di turnaround, EquityFactory (2019)

EY, M&A Barometer Review 2023 Preview 2024 (2024)

Faverzani L., Financial resource pooling in club deals, Journal of Corporate Finance (2024)

Frontier Economics e Invest Europe, Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe (2013)

Gejadze M., Giobt P., Schwienbacher A., Private equity fundraising and Firm specialization, The Quarterly Review of Economics and Finance (2017)

Germani A., Investitori non professionali Fia sotto il 10% del portafoglio, Norme e Tributi, IlSole24Ore (2022)

Gervasoni A, Sattin F.L., Private Equity e Venture Capital, Guerini Next (2020)

Giorgini M., Celia P., Il ruolo dei FIA nel finanziamento dell'economia reale, Bancaria Editrice (2020)

Guatri L., Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea Editore (1998)

Heel J., Kehoe C., Why some private equity firms do better than others, McKinsey&Company (2005)

IBAN, Risultati della Survey Annuale 2022 (2023)

Invest Europe, Investing in Europe: Private Equity Activity 2023 (2024)

Invest Europe, Investor Reporting Guidelines (2018)

Invest Europe, Private Equity Activity 2022 (2023)

Invest Europe, Private Equity Activity H1 2023 (2023)

Kallenos T.L., Nishiotis G.P., Market-based private equity returns, Journal of Banking & Finance (2023)

KPMG, Rapporto Mergers & Acquisition 2022 (2023)

Kurtović H., Markarian G., Tail risks and private equity performance, Journal of Empirical Finance (2024)

Liang W., Wang Y., Hou L., Does private equity investment influence enterprise innovation strategy?, Finance Research Letters (2023)

Longo M., Il Private Equity crea occupazione: nelle Pmi il 34% di lavoratori in più, Finanza e Mercati, IlSole24Ore (2023)

Meneghello M., Private Equity, Italia in pausa - Giù raccolta e investimenti, IlSole24Ore (2024)

Merico C., focus PIR alternativi, Rivista Investire, Amundi Italia (2021)

Modugno G., Valentinuz G., La determinazione del valore di Earn Out, Rivista Contabilità Finanza e Controllo, IlSole24Ore (2014)

PWC e Mondo Institutional, Family Office Survey 2023

Russo A., De Rosa L., Cos'è il Private Equity, Manuale Le Operazioni Straordinarie (2023)

Russo D., Private Market la via per assicurare buoni rendimenti nel lungo termine, IlSole24Ore (2023)

Russo D., Un 2023 all'insegna degli investimenti in Club Deal, Rapporti, IlSole24Ore (2024)

Sanguinetti A, Forte M., Le società di gestione del risparmio, Giuffrè Editore (2000)

Sattin L., Private Equity e intelligenza artificiale, IlSole24Ore (2023)

Testo Unico della Finanza, Articolo 1, lettera j

Testo Unico della Finanza, Articolo 37

SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accesso-mercato/operatori-risparmio-gestito/faq-operatori-risparmio-gestito/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accesso-mercato/index.html>

<https://www.covip.it/per-il-cittadino/educazione-previdenziale/faq/come-vengono-investiti-contributi-versati-dagli>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/oicvm-organismo-di-investimento-collettivo-in-valori-mobiliari.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/societa--di-investimento-a-capitale-variabile.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/organismi-di-investimento-collettivo-del-risparmio.html>

<https://www.milanofinanza.it/news/private-equity-innocenzo-cipolletta-aifi-assicurazioni-e-fondi-pensione-investano-nelle-pmi-202404082012039515>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/governo-dell-impresa.html>

<https://www.moonfare.com/glossary/net-asset-value-nav>

<https://www.azimut.it/public-private-markets/fondi/private>

<https://www.youtube.com/watch?v=FX3zM8rZQz8>

<https://www.milanofinanza.it/news/azimut-vende-a-goldman-sachs-la-controllataazimut-in-kennedy-lewis-per-225-milioni>

[ricca202404030914443767?refresh_cens](https://www.milanofinanza.it/news/azimut-vende-a-goldman-sachs-la-controllataazimut-in-kennedy-lewis-per-225-milioni-ricca202404030914443767?refresh_cens)

<https://www.milanofinanza.it/news/il-punto-del-gestore-il-2024-potrebbe-essere-un-anno-di-svolta-per-gli-investimenti-alternativi-202401241253064609>

https://www.ey.com/it_it/news/2024-press-releases/01/m-and-a-in-italia-nel-2023-quasi-60-miliardi-di-euro-per-oltre-1200-operazioni

<https://www.azimutliberaimpresa.it/>

<https://www.economiareale.club/private-markets/private-equity>

<https://www.azimut.it/public-private-markets/fondi/private/private-equity>

https://www.youtube.com/watch?v=DqQUqIQLh_U&t=1160s

<https://azimutarea4.com/portfolio-items/intervista-martarelli/>

<https://www.nasdaq.com/glossary/p/private-investment-in-public-equity>