



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA
"TOR VERGATA"**

FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XXI CICLO

Gli assetti proprietari degli operatori di private equity e la relazione con
la performance delle aziende partecipate

Dott.ssa Monica Rossolini

A.A. 2008/2009

Tutor: Chiar.mo Prof. Claudio Porzio

Coordinatore: Chiar.mo Prof. Alessandro Carretta

Indice

Introduzione.....	2
1. Il private equity nel sistema finanziario italiano	6
1.1 Il private equity come intermediario finanziario	7
1.2 L'evoluzione degli investimenti in capitale di rischio.....	11
1.3 Il mercato italiano del private equity	18
2. La performance di breve e medio lungo termine delle venture backed company: analisi della letteratura.....	30
2.1 La performance di breve termine delle venture backed company.....	32
2.2 La performance di medio lungo termine delle venture backed company.....	37
2.3 La performance secondo il tipo di private equity	42
3. Private equity bancari e non bancari: quali differenze nella performance di breve e medio lungo termine post-IPO delle aziende venture backed?	47
3.1 Gli obiettivi della ricerca	47
3.2 Il campione	48
3.3 La metodologia	52
3.4 I principali risultati	56
4. Scelte d'investimento, gestione della partecipazione, conflitto d'interesse e performance: analisi della letteratura	66
4.1 Caratteristiche, obiettivi, modalità d'investimento del private equity.....	66
4.2 Il conflitto d'interesse	75
5. Private equity bancari e non bancari: quali differenze nelle scelte d'investimento e nella gestione della partecipazione?	80
5.1 Gli obiettivi della ricerca	80
5.2 Il campione e le variabili analizzate	81
5.3 La metodologia	86
5.4 I principali risultati	88
6. Conclusioni: quale futuro per i private equity bancari?	93
Bibliografia.....	99
Appendice.....	107
Allegato 1- I principali studi relativi alla performance di breve termine delle IPO venture backed.....	107
Allegato 2 - I principali studi relativi alla performance di medio-lungo termine delle aziende venture backed.....	110
Allegato 3 – L'analisi della performance di breve e medio lungo termine con il troncamento del 5% dei valori.....	112
Allegato 4 – Il potenziale conflitto d'interesse.....	115

Introduzione

Il private equity assume un ruolo rilevante all'interno del sistema finanziario, si configura come un intermediario in grado di soddisfare esigenze di investimento e al contempo bisogni di finanziamento. Raccoglie risorse finanziarie da “soggetti” che desiderano effettuare un investimento profittevole, trasferendole alle aziende che ne hanno necessità per finanziare il proprio sviluppo. Il private equity svolge tipicamente un'attività d'investimento nel capitale di rischio d'impresе non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio e lungo termine¹.

L'apporto del private equity all'azienda non è esprimibile solo con mezzi monetari, a differenza di molti altri finanziatori s'impegna a fornire anche consulenza, competenze specifiche e capacità manageriali inserendosi direttamente nei consigli di amministrazioni o tra il management della società. Questa sua peculiare attività lo rende un intermediario finanziario degno di particolare attenzione, poiché in grado di apportare un notevole valore aggiunto alle aziende partecipate. Dopo aver contribuito allo sviluppo dell'azienda e aver soddisfatto il suo bisogno di finanziamento, l'investitore in capitale di rischio deve concludere l'operazione attraverso il disinvestimento della partecipazione. Tale attività è molto importante poiché in questa fase si realizza il rendimento atteso da chi ha investito originariamente nell'attività di private equity. Tra le varie modalità di disinvestimento presenti nel mercato quella su cui si sono concentrati molti studi ed anche il presente elaborato, è l'IPO, ossia la quotazione dell'azienda partecipata. Numerosi contributi della letteratura nazionale e internazionale hanno cercato di dimostrare il positivo contributo del private equity all'azienda concentrandosi sulla performance realizzata dalle aziende partecipate nel periodo successivo alla quotazione. In particolare, si è frequentemente analizzata la presenza di possibili differenze in termini di performance di mercato post IPO tra le aziende venture backed (partecipate da un private equity) e quelle non venture backed, cercando di spiegare, in tal modo, il positivo contributo dell'investitore all'azienda.

Un'attenta analisi del mercato, permette di comprendere che probabilmente è eccessivamente generico parlare indistintamente di venture backed senza differenziare

¹ Definizione proposta dall'associazione di categoria italiana (AIFI).

le aziende partecipate secondo il tipo di private equity. Assetti proprietari diversi distinguono differenti operatori: private equity pubblici, industriali, indipendenti o bancari che possono avere particolari modalità di comportamento e obiettivi strategici diversi. E' plausibile ritenere che private equity appartenenti a gruppi industriali, bancari e assicurativi operino, oltre che nell'interesse dell'impresa e della singola operazione, anche nell'interesse strategico del gruppo di appartenenza. Un'analisi indistinta delle venture backed, così come proposta da numerosi studi in letteratura, consente di verificare il positivo contributo del private equity all'azienda ma limita la possibilità di indagare se i differenti tipi d'investitori forniscano competenze e valore aggiunto differente.

Partendo da tale riflessione, alcuni recenti studi si sono concentrati sull'analisi delle possibili differenze di performance post-IPO tra le venture backed partecipate da diversi tipi di private equity cercando, inoltre di evidenziare le possibili diversità di comportamento tra i vari tipi di investitori istituzionali in termini di scelte gestionali e modalità d'investimento.

Il mercato italiano si caratterizza per la presenza di un tessuto produttivo di piccole e medie imprese, per uno sviluppo abbastanza recente degli investitori di private equity e per un sistema finanziario prevalentemente banco-centrico. Alla luce di tali peculiarità, si ritiene necessario approfondire l'analisi del ruolo di un particolare tipo di private equity, quello bancario. Il contemporaneo svolgimento, ad opera di società del gruppo bancario, di una serie di attività diverse oltre a quella dell'investimento in capitale di rischio, può celare alcuni aspetti positivi e negativi. Tra gli aspetti positivi si segnala che la banca può avere una maggior conoscenza dell'impresa in cui va ad investire perché ad esempio con la stessa intrattiene già attività di altro tipo. Tuttavia, la presenza di attività differenti e di interessi non sempre perfettamente allineati potrebbe far sorgere un problema di conflitto d'interesse. Si pensi al caso tipico di una banca che fornisce prestiti all'impresa e al contempo ne detiene una partecipazione tramite l'operatore di private equity. E' interessante comprendere se in tale situazione la banca si comporti come i tradizionali operatori di private equity, partecipando attivamente alle scelte di investimento e alle decisioni strategiche dell'impresa, oppure assuma questo ruolo in modo parziale preoccupandosi prevalentemente dell'azione di monitoraggio della salute finanziaria dell'azienda, attività tipica di un finanziatore a titolo di debito. Un ulteriore possibile conflitto d'interesse può nascere nella fase di quotazione, nel

momento in cui l'azienda accede al mercato la stessa banca può trovarsi ad essere il coordinatore dell'offerta globale.

Al fine di comprendere il ruolo delle banche nel private equity, l'elaborato si propone di realizzare una verifica empirica focalizzata sul mercato italiano. Nel dettaglio si analizzano le IPO venture backed avvenute in Italia tra il 1999 e il 2006, verificando l'esistenza di differenze nella performance di breve e medio lungo termine successivo alla quotazione a seconda che l'azienda sia partecipata da un private equity bancario o non bancario. In seguito, si approfondisce ulteriormente lo studio verificando se tale differente performance sia imputabile a caratteristiche strutturali delle aziende target oppure a scelte gestionali o a caratteristiche proprie del private equity.

Il lavoro è strutturato in sei capitoli. Il primo capitolo presenta una sintetica descrizione dell'attività del private equity e dell'importanza che questo riveste nel sistema finanziario, seguita da un'esposizione dell'evoluzione della normativa che ha disciplinato l'investimento in capitale di rischio e da alcuni dati relativi al mercato italiano ed europeo.

Il secondo capitolo si propone di presentare una rassegna della letteratura funzionale allo sviluppo della prima verifica empirica. Si analizzano dapprima gli studi che si sono concentrati sulla performance di breve e medio-lungo termine delle venture backed e delle non venture backed, per poi focalizzare l'attenzione su alcuni studi che hanno analizzato le differenti performance realizzate dalle imprese partecipate, distinguendole secondo il tipo di private equity.

La prima verifica empirica è svolta nel terzo capitolo. L'obiettivo è verificare se esistono delle differenze di performance tra le venture backed che si sono quotate nel mercato italiano tra il 1999 e il 2006 a seconda che fossero partecipate da un private equity di proprietà bancaria o non bancaria. In particolare si cerca di rispondere alle seguenti domande di ricerca:

- 1) Esistono differenze tra la performance giornaliera, settimanale, mensile e trimestrale delle aziende venture backed partecipate da private equity bancari e non bancari nell'intero periodo di osservazione 1999-2008?
- 2) Esistono differenze nella performance di breve termine post IPO dei due gruppi analizzati?
- 3) Esistono differenze nella performance di medio-lungo termine post IPO dei due gruppi analizzati?

La presenza di differenze tra la performance delle venture backed partecipate da diversi tipi di private equity ha stimolato lo sviluppo di studi in letteratura diretti a comprendere i motivi di tale diversità. Il quarto capitolo si propone di evidenziare i principali contributi che hanno dimostrato l'esistenza di differenze nelle scelte d'investimento, nelle modalità gestionali e negli obiettivi dei private equity bancari e non bancari, nonché la presenza di un possibile conflitto d'interesse e le ricadute in termini di performance delle venture backed company.

La seconda verifica empirica dell'elaborato è sviluppata nel quinto capitolo. L'obiettivo è quello d'indagare, nel mercato italiano, i motivi della possibile diversità di comportamento tra private equity bancari e non bancari verificando se esistono differenze nelle modalità di gestione della partecipazione e nelle caratteristiche delle aziende target. In seguito, l'analisi cerca di verificare quali siano gli aspetti fondamentali nel determinare la differente performance delle venture backed company. La verifica empirica è diretta a rispondere alle seguenti domande di ricerca:

- 1) Esistono differenze nelle scelte e modalità d'investimento dei private equity bancari e non bancari?
- 2) Quali delle variabili strutturali e di gestione che caratterizzano l'investimento dei private equity bancari e non bancari, possono influenzare la performance delle venture backed company?

Infine, il sesto capitolo si propone di concludere il lavoro di tesi riassumendo i principali risultati raggiunti ed avanzando alcune riflessioni sui possibili sviluppi futuri dei private equity bancari anche alla luce dei cambiamenti normativi in atto.

1. Il private equity nel sistema finanziario italiano

Il sistema finanziario si configura come l'insieme organizzato di mercati, intermediari e strumenti finanziari, rappresentando la struttura necessaria per svolgere l'attività di produzione e offerta dei servizi finanziari². Famiglie, imprese e società finanziarie sono alcuni dei principali attori che intervengono in tale sistema assumendo ruoli pressoché definiti. Le famiglie si mostrano, frequentemente, come soggetti in surplus, ossia in grado, una volta soddisfatte le esigenze di consumo, di generare qualche forma di risparmio³. Le società non finanziarie si presentano prevalentemente come soggetti in deficit, ossia entità che per svolgere la propria attività necessitano di reperire finanziamenti all'esterno. Infine, le società finanziarie, chiamate anche intermediari finanziari, s'impegnano a favorire il trasferimento delle risorse dai soggetti in surplus ai soggetti in deficit⁴.

Ai fini della presente trattazione gli attori ai quali si rivolge l'attenzione sono le imprese e una particolare categoria d'intermediari finanziari: i private equity. Il legame tra questi due soggetti è di estrema importanza per lo sviluppo del sistema economico. Come affermato in precedenza, uno dei principali bisogni delle imprese è il finanziamento. All'avvio dell'attività imprenditoriale, oppure in fase di crescita, le aziende si trovano ad avere bisogno di capitali per finanziare le proprie attività. Possono ricercare due tipologie di finanziamenti: capitale di debito e capitale di rischio. Il finanziamento a titolo di debito è sviluppato, tipicamente, ad opera dei tradizionali intermediari bancari che diventano, quindi, creditori dell'azienda. Se invece si decide di aumentare il capitale di rischio, l'intermediario finanziario potrebbe acquisire una partecipazione nell'azienda e diventarne azionista di minoranza, o di maggioranza. Tale acquisizione può avvenire in due modi: assumendo direttamente la veste di azionista della società, oppure investendo attraverso intermediari specializzati che in Italia, operano prevalentemente attraverso i fondi chiusi di private equity.

² Forestieri, Mottura (2005).

³ Negli ultimi anni questa tendenza si è in parte ridotta. Vi sono famiglie che grazie ai finanziamenti consumano più del loro reddito disponibile. Questo è un cambiamento molto importante nel sistema finanziario perché quelle che per anni si sono configurate prevalentemente come unità in surplus, assumono la veste di unità finanziate. E' necessario precisare, tuttavia che in Italia, rispetto ad altri Paesi, tale tendenza è ancora abbastanza contenuta.

⁴ Per approfondire il ruolo degli intermediari nel sistema finanziario si vedano: Forestieri e Mottura (2005); Saunders e altri (2007), Onado (2008).

La scelta tra le due forme di finanziamento deve considerare alcuni aspetti. Il capitale di debito ha un costo differente rispetto al capitale di rischio e non produce cambiamenti negli assetti proprietari. Esistono, tuttavia dei limiti strutturali all'assunzione di debito: per mantenere un buono stato di salute dell'impresa ed una sostenibilità dell'indebitamento, la proporzione tra debito e patrimonio netto non deve superare determinati livelli. Il capitale di rischio, è tipicamente una risorsa paziente, non prevede un obbligo di pagamento periodico, ed è in grado di sostenere importanti e lunghi processi di crescita. Il capitolo presenta, dapprima una sintetica descrizione dell'attività del private equity e dell'importanza che questo riveste nel sistema finanziario; in seguito, dopo avere presentato l'evoluzione della normativa che ha disciplinato e caratterizzato in Italia l'investimento in capitale di rischio, s'illustrano alcuni dati relativi al mercato italiano ed europeo.

1.1 Il private equity come intermediario finanziario

Numerosa letteratura, nazionale e internazionale, si è concentrata sullo studio del private equity e venture capital. Questi due termini rappresentano entrambi forme di finanziamento attraverso l'investimento nel capitale di rischio dell'azienda, tuttavia vi sono alcuni aspetti particolari che possono caratterizzare distintamente le due categorie di operazioni e d'intermediari che le pongono in essere. Proprio per questo, in letteratura e nel mondo operativo, si trovano differenti definizioni.

Corigliano (2001) definisce il private equity come "l'attività d'investimento in capitale di rischio che si sviluppa con l'apporto di capitale (equity capital) in imprese non quotate, da parte d'investitori istituzionali specializzati". Lo stesso autore rileva la moderata diversità con il venture capital. In particolare, l'intermediario finanziario si può definire più appropriatamente venture capitalist quando raccoglie risorse tra il pubblico e gli altri investitori istituzionali per investirle professionalmente nel capitale di rischio d'impresa non quotate, particolarmente innovative e caratterizzate da elevate potenzialità di sviluppo. Pertanto, attraverso queste due definizioni, è possibile comprendere come, secondo lo stadio di vita dell'azienda in cui si assume la partecipazione, sulla base delle sue caratteristiche e di conseguenza degli obiettivi dell'operazione, l'attività d'investimento in capitale di rischio, può assumere differenti denominazioni: venture capital o private equity. Quando l'intermediario finanziario, si rivolge ad aziende particolarmente innovative, con problematiche legate alla fase

iniziale della loro vita, l'operazione è definita di venture capital. Al contrario, quando l'intermediario assume una partecipazione in aziende già avviate che hanno bisogno di finanziamenti per porre in essere operazioni particolari di ulteriore crescita, apertura al mercato o risoluzione di specifiche problematiche, viene denominato private equity⁵.

L'associazione di categoria italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) non propone particolari distinzioni, definendo il private equity come "un'attività d'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio e lungo termine" (Barocci, 2005). Come dimostra questa definizione, la distinzione terminologica tra private equity e venture capital non è accettata in modo uniforme e questo è particolarmente evidente a livello mondiale. In Europa, generalmente, tali termini sono utilizzati come sinonimi. Negli Stati Uniti si tendono invece a distinguere le due attività secondo le definizioni specificate in precedenza. Probabilmente, questo è imputabile al fatto che l'attività di finanziamento del capitale di rischio d'imprese start up, innovative è stata da sempre molto fiorente negli USA; alla luce quindi dell'importanza del settore e probabilmente, anche della specializzazione delle competenze necessarie, si è voluta apportare una precisa distinzione tra gli intermediari.

All'interno di questo elaborato si è deciso di assumere la definizione europea e quindi i termini venture capital e private equity sono adottati indifferentemente. Tale scelta è da ricondursi principalmente a due motivazioni di seguito illustrate. Come anticipato in premessa, la presente ricerca focalizza l'attenzione su un particolare aspetto del private equity, ossia il momento in cui l'intermediario decide di procedere al disinvestimento di tutta o parte della propria partecipazione attraverso la quotazione dell'azienda. Le matricole che procedono alla quotazione in Italia sono prevalentemente realtà già avviate che, arrivate ad un certo stadio della propria vita, cercano per vari motivi l'apertura al mercato. In secondo luogo, si preferisce utilizzare indifferentemente i due termini per essere coerenti con la definizione fornita dall'associazione di categoria italiana. E' importante che gli aspetti terminologici siano chiariti, ma non devono prevalere sulla sostanza dell'attività di tali intermediari.

Il private equity si configura come un intermediario completo e complesso che può avere un'utilità decisamente elevata per le imprese. Completo, poiché la sua attività non

⁵ Per un approfondimento si veda Giovannini (2004).

si esaurisce unicamente nell'apportare risorse finanziarie. Oltre a contribuire allo sviluppo dell'azienda conferendole nuovi capitali, il private equity s'inserisce nella stessa garantendo le risorse e le competenze necessarie per raggiungere gli obiettivi prefissati, intervenendo per risolvere particolari situazioni problematiche o aiutare l'azienda a superare momenti di temporanea difficoltà. Si pensi, ad esempio, alle conseguenze drammatiche che potrebbe avere sulla capacità di sopravvivenza dell'azienda, un passaggio generazionale non gestito nel modo opportuno. Questa completezza rispetto ai tradizionali finanziatori, rende l'attività di private equity decisamente complessa, nel senso che sono richieste a questi intermediari numerose competenze specifiche, necessarie per il buon fine dell'operazione.

I primi soggetti che beneficiano dell'attività del private equity sono, senza dubbio, le aziende partecipate. Queste possono essere aziende in fase di avvio della loro attività (*early stage*), imprese che intendono promuovere dei processi di espansione interna o esterna (*expansion*), imprese che si possono trovare in temporanee situazioni di difficoltà e quindi devono provvedere ad un ricambio generazionale o a cambiamenti negli assetti proprietari (*buy out o replacement*), oppure aziende che si trovano in difficoltà strutturale tale da determinare una vera e propria crisi (*turnaround*). Se per l'azienda partecipata la finalità per cui si richiede l'intervento dell'investitore istituzionale può essere di vario tipo, per l'investitore in capitale di rischio invece l'obiettivo principale dovrebbe essere sempre il buon esito dell'operazione. Ciò avviene quando la partecipazione aumenta il proprio valore, dal momento in cui si è acquisita, a quando si procede alla dismissione, cessione della stessa.

Per garantire il buon esito dell'operazione è di estrema importanza la scelta, da parte del fondo di private equity, del soggetto in cui investire. Tipicamente le aziende target si distinguono per un valido progetto di sviluppo ed una forte idea imprenditoriale, per la presenza di un management motivato con esperienza e professionalità, per la guida da parte di un imprenditore determinato, consapevole dei propri obiettivi e allo stesso tempo dei propri limiti, e per ultimo, ma non per importanza, il private equity valuta attentamente che vi sia la possibilità di prevedere delle forme di disinvestimento della partecipazione profittevoli.

Come si affermava in precedenza, l'attività di finanziamento del private equity è fortemente differente da quella di un tradizionale finanziatore. Oltre ad apportare capitali interviene all'interno dell'azienda nelle decisioni dell'imprenditore e del management. Il grado d'intervento dipende dall'apertura dell'imprenditore e anche dalla

strategia utilizzata dall'investitore che non sarà, necessariamente, la medesima per le diverse partecipazioni. Spesso il private equity investe solo parzialmente risorse proprie, mentre la maggior parte della raccolta deriva da privati o altri investitori istituzionali che sottoscrivono le quote di un fondo comune d'investimento chiuso appositamente creato e gestito dalla società di private equity.⁶ Attraverso le risorse raccolte, il fondo chiuso acquisisce una partecipazione nella società fornendo quindi finanziamento e al contempo competenze e risorse manageriali.

Alla fine del processo di finanziamento si procede alla liquidazione della quota. E' in questa fase che il private equity dovrebbe consolidare la plusvalenza derivante dalla profittabilità dell'operazione. Le modalità che possono essere usate per disinvestire sono differenti: la quotazione in borsa dell'azienda (*initial public offering*), la cessione della partecipazione ad investitori finanziari o industriali (*trade sale*), la cessione delle azioni all'imprenditore originario, ai soci di maggioranza oppure al management della partecipata (*buy back o leveraged buy out*). Qualora invece l'operazione non vada a buon fine si provvede all'azzeramento della partecipazione (*write off*).

La modalità di uscita è decisa generalmente all'inizio dell'operazione anche se, nel corso dell'investimento, può subire modifiche in riferimento all'andamento della congiuntura economica, dei mercati e al successo stesso dell'operazione.

E' emerso chiaramente che il private equity assume un ruolo fondamentale nel sistema finanziario principalmente per due motivi. Innanzitutto, funge da collettore d'importanti investitori istituzionali esteri e nazionali che, tramite questo "veicolo", vanno ad investire direttamente in aziende italiane tipicamente di piccole dimensioni rispetto a quelle presenti nel panorama internazionale. Inoltre, anche il mercato borsistico ne ha benefici, poiché una delle modalità di uscita, anche se non la più frequente, è l'IPO Initial public offering, ossia la quotazione dell'azienda. In questo caso il private equity è un attore fondamentale nell'accompagnare le nuove matricole in borsa⁷.

Il private equity contribuisce quindi a creare una peculiare e atipica relazione tra impresa e intermediario finanziario e allo stesso tempo si configura come importante anello di congiunzione tra l'impresa e i mercati finanziari.

⁶ Il paragrafo successivo propone un'ampia descrizione della normativa e del funzionamento di un fondo chiuso.

⁷ Bracchi, Gervasoni, 2006.

1.2 L'evoluzione degli investimenti in capitale di rischio

La prima esperienza configurabile come attività d'investimento in capitale di rischio è ascrivibile al territorio statunitense. Nel 1946 a Boston è nata l'American Research and Development, una società specializzata nell'investimento in capitale di rischio, sviluppata al fine di supportare finanziariamente le iniziative imprenditoriali nate all'interno del Massachusetts Institute of Technology (M.I.T.). Tali iniziative si caratterizzavano per un elevato contenuto tecnologico e innovativo; progetti alquanto rischiosi ma che potevano celare, in caso di successo, un'elevata profittabilità. La società si è costituita come fondo chiuso, il cui capitale era interamente sottoscritto dal Presidente del M.I.T., K. Compton, da un professore dell'Harvard Business School, G.F. Doriot e da alcuni imprenditori locali.

Nel 1958, l'emanazione negli Stati Uniti del Small Business Investment Act aiutò a sostenere iniziative di questo tipo, prevedendo degli aiuti pubblici, soprattutto in termini di agevolazioni fiscali, per gli investitori in capitale di rischio. I veicoli utilizzati erano le Small Business Investment Company (SBIC) attraverso le quali si potevano concentrare gli investimenti in giovani imprese con elevate capacità di sviluppo. In seguito a tale provvedimento, nacque la prima Venture Capital Limited Partnership americana. Tuttavia, la presenza nelle società finanziate di elevati livelli d'indebitamento, dovuti agli sgravi fiscali concessi, portò alla decisione di sospendere il programma. La riattivazione si ebbe solo negli anni '90 con una precisa focalizzazione verso i fondi chiusi, si decise inoltre di sostituire le emissioni di titoli di debito con azioni privilegiate; le SBIC si concentrarono soprattutto sulle imprese ad alta tecnologia. Ci furono altri provvedimenti che facilitarono lo sviluppo di questo settore, in particolare il Revenue Act del 1978 che ridusse la tassazione sui capital gain e la nuova interpretazione del Employee Retirement Income Security Act del 1979 che introdusse la possibilità per i fondi pensione di investire in attività rischiose. L'assetto normativo, probabilmente, ha favorito lo sviluppo d'investitori nel capitale di rischio delle imprese, ma non bisogna dimenticare che il tessuto produttivo statunitense, soprattutto nelle aree limitrofe alle università più prestigiose, si è da sempre caratterizzato per una forte spinta imprenditoriale alla tecnologia e all'innovazione. La domanda per il settore del private equity era indubbiamente fiorente. Alcuni casi di successo, relativi ad aziende molto conosciute sono stati: Apple, Microsoft e Federal Express.

In Europa, il private equity si è diffuso in tempi più recenti rispetto agli Stati Uniti e con caratteristiche differenti. Il forte sviluppo dell'attività in Europa si è avuto negli anni 70⁸, promosso prevalentemente da banche e caratterizzato da operazioni verso imprese in fase più avanzata di sviluppo. Gli Stati Uniti, invece, si sono da sempre caratterizzati per una forte concentrazione verso imprese in fase di avvio o addirittura di incubazione di idee imprenditoriali e ad opera di operatori più diversificati: compagnie di assicurazione, fondi pensione, investitori industriali.

In Italia lo sviluppo del private equity non è stato incentivato prevalentemente da una forte richiesta del mercato, così come avvenuto negli U.S.A., quanto piuttosto da un insieme di interventi promossi dall'autorità di vigilanza. La normativa, diretta a disciplinare gli investimenti in capitale di rischio nelle aziende soprattutto ad opera delle banche, ha subito numerose modifiche, caratterizzandosi per una continua evoluzione.

In origine, la legge bancaria del 1936, con l'intento di promuovere la tutela del depositante e la stabilità, aveva delimitato l'attività esercitabile dalle banche in un ambito molto preciso. Le banche erano divise in due categorie: le aziende ordinarie di credito e gli istituti di credito speciale. Le prime potevano mettere in atto operazioni attive e passive con scadenza massima di diciotto mesi, erano quindi abilitate ad agire solamente per operazioni di breve termine. Gli istituti di credito speciale potevano compiere operazioni attive e passive con scadenze superiori ai diciotto mesi, quindi di medio-lungo termine. Questa suddivisione permetteva di mantenere nei due gruppi di banche un allineamento tra scadenze dell'attivo e del passivo, elemento richiesto per garantire una maggior liquidità alle banche stesse. Inoltre, sempre nell'intento di tutelare il depositante e quindi ridurre i rischi, era vietato alle aziende di credito ordinario di detenere partecipazioni o investire in azioni. Tali divieti erano eliminabili solo con specifica autorizzazione dell'Autorità di vigilanza.

I primi cambiamenti significativi della normativa ci furono a partire dagli anni ottanta. Nel 1981 il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (Cicr) ha deliberato la possibilità per le aziende di credito di assumere partecipazioni in società finanziarie create tra banche, imprese e associazioni imprenditoriali, al fine di sviluppare il tessuto delle piccole medie imprese⁹. Questo provvedimento non consentiva ancora alle banche l'intervento diretto nel capitale sociale delle imprese, ma incentivava lo sviluppo di

⁸ In realtà in Gran Bretagna la diffusione del private equity risale al secondo dopoguerra, tuttavia negli altri Paesi europei è avvenuta a partire dagli anni 60' - 70'.

⁹ Per approfondimento si veda Cenni (2001).

merchant bank, società di leasing e di factoring. La legge numero 23 del 1981, con l'intenzione di rimuovere i vincoli di partecipazione degli istituti di credito, ha demandato alla Banca d'Italia la regolamentazione della concentrazione dei rischi; si decise che l'ammontare di partecipazione detenibile era da commisurarsi in funzione del patrimonio di vigilanza e sulla base di una coerenza con gli obiettivi strategici e le finalità degli istituti di credito.

Il vero cambiamento, stimolo dello sviluppo del mercato degli investimenti in capitale di rischio, è avvenuto nel 1987 quando una delibera del Cicer, seguita da un insieme d'istruzioni della Banca d'Italia, ha stabilito la possibilità di operare tramite le Sif – Società di intermediazione finanziaria. Queste si configuravano come particolari intermediari che agivano similmente alle merchant bank. In realtà, in Italia in quegli anni vi erano anche altri operatori attivi nel capitale di rischio. In particolare si trovavano gli istituti di credito speciale e le merchant bank di matrice non bancaria. I primi tipicamente sviluppavano attività di consulenza e partecipazione a consorzi di collocamento e garanzia. Le seconde non hanno avuto una notevole diffusione nel sistema italiano; erano numerose le banche d'affari che agivano come advisor ma poche le banche d'investimento¹⁰.

L'introduzione delle Sif era attesa come la svolta necessaria per rilanciare il mercato dei capitali di rischio. Sono stati previsti una serie di limiti alla partecipazione nel capitale di tali società da parte delle banche e anche degli istituti di credito speciale. Affinché si potesse ottenere un'autorizzazione da parte della Banca d'Italia ad operare tramite Sif dovevano essere rispettati una serie di requisiti sia gestionali, sia di capitale. In particolare, Banca d'Italia stabiliva che l'oggetto sociale delle Sif doveva comprendere attività di consulenza, organizzazione delle operazioni dirette a recuperare capitale di rischio e investimento, seppur temporaneo, in obbligazioni ed azioni. Era inoltre richiesto un capitale minimo di 50 miliardi di lire e un limite di indebitamento che non poteva superare due volte il capitale sociale. Inoltre, la maggior parte dei diritti di voto dovevano essere detenuti da istituti di credito strutturalmente solidi. Si richiedeva che le operazioni poste in essere da tali intermediari si configurassero come operazioni redditizie e non di salvataggio di imprese in crisi. Inoltre, le Sif non potevano erogare finanziamenti alle imprese e potevano acquisire solo partecipazioni di minoranza. In ogni caso l'ammontare totale delle partecipazioni non poteva superare il capitale

¹⁰ Per approfondimento si veda Cenni (2001)

sociale¹¹. La nascita delle Sif portava con sé numerose aspettative. Si pensava che potessero essere lo strumento adatto, nel nostro sistema finanziario, per incentivare lo sviluppo dell'investimento in capitale di rischio. Come ha dimostrato Pesaresi (1993) alla fine del 1992 solo tre delle sedici Sif esistenti erano ancora in attività. La spiegazione di tale fallimento è imputabile a diversi fattori. L'aspetto culturale ha influito probabilmente in modo negativo. Il sistema bancario italiano, abituato da anni, alla pura attività creditizia delle banche non è riuscito a sviluppare in modo sostanziale l'attività d'investimento nel capitale di rischio. Tramite le Sif si pensava di poter coniugare le caratteristiche tipicamente anglosassoni del merchant banker con la cultura più tradizionalista del banchiere italiano. Ciò non è avvenuto in modo completamente soddisfacente, probabilmente anche per la mancanza di competenze derivanti dalla differente professionalità sviluppata dagli operatori di banca fino ad allora. Anche i vincoli d'investimento e operativi imposti alle Sif, nonché la scarsa efficienza del mercato italiano, hanno contribuito al mancato successo.

La svolta decisiva si è avuta nel 1993 con l'approvazione del Testo Unico Bancario che ha reintrodotto la banca universale. In tale assetto normativo, le banche¹² potevano liberamente assumere partecipazioni rispettando alcuni limiti imposti dalla normativa. Banca d'Italia aveva previsto tre limiti: complessivo, di concentrazione e di separatezza. Il limite complessivo stabiliva che il totale delle partecipazioni detenute in imprese non finanziarie non potesse superare il 15% del patrimonio di vigilanza. Tale limite diveniva pari al 50% per le banche e i gruppi abilitati e 60% per le banche specializzate. Si definiscono banche e gruppi abilitati quelli per i quali la Banca d'Italia, sulla base di particolari esperienze maturate, consistenza patrimoniale e adeguatezza organizzativa, prevede la possibilità di derogare ai limiti standard. Le banche specializzate invece sono quelle che oltre ad avere le caratteristiche delle banche abilitate si contraddistinguono per una raccolta prevalentemente a medio lungo termine e quindi, per congruità di scadenze tra attivo e passivo, si ritengono maggiormente abili a sopportare il rischio della partecipazione in capitale. Oltre ad un limite complessivo, Banca d'Italia prevedeva anche un limite di concentrazione, ossia un valore massimo assumibile dalla singola partecipazione sul patrimonio di vigilanza. Ancora una volta tale limite veniva distinto a seconda che si trattasse di banche o gruppi bancari tradizionali, per i quali

¹¹ Per maggiori dettagli sul funzionamento delle Sif si veda Cenni (2001).

¹² Le norme sviluppate in riferimento all'assunzione di partecipazione si applicavano a tutte le banche e a tutti gli enti ad esclusione delle banche di credito cooperativo per le quali vigeva il divieto di assumere partecipazioni in imprese non finanziarie.

assumeva un valore del 3%, oppure banche e gruppi bancari abilitati o banche specializzate. Le banche e i gruppi bancaria abilitati potevano assumere un peso della singola partecipazione sul patrimonio di vigilanza pari al 6%, le banche specializzate invece del 15%. Era previsto infine un limite di separatezza; la partecipazione poteva essere al massimo pari al 15% del capitale della società partecipata e tale limite era il medesimo per tutte le tipologie di banche¹³. La quota di controllo di una società poteva essere detenuta solo se a fini temporanei, per una riallocazione proprietari o quando il valore della partecipazione era comunque molto contenuto. In linea generale, non si poteva quindi acquisire direttamente una quota di maggioranza nell'impresa.

Questi limiti normativi hanno incentivato le banche ad operare nel capitale di rischio delle imprese attraverso appositi veicoli, in particolare i fondi chiusi d'investimento. La loro introduzione risale alla legge n. 344 del 14 agosto 1993. I fondi chiusi sono stati concepiti per presentarsi con caratteri e finalità differenti dai fondi comuni aperti¹⁴. L'adesione a un fondo chiuso è limitata nel tempo e anche la liquidazione della quota non può avvenire prima di una scadenza predefinita. Il patrimonio del fondo chiuso si costituisce attraverso una o più emissioni sottoscritte in un determinato periodo dai potenziali investitori. Come nel caso dei fondi aperti, la gestione deve essere affidata a una Società di Gestione del Risparmio (SGR) autorizzata¹⁵. La liquidazione della quota può avvenire tendenzialmente alla scadenza del fondo che oggi è fissata in 30 anni¹⁶. Al momento della loro introduzione nel sistema finanziario italiano i fondi chiusi prevedevano dei limiti imposti dalla normativa che ne rendevano particolarmente difficile la diffusione. Si pensi, ad esempio, al valore unitario minimo delle quote che era pari a 100 milioni di lire, implicitamente questo escludeva la possibilità di raccogliere quote da una rilevante massa di investitori; oppure ai limiti imposti all'assunzione delle partecipazioni di maggioranza o all'utilizzo di leva finanziaria. Inoltre, dopo tre anni dalla nascita del fondo era obbligatorio chiedere la quotazione in

¹³ Le banche abilitate e specializzate potevano derogare al limite di separatezza ma solo se la singola partecipazione non superava il 2% del patrimonio di vigilanza e la somma delle eccedenze di partecipazione rispetto al limite di separatezza risultava contenuta sempre entro il 2% del patrimonio di vigilanza. (Cenni, 2001).

¹⁴ I fondi aperti, al contrario dei fondi chiusi, si caratterizzano per una continua possibilità di sottoscrizione da parte di nuovi investitori e di conseguenza per la possibilità di liquidare la quota da parte di chi è già sottoscrittore del fondo.

¹⁵ Il provvedimento della Banca d'Italia del 1 luglio 1998 ha modificato la normativa del 1993, riducendo i requisiti di capitale delle SGR da 5 miliardi di lire a 2 miliardi di lire, focalizzando l'attenzione maggiormente sui criteri di professionalità ed esperienza e non unicamente su quelli patrimoniali.

¹⁶ Talvolta si permette un prolungamento di altri tre anni, qualora sia necessario per smobilizzare in modo opportuno l'investimento.

Borsa, indipendentemente dalla congiuntura economica; pertanto, alcuni fondi potevano beneficiare di una quotazione in periodi di mercato favorevoli, mentre altri erano costretti ad entrarvi in periodi molto meno opportuni.

Un notevole cambiamento normativo, sostenitore dello sviluppo dei fondi chiusi come veicolo all'investimento in capitale di rischio, si è avuto con il Testo Unico della Finanza (TUF) del 1998. Con il TUF viene lasciata maggior autonomia al regolamento dei fondi, indicando solamente alcune linee guida necessarie per la tutela degli investitori e del sistema finanziario. In particolare, la legge del 1993 prevedeva una durata minima del fondo di 5 anni e massima di 10 anni con un possibile prolungamento di tre anni. La legge del 1998 stabilisce invece solamente una durata massima pari a 30 anni prorogabile di altri 3. In riferimento alla quotazione dei certificati rappresentativi delle quote sottoscritte, si stabilisce l'obbligo di quotazione solo per i fondi chiusi che prevedono un ammontare minimo di sottoscrizione inferiore ai venticinquemila euro. Questa norma agisce nell'interesse dei piccoli risparmiatori che quindi possono conoscere con maggior semplicità il valore della quota, poiché presente sul mercato ed essere facilitati nel rientro dall'investimento prima della scadenza. Per gli altri fondi tale scelta viene disciplinata dal regolamento del fondo. E' prevista, inoltre la possibilità per i fondi chiusi di assumere partecipazioni di maggioranza e i capitali possono essere raccolti in più momenti di adesione e non in uno unico all'inizio della vita del fondo stesso.

Il TUF ha introdotto differenti tipologie di fondi chiusi¹⁷ che si contraddistinguono per alcune peculiarità. Nascono i fondi riservati che sono rivolti a investitori qualificati. Il regolamento Banca d'Italia del 20 settembre 1999 al Capitolo II definisce investitori qualificati: le banche, le imprese di assicurazioni, gli agenti di cambio, le Sicav, le SGR, i fondi pensione, i soggetti iscritti negli elenchi degli articoli 106, 107 e 113 del Testo Unico bancario, i soggetti esteri autorizzati a svolgere la medesima attività dei precedenti in Italia, le fondazioni bancarie, le persone fisiche e giuridiche in possesso di particolari competenze in materia finanziaria. Sostanzialmente sono investitori qualificati i "soggetti" che si presume abbiano competenze e abilità di valutazione superiori a quelle che contraddistinguono il pubblico dei risparmiatori. I fondi riservati hanno una maggior flessibilità nelle modalità di adesione e liquidazione, nonché nei limiti prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio. A fianco dei fondi

¹⁷ In realtà queste tipologie di fondi possono esistere sia per i fondi chiusi, sia aperti.

riservati sono stati introdotti anche i fondi speculativi che si caratterizzano per investimenti altamente rischiosi e indirizzati ad attività particolari. Il numero massimo di aderenti è fissato da tale provvedimento in 100 e ognuno deve apportare un versamento minimo di 1.000.000 euro. Il provvedimento del 27 agosto 2003, eleva a 200 i partecipanti e riduce a 500.000 euro la quota minima di adesione. Infine, i fondi garantiti si caratterizzano per una garanzia di rendimento minimo o di restituzione del capitale versato.

Recentemente con il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio¹⁸ si è ancora una volta posta l'attenzione sulla necessità di creare un tessuto normativo sempre più coerente alle esigenze del mercato dei fondi comuni d'investimento. In tale contesto si sono sviluppati interventi diretti a semplificare i tempi di accesso al mercato e di approvazione dei regolamenti dei fondi, permettendo ai fondi chiusi di investire in fondi speculativi con particolari caratteristiche e avere maggior libertà operativa (soprattutto per i fondi riservati). La tutela dell'investitore è migliorata grazie all'inserimento di un insieme di controlli interni¹⁹. Tale regolamento della Banca d'Italia afferma che devono essere costituiti in forma di fondi chiusi, i fondi comuni il cui patrimonio è investito in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; crediti e titoli rappresentativi di crediti; strumenti finanziari non quotati diversi dalle quote di OICR in misura superiore al 10%, altri beni per i quali esiste un mercato di riferimento o che comunque siano valutabili con una periodicità almeno semestrale.²⁰ Si può affermare che i fondi chiusi si caratterizzano prevalentemente per l'investimento in strumenti finanziari non quotati, anche se non sono più previsti dalla normativa dei quantitativi massimi e minimi. Tuttavia non è escluso che i fondi chiusi possano investire in altre forme di investimento quali i titoli quotati e i depositi bancari.

Recentemente è stata apportata una modifica molto importante all'assetto normativo italiano in tema di partecipazione al capitale di rischio. La delibera del Cici numero 276 del 29 luglio 2008, ha modificato profondamente la normativa che disciplina i rapporti banca- impresa eliminando il "limite di separatezza". Come descritto in precedenza, tale limite, in vigore dal 1993, prevedeva che le banche non potessero assumere partecipazioni superiori al 15% del capitale dell'impresa partecipata. La delibera del Cici ha rimosso questo vincolo per favorire la possibilità per le banche di fare interventi

¹⁸ Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

¹⁹ Per approfondimento si vedano Gervasoni, Bechi (2007).

²⁰ Per approfondimento si vedano Gervasoni, Bechi (2007).

strategici nelle imprese, cercando di snellire le regole ed eliminare il possibile svantaggio competitivo rispetto alle altre aziende di credito europee, già uniformate alla normativa comunitaria²¹. Eliminare il limite di separatezza non significa lasciare completa libertà alle banche. Rimangono, infatti, vigenti i due ulteriori limiti introdotti nel 1993: il limite di concentrazione e il limite complessivo. Il limite di concentrazione prevede un valore massimo assumibile dalla singola partecipazione rispetto al patrimonio di vigilanza, elevato dalla disciplina comunitaria al 15% (in precedenza era il 3%). Il limite complessivo, invece rappresenta il valore massimo del totale delle partecipazioni detenute in rapporto al patrimonio di vigilanza elevato al 60% (la precedente normativa fissava tale limite al 15%²²). Questo nuovo assetto normativo potrebbe avere conseguenze rilevanti sull'industria dei fondi chiusi bancari. Lo sviluppo di tali fondi è stato sicuramente favorito anche dalla normativa che impediva alla banca di detenere direttamente delle partecipazioni di maggioranza. Ad oggi le banche, rispettando i limiti patrimoniali, possono liberamente decidere quale quota di partecipazione detenere rispetto al capitale sociale dell'impresa partecipata. La scelta di agire direttamente come azionisti, oppure di utilizzare fondi di private equity probabilmente dipenderà dall'importanza che tale attività riveste nel business bancario e dalle strategie organizzative adottate dalla banca stessa.

L'evoluzione normativa descritta mostra come i vari provvedimenti abbiano cercato di alleggerire, quanto più possibile, i limiti strutturali all'investimento in capitale di rischio incentivando, quindi lo sviluppo di questo settore, senza perdere di vista l'obiettivo di prudenza, controllo e tutela dell'intero sistema finanziario.

1.3 Il mercato italiano del private equity

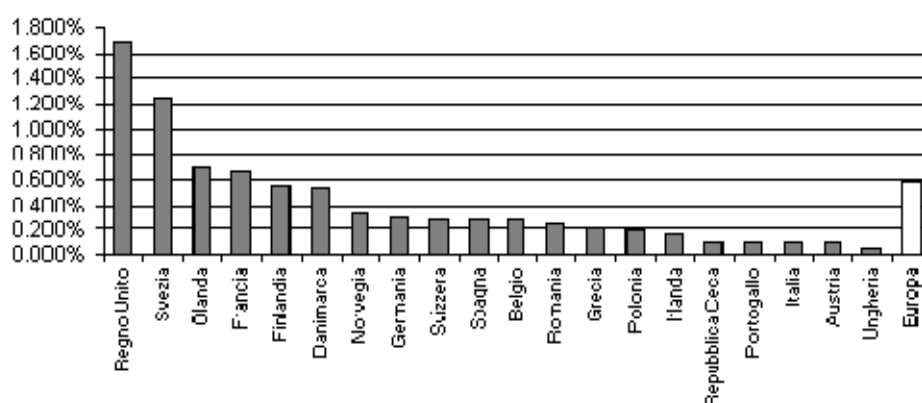
L'analisi di mercato del private equity, finalizzata a comprendere le principali caratteristiche dell'investimento in capitale di rischio in Italia, non può prescindere da una valutazione del posizionamento del Paese rispetto al contesto europeo. Inquadrare in modo chiaro il livello di sviluppo del mercato italiano rispetto alla media europea, è utile per comprendere quali potrebbero essere gli spazi di sviluppo raggiungibili e i possibili cambiamenti degli anni futuri.

²¹ Direttiva 2007/44 Cee.

²² Si ricorda che la normativa del 1993 prevedeva un limite complessivo del 15% per le banche tradizionali, elevandolo al 50% per le banche abilitate e 60% per le banche specializzate.

La Figura 1 mostra, per l'anno 2007, il valore degli investimenti in private equity in percentuale sul prodotto interno lordo. Il primato in termini di sviluppo di tali investimenti rispetto alla crescita dell'economia del Paese è da attribuirsi a Regno Unito (1.692%), Svezia (1.255%), Olanda (0.702%) e Francia (0.658%); all'estremo opposto, vi sono: Ungheria (0.041%), Austria (0.094%), Italia (0.095%) e Portogallo (0.097%). La media degli investimenti in private equity rispetto al PIL realizzata in Europa è 0.584%. Come si può facilmente osservare dal grafico il valore medio europeo è spinto al rialzo dai casi eccezionali di Regno Unito e Svezia. Sono invece numerosi i Paesi che realizzano valori di investimento inferiori alla media europea. Si possono evidenziare diverse spiegazioni al posizionamento dell'Italia vicino a Paesi come Ungheria, Austria, Portogallo e non ai tradizionali *competitor* come Francia e Germania. In primo luogo, un ruolo importante nel limitare lo sviluppo del private equity in Italia può essere imputabile alla normativa. Come si è detto nella parte precedente, per lungo tempo i vincoli imposti alle banche, che sono ancora i principali intermediari finanziari in Italia, hanno limitato o comunque reso più complesso l'investimento in capitale di rischio. E' pur vero che tale attività può essere esercitata anche da altri operatori, ma l'Italia è da sempre un sistema banco-centrico, pertanto gli operatori bancari che direttamente o indirettamente investono nel capitale di rischio dell'impresa hanno un ruolo sicuramente importante. Una seconda possibile motivazione dello scarso sviluppo del private equity in Italia può ritrovarsi nel tessuto produttivo, composto prevalentemente da piccole e medie imprese per lo più a conduzione familiare. Non sempre l'imprenditore e la sua famiglia sono disposti ad aprire il capitale sociale a terzi per paura di perdere il controllo della società, preferendo reperire capitali, fin quando possibile, attraverso l'indebitamento.

Figura 1- Investimenti in % del PIL



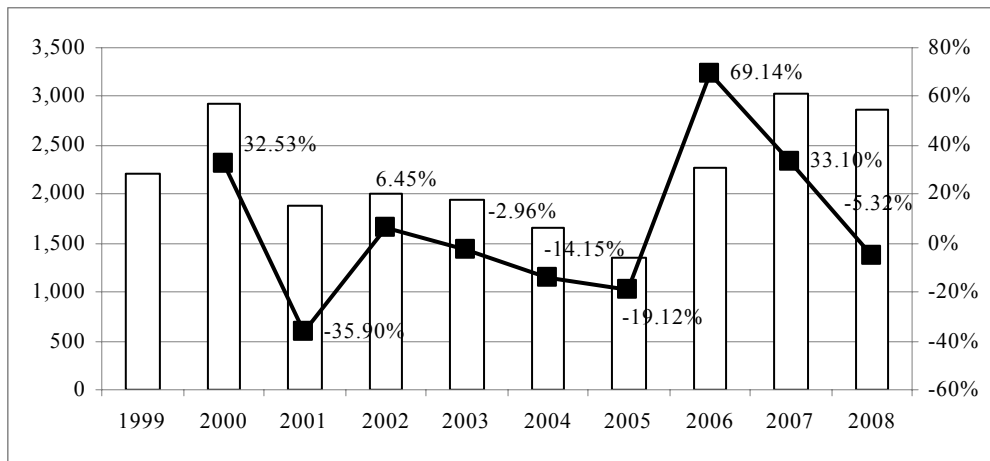
Fonte: EVCA (2007).

La raccolta

Dopo aver compreso quale sia il posizionamento del mercato del private equity italiano rispetto ai competitors europei, si ritiene opportuno focalizzare l'attenzione sulle caratteristiche del mercato domestico continuando, durante la descrizione, ad effettuare confronti con i valori medi europei.

La Figura 2, presenta l'andamento della raccolta di fondi ad opera di differenti operatori avvenuta complessivamente nel mercato italiano negli anni 1999-2008. Si possono evidenziare tre tendenze differenti. La prima che riguarda gli anni 1999-2000, la seconda 2000-2005 e la terza 2005-2008. In particolare, tra il 1999 e il 2000 il mercato della raccolta ha realizzato una crescita del 32% circa. Dal 2000 al 2005, invece si è verificata una contrazione caratterizzata da continui ribassi annui, come mostrato nell'immagine sottostante. Negli anni successivi, invece la raccolta ha subito notevoli incrementi, nel dettaglio del 69% nel 2006 e del 33% nel 2007. Il grafico mostra per il 2008 una contrazione della raccolta pari al -5.32%. Tale riduzione potrebbe essere una diretta conseguenza della crisi finanziaria che sta colpendo il mercato nazionale e mondiale, ma potrebbe anche introdurre in una delle fase cicliche di cui si è parlato in precedenza e quindi palesarsi come un segnale anticipatore di una tendenziale contrazione della raccolta per i prossimi anni.

Figura 2- Raccolta (mln di euro)



Fonte: AIFI statistiche annuale

L'andamento della raccolta nel mercato europeo ha anticipato in parte quelle che sono state le fasi cicliche del nostro Paese. In particolare i dati EVCA²³ evidenziano come anche a livello medio europeo, ci sia stato un forte incremento della raccolta tra il 1999 e il 2000 pari a un 62%, passando da un valore di 25,000 milioni di euro a 48,000 milioni di euro, realizzando quindi una crescita ben più evidente del mercato italiano. Si è avuta poi una tendenza decrescente della raccolta dal 2000 al 2004 con una contrazione media annua del 15%. Mentre a partire dal 2005, si è registrato un forte aumento della raccolta con valori di crescita superiori al 100%²⁴. Nel 2007 inizia per il mercato europeo una fase di contrazione che anticipa quella che avverrà nel mercato italiano l'anno successivo. Il mercato europeo subisce nel 2007 una contrazione del -28.38% registrando un valore di circa 78,000 milioni di euro. I dati relativi al terzo trimestre 2008 indicano come il mercato, rispetto allo stesso periodo nel 2007, si caratterizzi per una contrazione della raccolta del 70% circa.²⁵ Se fosse confermata la tendenza anticipatrice dell'Europa sull'Italia potremmo supporre che, probabilmente, anche per il mercato domestico quest'anno ci sarà una forte contrazione.

La raccolta del mercato italiano si è caratterizzata, in termini quantitativi, per andamenti ciclici. E' interessante verificare se anche la tipologia di fonte abbia avuto andamenti di questo tipo. La figura 3 mostra le principali fonti della raccolta suddetta: banche, fondi di fondi, fondi pensione, gruppi industriali, fondazioni bancarie/accademiche, assicurazioni, settore pubblico, investitori individuali e altro. La presenza delle banche è

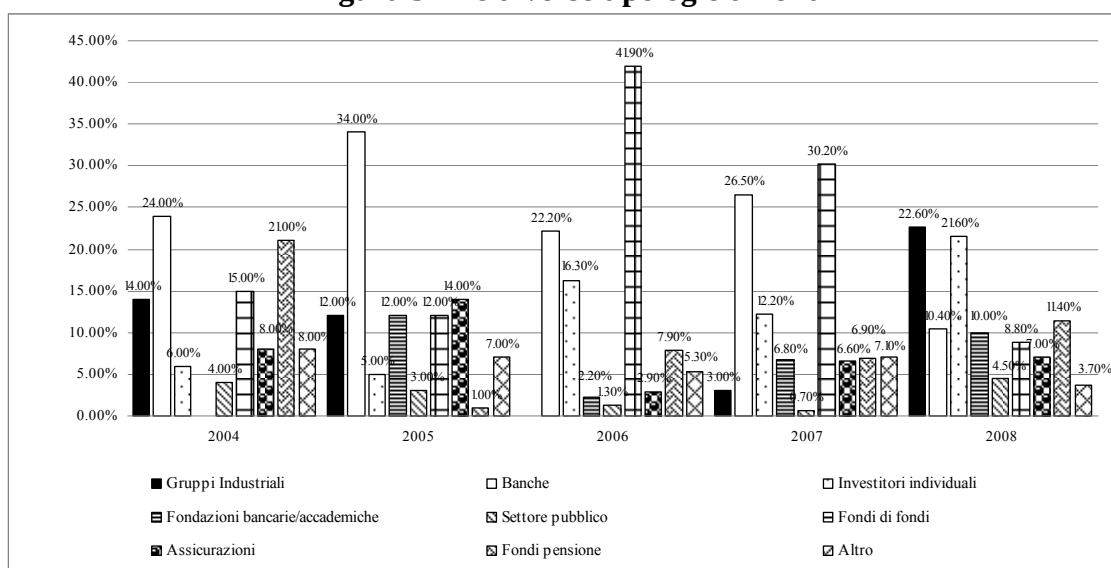
²³ EVCA (2007)

²⁴ In particolare si evidenzia un +188% dal 2004 al 2005 e un +59% dal 2005 al 2006.

²⁵ EVCA (2008)

pressoché costante in tutti gli anni considerati, ad eccezione del 2008 in cui si evidenzia una notevole riduzione. Diversamente si nota un eccezionale sviluppo dei fondi pensione nel 2004 probabilmente dovuto ai cambiamenti normativi avvenuti in questi anni in riferimento alla previdenza complementare. I fondi di fondi riconoscono, a partire dal 2005, un deciso incremento contribuendo probabilmente in modo sostanziale alla fase di forte crescita della raccolta che ha contraddistinto quegli anni.

Figura 3 - Le diverse tipologie di fonti



Fonte: AIFI statistiche annuali

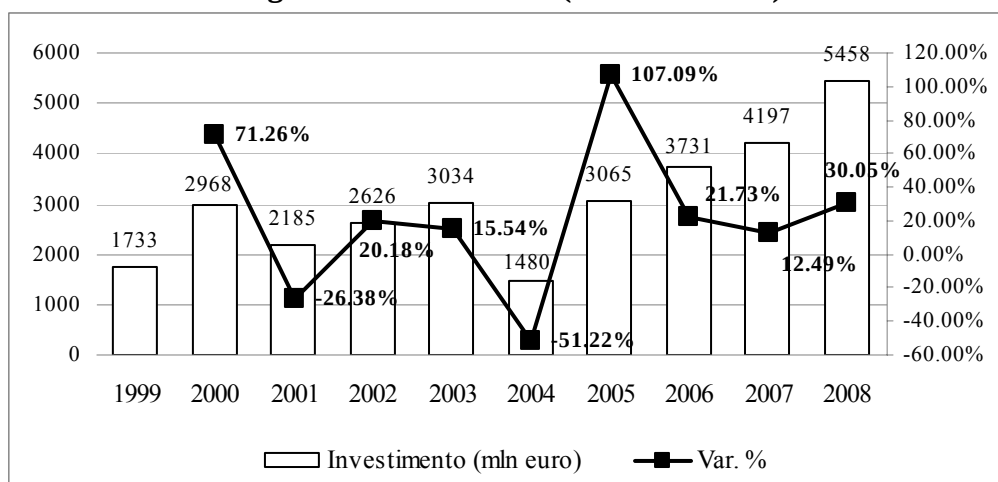
In riferimento al mercato europeo, si può evidenziare come le tipologie di fonti che rivestono la maggior importanza siano le medesime del mercato italiano: banche, fondi pensione e fondi di fondi. In particolare, nel 2003 e 2004 le banche erano le maggiori portatrici di fonti provvedendo a circa un 20% della raccolta. Negli anni successivi si è però manifestato un importante cambiamento, le banche hanno lasciato il primato ai fondi pensione che hanno raggiunto quasi un 30%. Il terzo operatore più importante a livello europeo è rappresentato dai fondi di fondi che si attestano sempre attorno ad un 14% circa della raccolta complessiva.

Si può affermare, pertanto, come tra l'Europa e l'Italia non ci siano differenze sostanziali tra le principali tipologie di fonti, se non il più recente sviluppo dei fondi pensione che contraddistingue il mercato domestico rispetto ad altri Paesi europei.

L'investimento

Dopo aver analizzato la composizione della raccolta si ritiene interessante comprendere come si configurano gli investimenti. La Figura 4 mostra l'evoluzione nel mercato italiano degli investimenti in private equity. Si evidenzia una tendenziale crescita dal 1999 al 2003, interrotta da un ribasso tra il 2000 e il 2001, molto probabilmente imputabile al crollo dei mercati finanziari. Per gli anni successivi, il grafico mostra un forte ribasso che ha caratterizzato il 2003-2004, seguito da una tendenziale crescita fino al 2007. Il dato del 2008 registra un ulteriore aumento del 30.05%. Nonostante le indicazioni sulla nuova raccolta segnalino una leggera contrazione, il valore degli investimenti continua a crescere.

Figura 4 - Investimenti (milioni di euro)



Fonte: AIFI statistiche annuali

A livello europeo nel 1999 gli investimenti ammontavano a circa 25,000 milioni di euro. La tendenza è stata sempre crescente ad eccezione dell'anno 2001 in cui si è avuta una contrazione del 31.43%. Considerando il 2003-2004, anni in cui in Italia si è avuto un deciso ribasso degli investimenti, si evidenzia per l'Europa un andamento comunque crescente anche se molto contenuto (3.57%), per poi tornare a prosperare negli anni successivi a tassi di crescita di circa il 20%. Nel 2007 questa tendenziale crescita è rallentata drasticamente segnando un aumento del 2% e i primi dati del 2008 riferiscono una forte contrazione rispetto al 2007 pari, circa al 16%.²⁶ Anche in questo caso, qualora si assumesse una tendenziale anticipazione dell'Europa rispetto al mercato

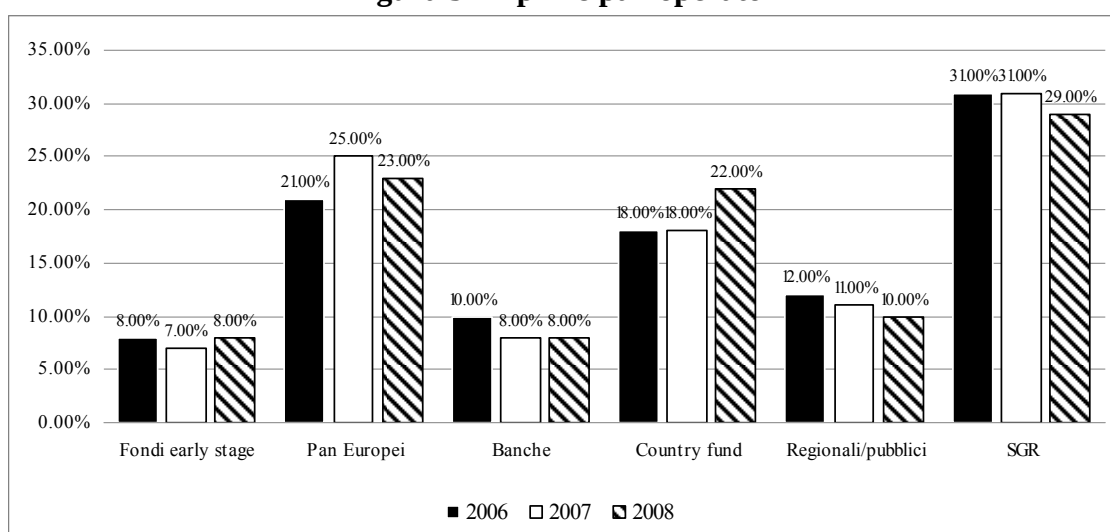
²⁶ EVCA (2008).

italiano, si potrebbero valutare con maggior attenzione i dati del 2008 e assumere cautele per affermare previsioni di crescita del 2009.

Le statistiche riferite al mercato italiano, identificano sei differenti tipologie di operatori: fondi early stage, operatori paneuropei, banche, country fund, operatori regionali/pubblici e SGR.

Come mostra la figura 5, il mercato è gestito prevalentemente da SGR (29%), operatori pan-europei (23%) e country fund (22%). Negli ultimi tre anni lo scenario non è particolarmente mutato, mantenendo le quote d'investimento citate sopra. Le banche conservano la loro posizione di operatori del settore, seppur con una quota piuttosto limitata pari al 10%²⁷. Per un sistema banco-centrico come quello italiano tale valore è abbastanza contenuto ma probabilmente imputabile anche alla normativa, che come detto in precedenza, impediva alle banche investimenti diretti nel capitale di rischio delle imprese in misura maggiore a una certa percentuale.

Figura 5 – I principali operatori



Fonte: AIFI statistiche annuali

L'analisi di mercato europeo, proposta da EVCA²⁸, suddivide gli operatori in: indipendenti, captive e pubblici. Gli operatori indipendenti sono quelli che non hanno legami con altre realtà aziendali, ma svolgono autonomamente l'attività di private equity. Gli operatori captive sono generalmente di emanazione di un gruppo bancario, assicurativo o industriale, mentre gli operatori pubblici sono prevalentemente promossi

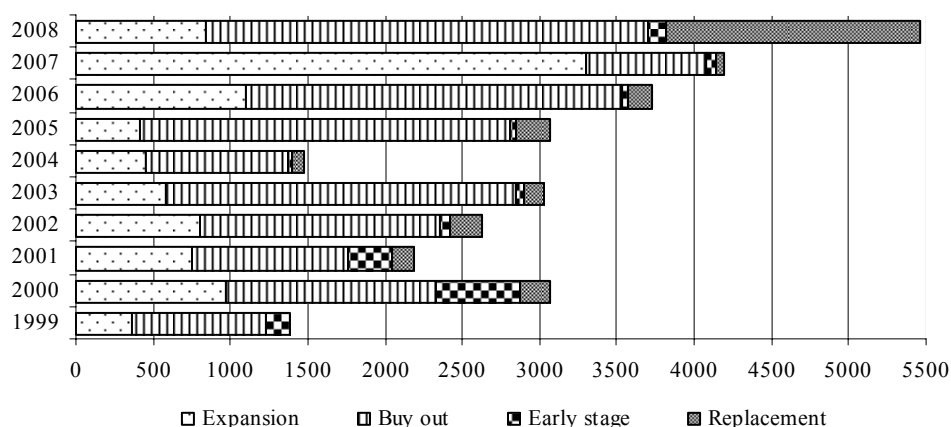
²⁷ E' opportuno considerare che anche nel gruppo SGR sono compresi degli operatori bancari.

²⁸ EVCA (2007).

da Stati o Enti nazionali. In Europa la maggior parte degli operatori sono indipendenti, dal 2003 al 2006, hanno sempre gestito più dell'80% del capitale investito, superando nel 2007 il 90%. Gli operatori captive hanno rappresentato dal 2003 al 2006 circa un 15% del mercato, scendendo ad un 6% nel 2007. Gli operatori pubblici, invece, hanno sempre avuto un ruolo marginale pari al 1-2% circa.

Analizzando la tipologia d'investimento: early stage, buyout, expansion e replacement²⁹, si trova conferma di quanto affermato nei paragrafi precedenti. In Italia, come mostra la figura 6, gli investimenti in early stage hanno sempre avuto un ruolo piuttosto marginale. Si evidenzia invece un forte sviluppo delle operazioni di buyout e delle operazioni di expansion. Da segnalare che nel primo semestre 2008 hanno registrato un forte peso percentuale le operazioni di replacement.

Figura 6 - Tipologia di investimento



Fonte: AIFI statistiche annuali

Una tendenza simile si riscontra anche a livello europeo dove dal 2002 al 2007³⁰ si è avuta una predominanza delle operazioni di buyout, che hanno registrato un leggero aumento nel tempo assorbendo circa il 70% degli investimenti. La seconda tipologia d'investimento più diffusa è rappresentata dalle operazioni di expansion che occupano circa un 20%. Negli anni considerati si manifesta una leggera contrazione delle operazioni di expansion a favore delle start-up, anche se l'investimento in questa categoria sul totale è ancora marginale, assumendo solo un peso di circa il 10%.

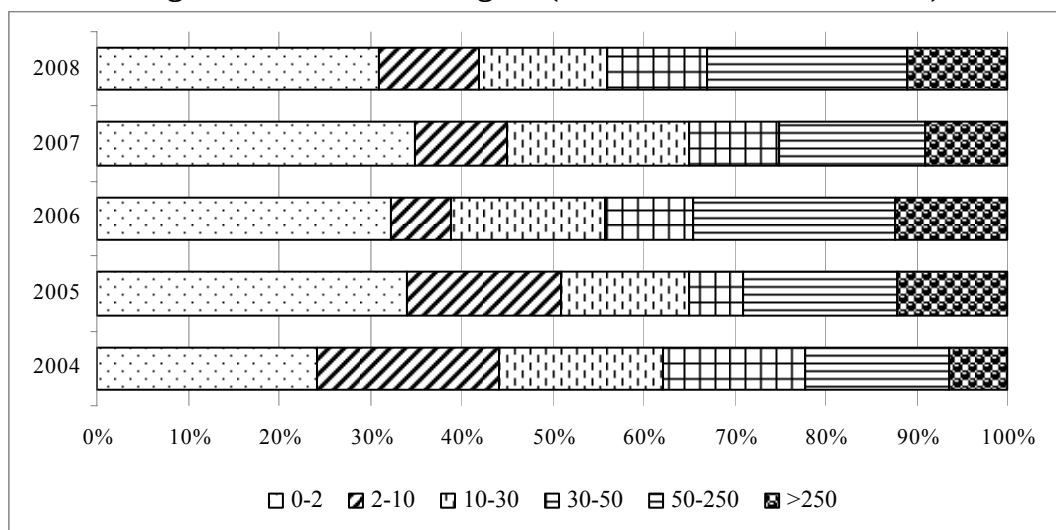
²⁹ Il significato di questi termini è spiegato nel paragrafo 1.1.

³⁰ EVCA (2007)

Le aziende target

Come affermato in precedenza il tessuto produttivo italiano si caratterizza per la presenza di piccole e medie imprese. L'attenzione da parte degli operatori di private equity e il maggior numero delle operazioni concluse, hanno come controparte imprese di piccole dimensioni. Se si considerano come piccole-medie imprese quelle con fatturato fino a 50 milioni di euro³¹, si può notare come circa il 70% degli investimenti conclusi negli anni considerati, sia rivolto alle PMI. Prevalgono le realtà piccole con fatturato tra 0 e 2 milioni di euro occupando circa il 20-25% degli investimenti, seguite dalle aziende che registrano valori di fatturato compreso tra 10 e 30 milioni di euro. Infine, è comunque da segnalare che un peso non trascurabile è assunto anche dalle imprese con fatturato tra 50 e 250 milioni di euro.

Figura 7 - Le aziende target³² (classi fatturato-mln di euro)



Fonte: AIFI statistiche annuali

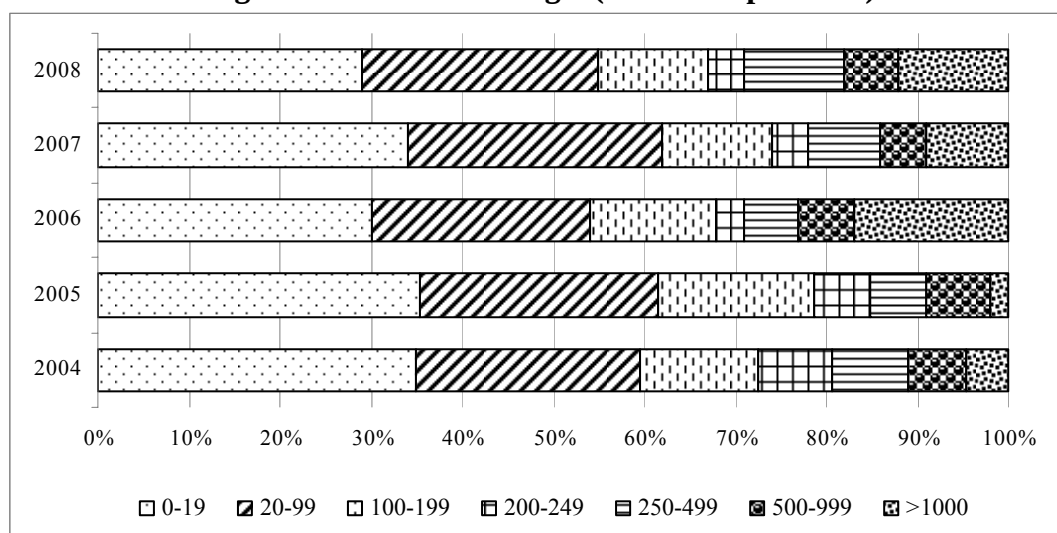
Per poter effettuare un confronto con i dati medi europei, si è reso necessario analizzare le aziende sulla base del numero di dipendenti. In Italia, come mostra la figura 8, la maggior parte degli investimenti avviene in aziende con un numero compreso tra 0 e 19 dipendenti, queste realtà occupano circa il 30% delle operazioni del mercato; a seguire le aziende con 20-99 dipendenti che ricoprono circa un 20% delle operazioni concluse. Un ruolo marginale è coperto dalle aziende di grandi dimensioni. Acquisendo la definizione adottata da AIFI, si definiscono piccole e medie imprese quelle con fatturato

³¹ Questo è il criterio adottato da AIFI.

³² Per una corretta interpretazione del grafico si segnala che nell'anno 2004 il totale delle osservazioni non conduce a 100% poiché vi era un 5% di osservazioni non disponibile. Dati AIFI.

inferiore a 50 milioni di euro e un numero di dipendenti inferiore a 250. In Italia il 75-80% degli investimenti è rivolto a questa tipologia di azienda. I dati EVCA³³ confermano come anche a livello europeo, un numero significativo di operazioni concluse veda come controparte dell'operatore di private equity le aziende di piccole medie dimensioni, in particolare quelle con 0-19 dipendenti e con 20-99 dipendenti. Circa il 70% delle operazioni sul mercato europeo è caratterizzato da questo tipo di azienda target.

Figura 8 - Le aziende target (classi di dipendenti)



Fonte: AIFI statistiche annuali

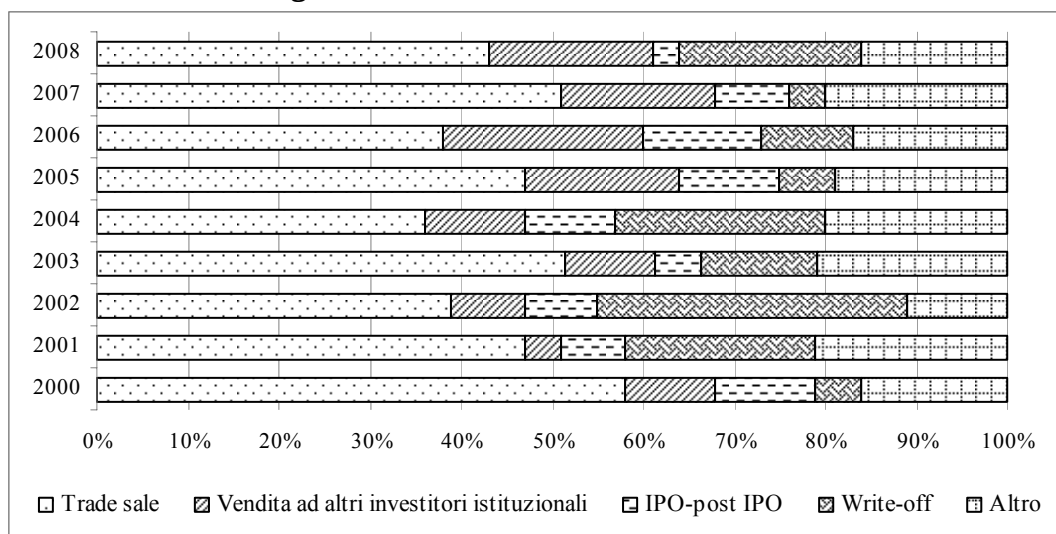
Il disinvestimento

Le modalità di disinvestimento considerate nell'ambito di questa analisi sono: trade sale, vendita ad altri investitori istituzionali, IPO e post IPO e write off; la categoria "altro" raccoglie le operazioni non considerate nelle categorie precedenti. Per quanto riguarda il mercato italiano è evidente, dalla figura 9, come in tutti gli anni considerati la modalità di disinvestimento più diffusa sia il trade sale. A seguire si evidenzia la vendita ad altri investitori istituzionali che, a partire dal 2005, ha assunto un peso rilevante. Le IPO in Italia hanno ancora una diffusione abbastanza contenuta, questo può attribuirsi sia allo scarso sviluppo dei mercati, sia alle peculiarità delle imprese italiane che molto spesso non hanno come principale obiettivo quello di crescere attraverso l'apertura del capitale al mercato.

³³ EVCA (2007).

A livello europeo si possono evidenziare dei cambiamenti nelle politiche di disinvestimento avvenuti tra il 1999 e il 2007. In particolare tra il 1999 e il 2001 prevaleva nettamente il trade sale. Negli anni successivi, pur mantenendo una quota rilevante, il trade sale è stato affiancato da altre forme di disinvestimento altrettanto utilizzate: la vendita ad un altro private equity e il pagamento di prestiti accordati dal private equity al momento dell'investimento. Il rimborso del prestito rappresenta per il private equity un vero e proprio disinvestimento, poiché consente il recupero della quota di capitale che si era investito. In Europa, il disinvestimento tramite IPO è rimasto abbastanza costante nel tempo, pari a circa un 10% del totale delle operazioni; anche se ha assunto un peso leggermente superiore nel 2006 attestandosi ad un 16%. I primi dati relativi al 2008 evidenziano rispetto al 2007 un aumento dei write-off³⁴ di circa il 30%, una sostanziale stabilità dei trade sale mentre subiscono una forte riduzione le seguenti forme di disinvestimento: la vendita ad altri investitori istituzionali, il pagamento del debito e la vendita al management.

Figura 9- Le modalità di disinvestimento



Fonte: AIFI statistiche annuali

In conclusione si può affermare che il mercato del private equity in Italia si presenta ad uno stadio di sviluppo ancora limitato rispetto alla media europea. Tra i principali motivi di questo rallentato processo di crescita si possono evidenziare il particolare tessuto produttivo italiano e la normativa. La presenza di piccole e medie imprese a conduzione familiare, poco propense all'apertura del capitale all'investitore istituzionale

³⁴ Questa forma di disinvestimento prevede l'annullamento del valore dell'partecipazione.

e al mercato e l'assetto normativo che per molti anni ha limitato lo sviluppo degli investimenti in capitale di rischio sono due possibili meccanismi frenanti dello sviluppo del private equity. Recentemente si è confermata l'importanza che per questo settore, soprattutto in Italia, rivestono gli intermediari bancari apportando modifiche alla normativa in modo da consentire alle banche anche l'investimento diretto di quote di maggioranza nella società partecipata. L'investimento in capitale di rischio è di fondamentale importanza per le imprese, in quanto si presenta come capitale tendenzialmente più paziente di quello di debito e quindi più idoneo a finanziare importanti processi di crescita. Come si affermava in precedenza il private equity è un intermediario particolare che oltre a fornire capitale, offre anche competenze e professionalità all'impresa intervenendo, ove necessario, nella sua attività. Oltre al rapporto con l'impresa, il private equity si dimostra un importante collegamento anche con il mercato. Infatti, nonostante il numero delle operazioni di quotazione sia ancora contenuto, lo sviluppo del private equity può favorire l'aumento delle matricole in borsa e di conseguenza può contribuire a migliorare l'efficienza dei mercati. Il capitolo successivo si propone di evidenziare tramite un'analisi della letteratura, i benefici che il private equity può apportare all'azienda in termini di competenze e di performance.

2. La performance di breve e medio lungo termine delle venture backed company: analisi della letteratura

Il successo di un'azienda dipende da diversi fattori: un'idea imprenditoriale vincente, un management qualificato, la disponibilità di capitali per finanziare lo sviluppo. Quest'ultimo punto riveste un'importanza fondamentale, soprattutto in un contesto produttivo in cui le imprese sono medio-piccole. In Italia, nonostante esistano progetti aziendali con potenzialità di successo, la paura dell'imprenditore ad aprire il capitale a terzi e ad assumere dimensioni considerevoli spesso può bloccare le possibilità di crescita dell'impresa. Sono numerose le aziende che necessitano di capitali; l'imprenditore arrivato ad un certo stadio di sviluppo dell'attività, non riesce più ad autofinanziarsi, pertanto cerca risorse all'esterno. La prima fonte di sostentamento per le imprese è sicuramente il debito, una forma di finanziamento costosa ma che non va a modificare quelli che sono gli assetti proprietari e decisionali dell'impresa stessa. Tuttavia, il ricorso all'indebitamento potrebbe essere limitato da due aspetti problematici. In primo luogo, l'impresa potrebbe avere già usufruito di debito e quindi mostrare un rapporto d'indebitamento alquanto elevato che renderebbe difficoltosa ed eccessivamente rischiosa l'erogazione di nuovi fondi da parte delle banche. Inoltre, le caratteristiche intrinseche dell'azienda potrebbero renderla eccessivamente pericolosa per gli intermediari creditizi. Si pensi, ad esempio ad aziende che per l'attività svolta si presentano con un'elevata quantità di asset intangibili, con perdite iniziali derivanti dall'avvio dell'attività e prospettive incerte, seppur con una buona idea imprenditoriale. Per questa tipologia di aziende, per le quali esiste una forte asimmetria informativa, il finanziamento tradizionale tramite il canale bancario è difficilmente ottenibile. L'attività potrebbe invece essere di grande interesse per un finanziatore di capitale di rischio, ad esempio un private equity.

Numerosi studi in letteratura dimostrano come la presenza del private equity nella compagine proprietaria dell'azienda ne favorisca lo sviluppo e la performance. Gompers e Lerner (2004a) hanno focalizzato il loro studio sul mercato statunitense, dimostrando come la presenza del private equity abbia un impatto positivo in termini di capacità di crescita dell'azienda. Balboa e altri (2006) hanno condotto un'indagine sul mercato spagnolo studiando aziende in fase di espansione, dimostrando come l'andamento dei valori di vendite e occupazione sia influenzato positivamente dalla presenza del venture

capitalist. A differenza dei tradizionali finanziatori di capitale di debito, il private equity investe nell'azienda acquisendone una quota proprietaria di maggioranza o minoranza; il suo compito non è solo quello di apportare nuove risorse finanziarie ma anche di partecipare attivamente alla gestione aziendale fornendo supporto manageriale e competenze specifiche. Hellmann e Puri (2002) dimostrano come spesso il venture capitalist, oltre al ruolo di monitoraggio e raccolta d'informazioni, si trovi coinvolto direttamente nella governance dell'azienda assumendo un certo potere decisionale. Analizzando due campioni di aziende start-up tecnologiche, gli autori hanno cercato di evidenziare la presenza di maggior professionalizzazione del capitale umano per le aziende che avevano al loro interno un venture capitalist. I risultati delle analisi effettuate evidenziano come la presenza dell'investitore istituzionale migliori l'organizzazione interna in termini di processi di assunzione del personale, favorisca i piani di stock option e aumenti la frequenza di cambiamenti nel top management. Nelle venture backed spesso l'imprenditore, fondatore della società, è sostituito da un CEO esterno. La presenza del venture capitalist si rivela di importanza strategica per attirare un manager esterno di elevata professionalità, soprattutto nel caso di aziende start up, mentre tale ruolo è meno evidente per le aziende già conosciute sul mercato. Un ulteriore studio, condotto sul mercato statunitense da Arthurs e Busenitz (2006), evidenzia come nel periodo di un anno successivo alla quotazione, le venture backed company dimostrino una maggiore capacità di gestione e abilità organizzativa rispetto alle non venture backed.

Numerosi studi presenti in letteratura hanno analizzato il positivo contributo del venture capital, confrontando su differenti orizzonti temporali le venture backed company con le non venture backed in termini di capacità manageriali e di competenze, di crescita e di performance realizzata successivamente alla quotazione. La letteratura è praticamente concorde nell'affermare il particolare contributo del venture capital all'azienda. Essendo un finanziatore di capitale di rischio, il venture capitalist una volta assunta la partecipazione effettua un monitoraggio della strategia aziendale, partecipa attivamente alle decisioni d'investimento e si propone anche con un ruolo decisivo nell'attività di consulenza all'impresa. Generalmente, i finanziatori di capitale di debito non operano in questo modo. La banca, ad esempio, dopo aver erogato il finanziamento si preoccupa principalmente di monitorare la salute finanziaria dell'azienda debitrice.

Cosa accade se la banca che fornisce capitale di debito, si propone anche come operatore di private equity? E' interessante comprendere quale delle attività elencate in

precedenza tenda a prevalere. La banca si comporta come i tradizionali operatori di private equity, partecipando attivamente alle scelte di investimento e alle decisioni strategiche dell'impresa, oppure assume questo ruolo in modo parziale preoccupandosi prevalentemente dell'azione di monitoraggio della salute finanziaria dell'azienda?.

E' indubbio che nel momento in cui la banca svolge entrambe le attività, si possano palesare un insieme di situazioni particolari che devono essere opportunamente analizzate. Essere azionista di un'azienda e al contempo il principale finanziatore a titolo di debito, può celare possibili conflitti d'interesse.

Il particolare ruolo delle banche fa sorgere la necessità di analizzare le venture backed company distinguendole secondo la tipologia di private equity che ha assunto la partecipazione. Un'analisi indistinta delle venture backed, così come proposta da numerosi studi in letteratura, consente di verificare il positivo contributo del private equity all'azienda ma limita la possibilità di indagare se i differenti tipi d'investitori forniscano competenze e valore aggiunto differente.

Il capitolo presenta dapprima un'analisi della letteratura sulla performance di breve e medio lungo termine delle venture backed e non venture backed company, per poi focalizzare l'attenzione su alcuni studi che hanno analizzato le differenti performance realizzate dalle imprese partecipate, distinguendole secondo la tipologia di operatore di private equity.

2.1 La performance di breve termine delle venture backed company

Numerosi studi in letteratura hanno analizzato la performance di breve termine successiva alla quotazione. Uno dei fenomeni maggiormente indagati è l'underpricing, definito anche sconto all'emissione. Questo viene generalmente calcolato come differenza positiva tra il prezzo ufficiale di borsa al primo giorno di contrattazione e il prezzo di collocamento³⁵. Il verificarsi di underpricing e quindi di un rendimento positivo al primo giorno di chiusura, viene giustificato dal fatto che i titoli sono offerti al mercato ad un prezzo inferiore al loro effettivo valore³⁶.

³⁵ Angelini (2006). Altri studi calcolano l'underpricing a 5 e 21 giorni dopo la quotazione.

³⁶ In riferimento alle IPO in letteratura si evidenzia anche il fenomeno della long-run underperformance, ossia nel medio lungo periodo successivo alla quotazione i titoli realizzano una performance inferiore a quella media di mercato ed inoltre vi sono periodi, detti hot issue markets, dove con una certa ciclicità gli IPO hanno maggiori volumi ed extra rendimenti. Si vedano Angelini (2006), Ibbotson (1975), Regalli (2000), Ritter (1984), Ibbotson, Sindelar e Ritter (1988).

Indipendentemente dalla presenza di un venture capitalist, l'underpricing è sempre stato un fenomeno ampiamente studiato. Il numero dei contributi che lo hanno analizzato è molto ampio, ma nonostante questo non si è ancora arrivati a risultati univoci. In letteratura, la presenza di risultati differenti viene definita con il termine: puzzle dell'underpricing degli IPO. Uno dei primi studi riferiti a questo fenomeno è stato promosso da Ibboston (1975) il quale evidenzia una performance media ad un giorno del campione di IPO dell'11.4%. Questo può verificarsi per due motivi: il prezzo di emissione è stato fissato ad un livello troppo basso, oppure il mercato sopravvaluta continuamente il titolo. La pressoché efficienza del mercato verificata nei mesi successivi alla quotazione, dimostra che probabilmente l'underpricing è da attribuirsi ad un collocamento ad un prezzo troppo basso. Ulteriori analisi confermano questa tendenza. Ritter (1984) analizza un campione di 5000 emissioni tra il 1962 e il 1982 utilizzando il prezzo di mercato al termine del primo giorno di quotazione, stimando un rendimento del 18.8%³⁷. Ibbotson, Sindelar e Ritter (1988) valutano invece l'underpricing ad 1 settimana di 8668 IPO tra il 1960 e il 1987 definendo un valore del 16.4%. Alcuni autori hanno monitorato l'andamento nel tempo dell'underpricing dimostrando come questo sia concentrato in determinati periodi di mercato, definiti Hot Issue Market. Questi periodi si caratterizzano sia per un'elevata presenza di underpricing, sia per un elevato numero di IPO.

Numerosi studi presenti in letteratura sostengono che il fenomeno dell'underpricing possa essere influenzato dalla presenza del venture capital. Non esiste, tuttavia un'omogeneità di risultati tale da poter affermare con certezza la direzione e l'intensità di tale influenza.

Barry e altri (1990) analizzano un campione di IPO venture backed nel periodo dal 1978 al 1987 evidenziando la relazione tra l'underpricing e il numero di venture capitalist che investono nell'azienda in fase pre IPO, la durata della partecipazione nel board dell'azienda e il tipo di assetto proprietario. In particolare, si dimostra che all'aumentare del numero di venture capitalist, della loro ingerenza nell'azienda e quindi dell'azione di monitoraggio complessiva, l'underpricing si riduce. Questo si spiega con il fatto che il mercato riconosce implicitamente l'azione di monitoraggio del venture capitalist accettando un minor underpricing. Lo stesso fenomeno di riduzione dell'underpricing ad opera del venture capital è dimostrato da Megginson e Weiss (1991), i quali

³⁷ In questa analisi Ritter adotta i rendimenti grezzi, ossia non li depura dall'andamento del mercato.

attribuiscono questa capacità non all'azione di monitoraggio ma all'effetto certificazione dell'investitore istituzionale. Gli autori sostengono, infatti che la presenza del venture capitalist possa avere un ruolo importante di certificazione dell'azienda nel momento in cui questa accede per la prima volta al mercato. Esaminano se la presenza del venture capitalist possa certificare al mercato che il prezzo di emissione sia veramente quello corretto, allo stesso modo di quello che potrebbe fare un underwriter di prestigio. In realtà, i due fenomeni non sono completamente slegati poiché è frequente che un venture capitalist famoso riesca ad attrarre un underwriter prestigioso. In generale la presenza di un terzo, con reputazione o prestigio che "garantisca" al mercato la congruità dell'operazione permette di poter attrarre gli investitori anche se il titolo realizza un underpricing inferiore. Megginson e Weiss dimostrano, analizzando un campione di 320 venture backed e 320 non venture backed tra il 1983 e il 1987³⁸, che l'underpricing ad un giorno delle venture backed è inferiore a quello delle non venture backed, sia in termini di media che di mediana, ed inoltre che i costi di emissione delle aziende partecipate sono inferiori. Nel dettaglio le venture backed realizzano un underpricing di 7.1%, le non venture backed di 11.9%. L'ipotesi della certificazione del venture capital è confermata dal fatto che le venture backed sono in grado di ottenere underwriter più prestigiosi. La credibilità del venture capitalist aumenta quando questo ha una quota di maggioranza nell'azienda prima dell'IPO e ne detiene una quota rilevante successivamente alla quotazione. Approfondendo l'analisi Megginson e Weiss cercano di scoprire cosa influenzi la differente performance ad 1 giorno. Le due variabili che risultano significative sono: presenza del venture capitalist e prestigio dell'underwriter. Quando l'azienda è partecipata da un investitore in capitale di rischio l'underpricing diminuisce e il medesimo effetto si ha con la presenza di un underwriter prestigioso. Gli autori utilizzano la quota di mercato dell'underwriter come approssimazione del prestigio.

Analizzando il mercato italiano Fabrizio (1999) trova conferma del contributo del venture capitalist alla riduzione dell'underpricing. Nel suo studio, condotto sulle IPO italiane dal 1988 al 1998, evidenzia come il valore medio degli underpricing si attesti attorno ad un 11%. Inoltre, dimostra come il venture capitalist presente in 1/3 delle società con quote del 39% all'atto dell'IPO, abbia un effetto importante di riduzione dell'underpricing. Le venture backed company evidenziano un rendimento al primo

³⁸ Per una descrizione delle metodologie utilizzata dai principali autori si vedano l'Allegato 1 e l'Allegato 2.

giorno di quotazione del 5.55%, mentre le non venture backed un 15%. Cenni e altri (2001) presentano un'ulteriore verifica empirica specificatamente legata al mercato italiano dove si analizzano 41 IPO tra il 1995 e il 1998. Viene verificato l'underpricing su differenti stadi temporali, esaminando le differenze tra aziende venture backed e non venture backed. L'underpricing medio ad un giorno dell'intero campione è pari a 7.9%. Le aziende venture backed presentano underpricing inferiori alle non venture backed. Considerando un giorno successivo alla quotazione le venture backed evidenziano un 5.75% rispetto al 9.43% delle non venture backed. Se il calcolo dell'underpricing viene effettuato su periodi di una settimana e un mese, tale differenza permane: le venture backed ad una settimana hanno una performance media di 2.66%, le non venture backed di 9.07%; considerando un mese dopo la quotazione, le venture backed realizzano un -0.13%, le non venture backed 1.74%. Prendendo a riferimento un orizzonte temporale di tre mesi, i risultati si invertono le venture backed evidenziano un underpricing di 7.76%, mentre le non venture backed un overpricing di -2.75%.

La realtà italiana è stata analizzata anche nel contributo di Angelini (2006) dove su un campione di IPO dal 1995 al 2004, le aziende venture backed manifestano un underpricing minore ed anche un importo inferiore dei costi diretti di emissione. L'underpricing medio delle venture backed nel periodo 1995-2004 è di 2.44%, mentre per le non venture backed è di 5.74%. L'analisi, seppur svolta su un campione abbastanza ristretto, sembra confermare l'effetto certificazione per le venture backed company. In realtà, l'autrice segnala come l'underpricing delle venture backed cambi notevolmente secondo la fase di mercato, probabilmente oltre a risentire dell'effetto certificazione, risente anche della bolla speculativa del 2000: i valori di underpricing sono positivi e molto elevati fino al 2000 per poi divenire addirittura negativi. Questo fenomeno temporale evidenziato da Angelini, è stato analizzato anche in altri studi internazionali. Coakley e altri (2006) analizzano 591 IPO tra il 1985 e il 2003 sul mercato londinese. Viene appositamente considerato un periodo temporale che comprende la "internet-bubble". Questi autori confermano quanto evidenziato da Megginson e Weiss, ossia che venture capitalist e underwriter prestigiosi rivestono un ruolo di certificatori molto importante. Tuttavia, l'effetto certificazione si verifica solo tra il 1985 e il 1997 e tra il 2001 e il 2003 ma non durante il pieno svolgimento della bolla speculativa tra il 1997 e il 2001. Normalmente i venture capitalist agiscono come certificatori portando l'azienda in quotazione al vero valore, ma bisogna considerare che nei periodi di bolla speculativa sembrano approfittare del sentiment degli investitori,

pertanto l'effetto certificazione viene in parte ridotto. Liungqvist (1999) analizza due campioni di IPO negli anni '80 e '90. Per quanto riguarda il primo campione evidenzia come le venture backed abbiano mediamente un minor underpricing delle non venture backed. L'analisi del campione riferito agli anni '90, invece mostra che le aziende che si quotano con dei top underwriter sono generalmente associate a maggior underpricing. Questo fenomeno è molto evidente nelle venture backed company piuttosto che nelle non venture backed. L'autore si chiede perché i venture capitalist si rivolgano a questi underwriter se conducono ad un maggiore sconto all'emissione. Una possibile risposta è che questo accade quando tra imprenditore e venture capitalist vi è una situazione di conflitto d'interesse. Ad esempio, durante l'IPO l'imprenditore vende parte delle proprie azioni mentre il venture capitalist non cede nessuna quota proprietaria. A quel punto l'investitore istituzionale potrebbe disinteressarsi dell'effetto dell'underwriter sull'underpricing.

Non tutti i contributi in letteratura sono concordi nell'affermare un minor underpricing delle venture backed rispetto alle non venture backed. Bessler e Kurth (2004) analizzano la performance di 101 IPO tedesche dal 1997 al 2003 ed evidenziano come le venture backed realizzino un underpricing ad un giorno pari al 55%, le non venture backed pari a 47.1%. Tuttavia il test di differenze delle medie non rileva una significatività statistica, pertanto non si può assumere la presenza di diversità tra i due gruppi.

Anche Bradley e Jordan (2002) non riescono a supportare i loro risultati da test statistici. Analizzano un campione di 3325 IPO americane tra il 1990 e il 1999. Evidenziano come analizzando un campione riferito ad anni più recenti rispetto a quelli dei primi studi citati, le venture backed sembrano mostrare un underpricing maggiore delle non venture backed. Nonostante gli autori cerchino di attribuire le differenze a concentrazione in settori differenti e quotazione su particolari mercati, la verifica empirica, sviluppata attraverso una Ordinary Least Squares Regression, non mostra differenze significative. Pertanto, non si può affermare che esista una differenza tra i due gruppi. Lee e Wahal (2004) mostrano che le venture backed hanno un maggior underpricing delle non venture backed analizzando un campione di 6413 IPO tra il 1980 e il 2000. La differenza di underpricing tra i due gruppi di aziende oscilla dal 5% al 10.3% nell'intero periodo considerato. Anche questi autori evidenziano alcune situazioni particolari: durante l'internet bubble (1999-2000) la differenza diventa molto più ampia e all'aumentare della reputazione del venture capitalist diminuisce

l'underpricing. In riferimento al mercato tedesco, uno studio di Franzke (2000) evidenzia un maggior underpricing delle venture backed rispetto alle non venture backed. L'autore analizza un campione di 160 non venture backed, 79 venture backed e 61 bridge financed³⁹ che hanno avuto IPO nel mercato tedesco dal 1997 al 2002; le venture backed company sembrano evidenziare un maggior underpricing rispetto alle non venture backed. Cercando di comprendere le ragioni di tale fenomeno, l'autore attribuisce un ruolo alla possibile inefficienza del mercato nel periodo pre-IPO. Inoltre, afferma che probabilmente molte aziende tra quelle analizzate si sono rivolte a venture capitalist giovani che hanno portato presto l'azienda alla quotazione e questo ha generato un forte sconto all'emissione. Un particolare ruolo dell'underpricing viene proposto da Welch (1989) il quale afferma come lo sconto all'emissione possa essere una modalità di riduzione delle asimmetrie informative nel mercato: le imprese di alta qualità fanno un basso prezzo alla prima IPO per poi poter beneficiare di un alto prezzo nelle offerte successive. Questo si spiega con una successiva riduzione di asimmetria tra proprietario e investitore. Il costo marginale di adottare un basso costo di emissione è più alto per le imprese di bassa qualità le quali, per imitare quelle di alta qualità, devono sostenere molti costi come il basso prezzo e l'imitazione delle caratteristiche delle prime. Questo processo le conduce a rivelare la loro identità.

2.2 La performance di medio lungo termine delle venture backed company

Oltre al fenomeno dell'underpricing, numerosi studi in letteratura hanno analizzato la performance di medio lungo termine realizzata dall'azienda negli anni successivi alla sua quotazione.

Ritter (1991) analizzando un campione di 1526 IPO tra il 1975 e il 1984 ha documentato la dipendenza da tempo e settore della long run performance post IPO. Se s'investe in IPO alla fine del primo giorno di quotazione e si mantiene per 3 anni tale investimento, si ottiene un ammontare pari al 83% di ogni dollaro investito, nello stesso periodo, in un gruppo di aziende del Nyse. Le IPO analizzate evidenziano una performance inferiore rispetto a un gruppo di aziende similari, dal primo giorno di chiusura al terzo anno. Si afferma, inoltre che la sottoperformance di lungo periodo non

³⁹ Con il termine bridge finance s'intendono letteralmente dei finanziamenti "ponte" realizzati appositamente per supportare specifiche operazioni straordinarie tra le quali può essere inclusa la quotazione dell'azienda.

è da connettersi al prezzo di offerta basso ma piuttosto con il primo prezzo dopo la quotazione che si rileva troppo alto. Le differenze si manifestano per ogni anno analizzato e anche a seconda del settore preso a riferimento. L'analisi della performance di lungo periodo dopo l'IPO è di estrema importanza per diversi motivi. Come mostra Ritter (1991) tale analisi può essere di aiuto all'investitore che vuole individuare uno specifico andamento dei mercati al fine di impostare le proprie scelte d'investimento, inoltre può aiutare ad indagare l'efficienza di mercato e l'influenza che hanno i sentiment degli investitori sull'andamento dei corsi azionari. Qualora si evidenziasse un cambiamento dei volumi degli IPO nel tempo, scoprendo una possibile relazione tra alti volumi e minori performance di lungo periodo, si potrebbe ritenere che gli emittenti siano in grado di scegliere opportunamente il tempo dell'emissione. Questo è molto importante perché per l'emittente anche il rendimento post-IPO dell'investitore può ritenersi uno dei possibili costi derivanti dalla quotazione.

Così come per l'underpricing, numerosi studi in letteratura hanno cercato di scoprire la presenza di possibili differenze nella performance di medio e lungo periodo tra le aziende partecipate da private equity rispetto a quelle non partecipate.

Brav e Gompers (1997) analizzano un campione di 934 venture backed tra il 1972 e il 1992 e 3407 non venture backed tra il 1975 e il 1992, considerando un periodo di 5 anni post IPO. Tale analisi evidenzia una maggior performance per le aziende venture backed rispetto alle non venture backed. Nel dettaglio, gli autori calcolano la performance a 5 anni successivi all'IPO con la metodologia Buy and Hold (B&H) capitalizzando i rendimenti giornalieri dal primo giorno di quotazione fino alla fine del primo mese, per poi capitalizzare i rendimenti mensili dei successi 59 mesi. Sono utilizzate due differenti metodologie: la prima di tipo equally weighted, in cui tutte le aziende del campione assumono lo stesso peso, e la seconda di tipo value weighted dove ogni azienda è ponderata sulla base della capitalizzazione. Con la metodologia equally weighted le venture backed ottengono una performance del 44.6%, le non venture backed del 22.5%; con la metodologia value weighted, le venture backed raggiungono un 43.4%, le non venture backed un 39.3%. Utilizzando una metodologia value weighted le differenze di performance si riducono e quindi la sottoperformance delle non venture backed diminuisce. Lo studio dimostra che la possibile sottoperformance delle non venture backed è generata soprattutto dalle piccole emissioni (quelle con capitalizzazione inferiore a 50 milioni di dollari), per questo motivo il value weighted tende a ridurre notevolmente le differenze. La sottoperformance delle aziende più

piccole è spiegata con diverse motivazioni. Prima di tutto, si nota come tali aziende abbiano subito maggiormente gli effetti della recessione degli anni '80. Tutte le aziende hanno avuto delle perdite dovute al mercato, ma le piccole non sono poi riuscite a recuperare in fretta come le grandi. Inoltre, le aziende più piccole, caratterizzate da maggiore underperformance sono quelle tipicamente detenute da azionisti privati. La loro incompetenza o mancanza d'informazioni può essere il motivo del minor rendimento. Queste aziende, spesso si caratterizzano per la presenza di underwriter meno prestigiosi e sono frequentemente assistite da analisti di minor qualità.

Il venture capitalist può, attraverso il coinvolgimento dei migliori analisti e attraverso il contatto con il top management, ridurre l'asimmetria informativa tra azienda e investitori. Inoltre, siccome gli investitori istituzionali sono i primi a investire nei fondi o società di venture capital, saranno più propensi ad acquistare titoli di aziende quotate con la presenza di questi venture capitalist. Tutto ciò fa sì che il prezzo delle venture backed sia tendenzialmente meno sensibile al sentiment di mercato rispetto a quello delle non venture backed. Un'ulteriore motivazione della maggior performance delle venture backed è riconducibile alla reputazione dell'investitore istituzionale. Gompers (1996) dimostra che la reputazione del venture capitalist è fondamentale nella decisione del momento in cui rendere pubblica l'azienda. Il venture capital porta ripetutamente alla quotazione nuove aziende che quindi necessitano di investitori disposti ad acquistarle. Se sbaglia i tempi della quotazione e l'operazione di emissione fallisce, l'immagine del venture capitalist ne risente e probabilmente la sua capacità di concludere quotazioni di successo sarà decisamente lesa. Questo è un forte incentivo per i venture capitalist a quotare le aziende al giusto prezzo e nel momento più opportuno.

Cenni e altri (2001) analizzano, in riferimento al mercato italiano, la performance di lungo periodo delle venture backed e delle non venture backed, attraverso due differenti metodologie: Buy and Hold (B&H) e Cumulative Abnormal Return (CAR). A partire dal primo mese dopo l'IPO le venture backed realizzano sempre rendimenti maggiori delle non venture backed; anche se, dai 6 mesi successivi all'IPO, si manifestano extra rendimenti negativi rispetto al mercato. Per quanto riguarda i risultati raggiunti si nota come il CAR delle venture backed company sia pari a -2.08%, -13.96%, -45.43%, -73.51% rispettivamente a 6 mesi 1 anno, 2 e 3 anni. Mentre per le non venture backed, in riferimento agli stessi orizzonti temporali si registra un -17.85%, -35.43%, -62.93%, -74.41%. Adottando la metodologia B&H le venture backed realizzano un 6.01%, -13.13, -29.22%, -42.91% a 6 mesi 1 anno 2 e 3 anni, mentre le non venture backed -

15.46%, -31.07%, -54.14, -64.71%. I risultati raggiunti sembrano in linea con quelli riscontrati nel territorio statunitense anche se, visto l'esiguo numero di IPO presenti nel mercato italiano, gli autori non hanno potuto avvalorare con un'analisi di significatività statistica i risultati ottenuti. Bessler e Kurth (2004) analizzano la performance di 101 venture backed tedesche dal 1997 al 2003 e attraverso il calcolo del Buy & Hold Abnormal Return per 123 giorni di mercato successivi alla quotazione, trovano che le venture backed hanno una performance media del 36%, le non venture backed del 24%. Considerando un orizzonte temporale più ampio, ossia 500 giorni (due anni) di negoziazione successivi alla quotazione, le venture backed realizzano un 6.5%, le non venture backed un 3%; nel lungo termine la diversità tra i due gruppi tende a svanire. Tuttavia, la verifica delle differenze tra medie mostra come non si possa stabilire una differenza significativa tra i due gruppi considerati.

Rindermann (2005) analizza tre differenti mercati europei: Francia, Germania e Regno Unito, verificando un totale di 303 IPO di cui 154 venture backed nel periodo 1996-1999. L'autore dimostra come non via siano migliori performance post IPO per le venture backed company rispetto alle non venture backed. Considera due differenti concetti di performance. In primo luogo viene analizzata una performance operativa misurata tramite il rapporto tra reddito operativo e totale attivo e tra cash flow operativo e attivo. La seconda tipologia di performance utilizzata è quella di mercato calcolata attraverso la metodologia B&H. La performance operativa è determinata per due anni successivi all'IPO, ma non si rilevano particolari differenze tra le medie e le mediane delle venture backed e non venture backed. Tuttavia, verificando come cambia la performance operativa nel periodo prima e dopo l'IPO si evidenzia un tendenziale declino. L'autore sottolinea come tale risultato potrebbe essere inficiato dai costi della quotazione che generalmente vanno ad incidere totalmente sul primo esercizio fiscale successivo alla stessa. La performance di mercato è calcolata con la metodologia B&H, nei tre anni successivi alla quotazione, si evidenzia una sottoperformance delle IPO rispetto al mercato, comportamento molto evidente soprattutto nel mercato tedesco. Confrontando le venture backed con le non venture backed non si rilevano differenze statisticamente significative. Questa conclusione è decisamente importante. L'autore dimostra come i risultati degli studi condotti negli Stati Uniti, che peraltro compongono gran parte della letteratura disponibile, non possano essere considerati sempre, immediatamente applicabili nel mercato europeo. Si ritiene che questo sia principalmente imputabile al recente sviluppo del mercato, alla presenza di venture

capitalist molto giovani, di dimensioni ancora piccole e con poca esperienza. Il mercato europeo si caratterizza per la presenza di venture capitalist non omogenei per questo l'autore pone l'accento sull'opportunità d'indagare le performance tenendo conto delle diverse tipologie di operatore.

Tra i motivi della maggior performance delle venture backed rispetto alle non venture backed, molto autori evidenziano la presenza di underwriter prestigiosi. Corigliano (2001) afferma come la certificazione del successo di un IPO debba avvenire ad opera di un terzo soggetto, diverso dal socio fondatore e dall'investitore istituzionale. Si può pensare che l'accettazione ad effettuare il collocamento da parte dell'underwriter sia già un segnale della buona qualità dell'operazione. L'importanza dell'underwriter e la sua influenza nel determinare la performance post IPO è analizzata da Carter e altri (1998) i quali studiano la relazione tra la performance nei tre anni successivi all'IPO e la presenza di underwriter con elevata reputazione. Il campione comprende le IPO avvenute tra il 1 gennaio 1979 e il 31 dicembre 1997 suddividendolo in tre gruppi a seconda del giudizio assegnato all'underwriter. La performance nei tre anni post-IPO corretta per l'andamento del mercato è meno negativa quando l'underwriter si caratterizza per un maggior prestigio. In realtà, come già evidenziato in precedenza, tra la qualità del venture capitalist e la qualità dell'underwriter c'è un certo legame, poiché un venture capitalist prestigioso potrà coinvolgere con maggior facilità un underwriter con elevata reputazione.

Alcuni studi si sono concentrati sull'analisi delle venture backed company evidenziando come il comportamento del venture capitalist possa avere ricadute sull'andamento della performance dell'azienda partecipata. Gompers e Lerner (1998a) analizzano 731 distribuzioni di azioni in un campione di 259 aziende ad opera di 135 venture capital limited partnership, considerando il periodo gennaio 1983 e dicembre 1993. Generalmente, una delle forme di disinvestimento più utilizzate negli USA è la quotazione dell'azienda. Se il venture capitalist non vende tutta la partecipazione, può detenerla per periodi successivi alla quotazione. Nel momento in cui decide di liquidarla può: venderla sul mercato e retrocedere la liquidità ai suoi investitori, oppure può distribuire loro direttamente le azioni della partecipata. Proprio il fenomeno della distribuzione sembra avere ripercussioni sull'andamento dei corsi azionari. Si evidenziano dei rilevanti aumenti di prezzo prima della distribuzione, il CAR è pari a +3.7%, mentre nel periodo limitrofo alla distribuzione stessa si registrano abnormal return del -2%. Analizzando i dodici mesi successivi, si nota come i risultati varino

significativamente a seconda del comportamento del venture capitalist e del benchmark usato nell'analisi. Le distribuzioni che avvengono quando le asimmetrie informative sono alte possono portare a un decisivo crollo dei prezzi. Questo, ad esempio, si verifica quando l'azienda viene quotata con il minimo capitale necessario e la distribuzione ad opera del venture capitalist agli investitori avviene appena dopo l'IPO. Considerando la performance dai 20 ai 100 giorni dopo la distribuzione si evidenziano CAR negativi del -5.5%.

2.3 La performance secondo il tipo di private equity

L'analisi della letteratura, sviluppata nei paragrafi precedenti, ha illustrato alcuni dei numerosi contributi che hanno analizzato le possibili differenze nella performance post IPO a seconda che l'azienda sia una venture backed oppure una non venture backed. Gli studi, soprattutto inerenti al mercato statunitense, manifestano una certa omogeneità nel sostenere un positivo contributo del private equity all'azienda sia in termini di risorse disponibili per finanziare l'attività, sia in termini di esperienza e professionalità. L'analisi della performance post-IPO ha inoltre dimostrato che, frequentemente, le venture backed si caratterizzano per un underpricing inferiore alle non venture backed, spiegato proprio dalla presenza di un venture capitalist prestigioso o un underwriter di elevata reputazione. Anche la long-run performance è stata più volte indagata, dimostrando come spesso le venture backed company abbiano una performance migliore rispetto alle non venture backed company.

Come affermato in precedenza, gran parte della letteratura si concentra su studi sviluppati nel contesto statunitense, questo è imputabile alla prolungata presenza storica del private equity, al numero elevato di operatori e anche alla presenza di una maggiore varietà di informazioni. In Europa il private equity ha avuto una diffusione più recente e si configura con caratteristiche diverse rispetto al contesto americano. Alcuni studiosi, che hanno cominciato in anni abbastanza recenti ad analizzare il mercato europeo, si sono resi conto che non si possono generalizzare e applicare pedissequamente all'Europa i risultati trovati negli studi statunitensi. Questo è spiegato da diverse motivazioni: la cultura dell'investimento in capitale di rischio è molto diversa tra i due continenti, così come l'approccio dei due principali attori, i private equity e le imprese partecipate. Negli Stati Uniti la maggior parte dei private equity è rappresentata da limited partnership indipendenti, mentre, soprattutto in alcuni paesi europei, c'è una maggior disomogeneità, i private equity che operano nel mercato sono di emanazione

bancaria, industriale, pubblici oppure indipendenti. Assumere che questi operatori si comportino nel medesimo modo e agiscano secondo obiettivi strategici identici è un'ipotesi molto forte. Si pensi, ad esempio, agli interessi che possono indurre un private equity bancario ad investire in un'azienda, questi potrebbero ricondursi ad una globale visione strategica del gruppo di appartenenza e non solo allo specifico intento di finanziare un'impresa ad elevato potenziale. Si ritiene eccessivamente generico pensare di analizzare mercati come quello italiano, tedesco o francese, senza andare a differenziare i diversi operatori di private equity, poiché la struttura di governo, gli obiettivi strategici, la differente esperienza potrebbero avere un'importante influenza anche sul valore aggiunto trasferito all'azienda.

L'importanza di considerare diversi operatori nasce anche dalla riflessione che in Italia, come in Germania, il sistema finanziario è caratterizzato dalla massiccia presenza di una particolare categoria di attori: le banche. L'attività d'intermediazione finanziaria le vede come protagoniste, sia per il finanziamento con capitale di debito, sia come investitori in capitale di rischio. Quest'ultimo può essere realizzato in due modi diversi: direttamente con l'acquisizione di partecipazioni in azienda, oppure attraverso l'utilizzo di veicoli appositi come i fondi chiusi di private equity. In Italia, l'investimento diretto è stato per lungo tempo limitato dalla normativa, per questo lo sviluppo dei fondi chiusi ha permesso alle banche di detenere anche partecipazioni di maggioranza.

Le banche, oltre a presentarsi nei confronti della stessa azienda come finanziatori di capitale di debito e di capitale di rischio, possono offrire un servizio di coordinamento e sottoscrizione dell'offerta globale al momento dell'IPO. Chiaramente, l'assunzione di un numero di ruoli così diversi nei confronti della stessa azienda, impone di considerare questo tipo di operatore in un modo particolare rispetto agli altri. Finanziare un'azienda con debito, esserne allo stesso tempo azionista, portarla alla quotazione e assisterla come coordinatore dell'offerta globale può delineare per la banca una situazione di possibile conflitto d'interesse. Questo nasce dalla considerazione che in ognuna di queste operazioni, si deve fare garante e portatrice d'interessi differenti, sia per contenuto, sia per soggetti rappresentati. Come finanziatore a titolo di debito, la banca ha come principale interesse quello di aumentare il servizio di finanziamento che, nei limiti della sostenibilità da parte dell'impresa, le permette di incassare una fonte di reddito importante. Dal punto di vista d'investitore in capitale di rischio, la banca ha come principale finalità quella di vedere incrementare il valore della partecipazione detenuta. Per far questo è necessario che l'azienda investa e abbia un'attività

profittevole. Da notare che se da un certo punto di vista anche il finanziamento con debito può aiutare l'azienda a raggiungere le finalità di sviluppo, un eccessivo indebitamento della stessa conduce, a parità di altre condizioni, a una riduzione del valore dell'equity. Quando l'azienda si avvia alla quotazione, grazie anche al supporto del private equity, la presenza della banca tra i collocatori fa sì che vi sia un forte incentivo a fare avvenire la quotazione alle condizioni più favorevoli per l'istituto bancario. Come mostrano Bessler e Kurth (2004) talvolta alle attività promosse dalla banca, sopra presentate, se ne aggiunge un'ulteriore che riveste una notevole importanza. Spesso in Italia, ma anche in Germania, le banche operano anche nell'industria dei fondi comuni d'investimento, in questo senso sono chiamate a dare consigli e raccomandazioni agli investitori sulle loro scelte d'investimento. Si palesa quindi un'ulteriore possibile area di conflitto d'interesse, la banca pur dovendo consigliare investimenti profittevoli, rischiando altrimenti di perdere la propria reputazione, cercherà di coniugare questa necessità con l'opportunità di segnalare le aziende partecipate.

L'analisi dei differenti tipi di private equity, è stata oggetto di alcuni studi in letteratura che, alla luce delle considerazioni sinora fatte, hanno cercato di investigare la possibile differente performance delle aziende partecipate dalle diverse tipologie di fondi. In riferimento al mercato tedesco, Tykvová e Walz (2007) analizzano come le differenti tipologie di venture capitalist possano influenzare l'underpricing, la performance a 2 anni dall'IPO e la volatilità. Il campione che analizzano è composto da 327 IPO di cui 123 venture backed avvenute tra il 1997 e il 2002. I venture capitalist sono stati divisi secondo la tipologia in: pubblici se di emanazione statale; bancari-assicurativi, se dipendenti da un gruppo di tale matrice; corporate se legati a realtà industriali, oppure indipendenti. Come affermato in precedenza l'analisi nasce dalla volontà di verificare se private equity con strutture di governance diverse e obiettivi strategici necessariamente differenti, possano avere un'influenza sulla performance e sulla rischiosità dell'azienda. Gli autori analizzano, dapprima, l'influenza sull'underpricing ad un giorno, evidenziando che le aziende partecipate da private equity bancari e pubblici mostrano un minor underpricing anche se questo si rivela in seguito non significativo. Si dimostra che il mercato non percepisce un ruolo di certificatore differente secondo il tipo di venture capitalist e quindi non si verifica un diverso impatto sullo sconto all'emissione. L'underpricing è influenzato dalla dimensione dell'offerta, dalle condizioni di mercato e dal rapporto tra valore di libro della società e il suo valore di mercato (all'aumentare di

tale rapporto l'underpricing diminuisce). Gli autori analizzano l'impatto delle tipologie di venture capitalist anche per quanto riguarda la performance di medio lungo termine, calcolata su un orizzonte temporale di due anni. Le venture backed mostrano mediamente una performance migliore delle non venture backed. Le aziende partecipate da fondi indipendenti, nei due anni successivi alla quotazione, evidenziano una performance decisamente più alta delle altre tipologie. La performance dei private equity con sede in Germania è inferiore rispetto a quelli stranieri. Questi risultati sono confermati dall'applicazione di diverse metodologie.

Oltre alla performance gli autori hanno analizzato anche la rischiosità. Il ruolo di certificazione, fornito dalla reputazione, incide sulla riduzione della volatilità dell'azienda piuttosto che sull'underpricing. Le aziende partecipate da fondi indipendenti, stranieri e a elevata reputazione hanno una rischiosità, calcolata in termini di volatilità dei rendimenti, inferiore. Rindermann (2005) analizza tre differenti mercati europei: Francia, Germania e Regno Unito, verificando un totale di 303 IPO di cui 154 venture backed nel periodo 1996-1999. Effettua un'analisi sul gruppo delle venture backed company distinguendo le aziende a seconda che il private equity sia indipendente o pubblico, nazionale o internazionale, affiliato ad una banca oppure non affiliato. L'analisi mira a verificare come la performance nei 3 anni post-IPO possa cambiare a seconda del tipo di venture capitalist. Si evidenzia come mediamente i fondi di private equity pubblici abbiano una performance inferiore rispetto a quelli privati. La presenza di private equity internazionali sembra influenzare significativamente, in modo positivo, la performance e questo si ritiene sia dovuto alla loro maggior esperienza. Analizzando invece l'influenza dell'affiliazione o meno ad una banca non si rilevano risultati omogenei; nel mercato francese questo sembra avere una significatività statistica con segno positivo, quindi le venture backed di fondi bancari hanno una performance migliore dei non bancari; ma lo stesso risultato non si trova sul mercato tedesco. L'autore ha cercato inoltre di capire quali potessero essere le determinanti dell'esperienza del venture capitalist e quindi, attraverso una Logit Regression, è andato ad investigare quali fossero le caratteristiche distintive dei venture capitalist internazionali rispetto agli altri. Si dimostra come le variabili più significative siano età e numero di IPO portati a termine. I venture capitalist internazionali, che si ritiene siano quelli con più esperienza, hanno generalmente un'età maggiore degli altri e hanno portato a termine un numero di IPO decisamente più ampio. Bessler e Kurth (2004) analizzano la performance di 101 venture backed tedesche dal 1997 al 2003 dividendole

in due gruppi quelle finanziate da un venture capitalist di emanazione bancaria e quelle finanziate da un altro venture capitalist. Si confrontano i due gruppi di aziende calcolando l'underpricing a 1 giorno, i B&H Abnormal Return per un periodo di 123 giorni (6 mesi) e 500 giorni (2 anni) dopo la quotazione. Le venture backed di private equity bancari hanno mediamente un underpricing di 73.6% contro un 40.7% delle altre venture backed. Tale differenza è statisticamente significativa. Su un orizzonte di 6 mesi le aziende partecipate da banche mostrano una performance pari a 26.4% , considerando 2 anni dopo l'IPO la performance è pari a -11.1%. Le altre aziende mostrano valori di 43.5% su 6 mesi e 20.1% su 2 anni. Tuttavia, il test di differenze delle medie non risulta significativo. Pertanto quest'analisi, a differenza di molti studi precedenti, rileva una differenza tra i due gruppi di aziende solo in riferimento allo sconto d'emissione, molto più elevato per le aziende partecipate da private equity bancari.

I diversi contributi analizzati pongono l'attenzione sulla necessità di compiere analisi focalizzate sulle venture backed company. La maggior parte degli studi in letteratura, presentati nei paragrafi 2.1 e 2.2, si sono concentrati sull'analisi delle differenze in termini di performance tra aziende venture backed e non venture backed. In realtà, come mostrato in questo paragrafo, nei mercati europei ed in particolare in quello italiano, si ravvisa la necessità di andare ad approfondire l'analisi secondo il tipo di operatore di private equity. Per un'azienda che deve decidere se far intervenire un investitore in capitale di rischio all'interno del proprio assetto proprietario, la scelta deve essere innanzitutto basata sull'opportunità o meno di rivolgersi a questa tipologia d'intermediario. Tuttavia l'azienda dovrebbe anche sapere se l'investimento ad opera di un tipo di private equity piuttosto che un'altro è indifferente oppure comporta delle diversità in termini di obiettivi strategici, di competenze e quindi di performance. Nel capitolo successivo si realizza un'analisi del mercato italiano verificando l'esistenza di possibili differenze di performance tra le aziende partecipate da private equity bancari e non bancari.

3. Private equity bancari e non bancari: quali differenze nella performance di breve e medio lungo termine post-IPO delle aziende venture backed?

3.1 Gli obiettivi della ricerca

L'analisi della letteratura ha permesso di evidenziare la presenza di numerosi studi che dimostrano il positivo apporto del private equity all'azienda in termini di professionalizzazione delle risorse umane, di competenze manageriali ed infine di miglioramento della performance di mercato. Come più volte ribadito nel capitolo precedente, in un sistema "giovane" e particolare quale quello italiano, si ritiene opportuno approfondire l'analisi del contributo che il private equity può dare all'azienda a seconda delle caratteristiche proprietarie dell'investitore istituzionale. L'interesse nasce dalla considerazione che, probabilmente, operatori con strutture proprietarie differenti potrebbero avere visioni strategiche e obiettivi diversi, in grado di influenzare in vario modo la performance post IPO delle aziende partecipate.

In letteratura si trovano alcuni studi che partendo da queste riflessioni hanno suddiviso gli operatori di private equity in quattro differenti categorie: bancari, indipendenti, pubblici e industriali; altri autori hanno apportato unicamente la distinzione a seconda che si trattasse di private equity affiliati o non affiliati ad una banca. Alla luce della recente diffusione del private equity in Italia e considerando che le banche rivestono, nel sistema finanziario domestico un'importanza centrale, si è deciso nel presente studio di analizzare i private equity suddividendoli in due gruppi: bancari e non bancari. L'obiettivo del capitolo è verificare se esistono differenze nella performance di breve e medio lungo termine successivo alla quotazione, tra le aziende partecipate da fondi di private equity bancari e non bancari. In particolare la verifica empirica è diretta a rispondere a tre domande di ricerca:

- 1) Esistono differenze tra la performance giornaliera, settimanale, mensile e trimestrale delle aziende venture backed partecipate da private equity bancari e non bancari nell'intero periodo di osservazione 1999-2008?
- 2) Esistono differenze nella performance di breve termine post IPO dei due gruppi analizzati?

3) Esistono differenze nella performance di medio-lungo termine post IPO dei due gruppi analizzati?

Il capitolo presenta, dapprima una descrizione del campione oggetto d'analisi, evidenziando la suddivisione delle aziende venture backed nei due sottogruppi considerati; infine, dopo aver presentato la metodologia adottata, s'illustrano i principali risultati.

3.2 Il campione

Il campione è stato creato analizzando tutte le IPO avvenute nel mercato italiano dal 1999 al 2006 e selezionando le imprese che al momento della quotazione avessero nell'assetto proprietario un fondo di private equity. Il numero di queste IPO è pari a 41; sono state escluse le imprese quotate nell'ambito di un processo di privatizzazione, le banche, le assicurazioni, gli intermediari finanziari⁴⁰ e le imprese quotate sul mercato Expandi⁴¹. Il gruppo è stato suddiviso in due *pool* secondo la proprietà del fondo di private equity che partecipa l'azienda. In particolare, per ogni fondo si è verificato se la quota proprietaria di maggioranza, assoluta o relativa, fosse di appartenenza di un gruppo bancario. In questo modo si sono ottenuti due gruppi: IPO venture backed bancarie, in cui il fondo di private equity appartiene ad un gruppo bancario e IPO venture backed non bancarie in cui il fondo può essere espressione di un'azienda industriale, pubblico o indipendente. Qualora nell'azienda fossero presenti più fondi di private equity per discriminare la destinazione in uno dei due gruppi si è considerato il fondo con la quota azionaria più elevata. Le fonti utilizzate sono state differenti: tramite il sito di Borsa Italiana e di Consob sono stati reperiti i prospetti informativi delle IPO necessari per verificare la presenza del private equity all'interno dell'azionariato della società; i siti proprietari dei vari fondi di private equity e la banca dati Zephyr hanno permesso di raccogliere maggiori informazioni sugli investitori istituzionali e sulle operazioni, mentre le serie storiche dei titoli sono state reperite tramite Bloomberg⁴².

⁴⁰ In accordo con quanto effettuato da Cenni e altri (2001), Brav e Gompers (1997).

⁴¹ La decisione di non considerare nel campione le imprese quotate in tale mercato, deriva dalla volontà di creare un campione il più possibile omogeneo. Le imprese quotate sull'Expandi e sul MTA (MTAX) potrebbero avere caratteristiche di liquidità diverse.

⁴² I prezzi sono stati corretti con i fattori di rettifica per aumenti di capitale e dividendi straordinari pubblicati da AIAF.

La tabella 1 presenta l'elenco delle società facenti parte del campione. Sono stati indicati: il nome della società partecipata, la data di quotazione, il nome dell'operatore di private equity e il mercato in cui è avvenuta la quotazione.

Tabella 1 - Il campione analizzato

Nome società	Data quotazione	Operatore di private equity	Mercato
Ducati Holding	24/03/1999	Texas Pacific Group Inc.	Mta
Mirato	01/06/1999	3i group plc	Mta
Marcolin	19/07/1999	Fondo interbancario d'investimento azionario SGR	Mta
Roncadin	19/07/1999	21 invest s.p.a	Mta
Vemer Siber	20/07/1999	S+R Investimenti e Gestioni	Mta
Prima Industrie	27/10/1999	Italia investimenti	Nm
Tiscali	27/10/1999	Kiwi management Ld	Nm
Basicnet	17/11/1999	21 invest s.p.a	Mta
Grandi Navi Veloci	26/11/1999	Efibanca	Mta
Art'è	31/05/2000	Chase Mittel Capital Holding	Nm
CHL	02/06/2000	Schroder Ventures Investments Limited	Nm
Ferretti	23/06/2000	Schroder Ventures Investments Limited	Mta
Euphon	04/07/2000	BS Private Equity	Nm
Biosearch	31/07/2000	3i group plc	Nm
Inferentia	01/08/2000	Onetone BV	Nm
Buongiorno Vitaminic	12/10/2000	Kiwi management Ltd	Nm
Datamat	12/10/2000	3i group plc	Nm
Novuspharma	09/11/2000	Novuspharma invest N.V	Nm
Engineering	12/12/2000	Nuova Holding Subalpina	Nm
Dmail group	22/12/2000	Banfort Consultadoria & Servicos	Nm
PCU Italia	02/03/2001	BPC Investimenti SGR	Nm
Giacomelli	04/07/2001	UBS Capital BV	Mta
Campari	06/07/2001	UBS Capital	Mta
Negri Bossi	06/11/2001	Ridgeway investments S.A (Chase Mittel C.H.)	Mta
Astaldi	06/06/2002	Interbanca	Mta
Isagro	05/11/2003	Arca Impresa Gestioni SGR	Mta
Trevisan	05/11/2003	Private Equity Partners SGR	Mta
DMT	22/06/2004	Fondo interbancario d'investimento azionario SGR	Mta
Procomac	06/07/2004	Interbanca Gestione Investimenti	Mta
Panaria	19/11/2004	Interbanca Gestione Investimenti	Mta
Marr	21/06/2005	Arca Impresa gestioni SGR	Mta
Guala Closures	22/11/2005	Investitori Associati SA	Mta
Eurotech	30/11/2005	Gen-e Management Ltd	Mtax

Safilo	09/12/2005	Credit Suisse Private Equity	Mta
Eurofly	21/12/2005	Profilo Management Company S.A.	Mta
Marazzi	15/02/2006	Permira	Mta
Eems Italia	27/04/2006	Schroder Venture Manager	Mta
Piaggio	11/07/2006	Morgan Grenfell Private Equity Limited	Mta
Elica	10/11/2006	Interbanca Gestione Investimenti	Mta
Poltrona Frau	15/11/2006	Charme Management SA	Mta
Cobra	12/12/2006	Terranova Capital S.p.a.	Mta

Come affermato in precedenza, il campione complessivo è stato suddiviso in due sottogruppi. Le venture backed partecipate da un fondo di proprietà bancaria sono 22 ed in particolare: Marcolin, Vemer Siber, Grandi Navi Veloci, Art'è, CHL, Ferretti, Engineering, Pcu Italia, Giacomelli, Campari, Negri Bossi, Astaldi, Isagro, DMT, Procomac, Panaria Group, Marr, Eurotech, Safilo, Eurofly, Piaggio, Elica. Le venture backed partecipate da un fondo di proprietà non bancaria sono 19, ed in particolare: Ducati Holding, Mirato, Roncadin, Prima Industrie, Tiscali, Basicnet, Euphon, Biosearch, Inferentia, Buongiorno Vitaminic, Datamat, Novuspharma, DMail, Trevisan, Guala Closures, Marazzi, Eems Italia, Poltrona Frau, Cobra.

Di seguito si propongono alcune caratteristiche puramente descrittive dei due campioni analizzati considerando la distribuzione delle matricole secondo l'anno di quotazione e il mercato di appartenenza. A causa dell'esiguo numero di IPO venture backed presenti nel mercato italiano, non si ritiene possibile fornire validità statistica all'analisi per mercato e anno di quotazione; tali risultati si propongono al solo fine di comprendere la composizione del campione osservato.

La tabella 2 mostra la distribuzione delle venture backed partecipate da private equity bancari (definite venture backed bancarie) e da private equity non bancari (venture backed non bancarie) secondo l'anno di accesso al mercato. Per ogni gruppo è indicata la percentuale delle operazioni avvenute e in parentesi il valore assoluto del numero di IPO effettuate. E' interessante notare come negli anni di bolla speculativa, prevalessero le venture backed non bancarie e il numero degli IPO era consistente. Negli anni successivi alla bolla, i private equity non bancari, sembrano essersi completamente disinteressati alle IPO di aziende italiane. In effetti, si può notare come gli unici IPO siano stati promossi dai fondi bancari e comunque con numeri assolutamente contenuti. Solo a partire dal 2005 si comincia a ricreare una complementarietà di azione tra private

equity bancari e non bancari; nel 2005 i primi hanno condotto l'80% delle operazioni mentre nell'anno successivo solo il 33%.

Tabella 2 - Anno di quotazione

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Venture backed bancarie	33% (3)	36% (4)	100% (4)	100% (1)	50% (1)	100% (3)	80% (4)	33% (2)
Venture backed non bancarie	67% (6)	64% (7)	0% (0)	0% (0)	50% (1)	0% (0)	20% (1)	67% (4)
	100% (9)	100% (11)	100% (4)	100% (1)	100% (2)	100% (3)	100% (5)	100% (6)

La tabella 3, presenta la suddivisione dei due gruppi analizzati sulla base del mercato scelto per procedere alla quotazione indicando, ancora una volta, il valore percentuale di ogni gruppo e tra parentesi, il valore assoluto del numero di operazioni concluse. La prevalenza delle IPO del campione si caratterizza per quotazione sul Mercato Telematico Azionario. In particolare, i fondi bancari sembrano concentrarsi prevalentemente su aziende adatte per questo mercato, in effetti hanno promosso il 63% delle IPO totali sul Mta. I fondi non bancari hanno invece una concentrazione maggiore sul Nuovo Mercato presentando il 64% delle aziende analizzate. Il Nuovo mercato, in vigore fino a settembre 2005, si caratterizzava per la presenza di aziende di più piccola dimensione e specificatamente tecnologiche. In seguito è stato sostituito dal Mtax, mercato in cui i requisiti patrimoniali si adeguano a quelli del Mta ma le aziende continuano a caratterizzarsi per connotati tecnologici.

Tabella 3 - Mercato di quotazione

	Mercato Telematico Azionario (Mta)	Nuovo Mercato⁴³
Venture backed bancarie	63% (17)	36% (5)
Venture backed non bancarie	37% (10)	64% (9)
	100% (27)	100% (14)

⁴³ Tra le aziende venture backed bancarie appartenenti al Nuovo Mercato, ve n'è una quotata nel novembre 2005 che quindi è entrata nel Mtax.

3.3 La metodologia

L'obiettivo del presente lavoro, volto a valutare se esistono differenze nella performance post-IPO delle aziende venture backed partecipate da fondi di private equity bancari e non bancari, è conseguito attraverso diverse metodologie.

Dapprima si cerca di evidenziare l'esistenza di differenze tra la performance media giornaliera, settimanale mensile e trimestrale delle aziende partecipate da fondi bancari e non bancari considerando l'intero orizzonte temporale analizzato, dal 23-03-1999 al 31-12-2008⁴⁴. In questo caso l'analisi non ha come obiettivo verificare la performance ad un istante t dalla data di quotazione, ma in generale la performance media giornaliera, settimanale, mensile e trimestrale nell'intero periodo. Per svolgere questa analisi si utilizza una *Cross Sectional Regression Analysis*, in particolare, una *Pooled Ordinary Least Square Regression*⁴⁵. Si creano due pool, uno con i rendimenti logaritmici delle aziende venture backed partecipate da fondi di proprietà bancaria ed uno con quelli delle aziende venture backed partecipate da fondi di proprietà non bancaria generando per ognuno di questi un *specific coefficient*. La regressione è realizzata senza ponderazioni particolari verificando, attraverso il test di Wald, la significatività della differenza tra i coefficienti ottenuti.

Lo studio, successivamente, cerca di evidenziare l'esistenza di differenze nella performance post IPO di breve termine delle aziende partecipate da fondi bancari e non bancari. In quest'analisi si verifica, per ogni società, la performance ad un certo istante t dalla quotazione calcolando un valore medio del gruppo di riferimento.

Per quanto riguarda la performance di breve termine, l'analisi è svolta calcolando l'underpricing⁴⁶ ad 1 giorno, 5, 21, 63 giorni successivi alla quotazione.

In letteratura s'identificano principalmente due modalità di calcolo dello sconto d'emissione. Alcuni autori⁴⁷ calcolano l'underpricing attraverso i rendimenti grezzi, ossia senza considerare l'effetto dell'andamento del mercato, come presentato dall'equazione [1].

⁴⁴ Per le aziende uscite dal mercato di Borsa prima del 31-12-2008 si è mantenuto l'ultimo prezzo di chiusura registrato.

⁴⁵ La regressione è stata realizzata con il programma Eviews 5.

⁴⁶ Cenni e altri (2001).

⁴⁷ Ritter (1984).

$$U_{t,i} = Ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,0}}\right) \quad [1]$$

Dove:

$P_{i,t}$ = prezzo di chiusura del titolo i al giorno di negoziazione t;

$P_{i,0}$ = prezzo di offerta;

Altri autori⁴⁸ sostengono la maggior correttezza di un approccio volto a depurare l'underpricing dall'andamento del mercato, come mostra l'equazione [2].

$$U_{t,i} = Ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,0}}\right) - Ln\left(\frac{I_t}{I_0}\right) \quad [2]$$

Dove:

$P_{i,t}$ = prezzo di chiusura del titolo i al giorno di negoziazione t;

$P_{i,0}$ = prezzo di offerta;

I_t = valore dell'indice usato come correzione al tempo t;

I_0 = valore dell'indice al tempo di offerta.

Nel presente lavoro si applica la metodologia [2] calcolando l'underpricing su orizzonti di 1 giorno, 5, 21, 63 giorni. Si determina il rendimento post IPO alle evidenziate scadenze, dopodiché il valore grezzo della variazione di prezzo è depurato per l'andamento dell'indice Mibtel. Tale metodologia appare più adeguata, poiché come mostrato dalla tabella 2, le IPO non hanno una ripartizione omogenea negli anni considerati. Non depurare il rendimento del titolo dall'andamento del mercato, vorrebbe dire favorire alcune emissioni, avvenute in periodi più propizi, e penalizzarne altre.

La significatività statistica dei risultati ottenuti è dimostrata attraverso un test di uguaglianza delle varianze e delle medie. Dapprima si verifica l'uguaglianza delle varianze testando la seguente ipotesi nulla, H_0 : Le varianze dei due gruppi sono uguali. Attraverso l'analisi del p-value si decide se rifiutare o accettare l'uguaglianza delle varianze e di conseguenza si procede al test delle medie assumendo il risultato precedentemente verificato. Attraverso il test delle medie si verifica l'ipotesi nulla, H_0 : le medie dei due gruppi sono uguali. L'analisi del valore del p-value permette di

⁴⁸ Cenni e altri (2001); Tykvová, Walz (2007).

comprendere se è possibile rifiutare l'ipotesi nulla e con quale margine di errore 1%, 5% o 10%.

Il test delle medie ha massima validità quando la distribuzione della serie analizzata è una gaussiana. Il campione oggetto d'analisi ha un numero di osservazioni contenuto, pertanto la presenza di distribuzione normale deve essere verificata direttamente attraverso un test di normalità. Il test utilizzato è quello di Jarque-Bera che si basa su curtosi e asimmetria assumendo l'ipotesi nulla, H_0 : la distribuzione è normale.

Anche in questo caso l'analisi del p-value consente di rifiutare o accettare l'ipotesi nulla.

In assenza di distribuzione gaussiana è necessario che il test delle medie sia confermato da un test non parametrico. Si utilizza il Wilcoxon Rank Sum Test⁴⁹ in cui l'ipotesi nulla è H_0 : le mediane dei due gruppi sono uguali.

Infine, per poter rispondere compiutamente alla domanda di ricerca si ritiene necessario calcolare la performance di medio e lungo termine. Si adottano due differenti metodologie: il CAR (Cumulative Abnormal Returns) e il B&H (Buy and Hold), applicate ad un arco temporale di 6 mesi, 1 anno e 2 anni.

La metodologia CAR prevede dapprima il calcolo degli abnormal return ($ar_{i,t}$), nella fattispecie su base giornaliera (eq. 3). Successivamente si determina l'abnormal return medio delle aziende per ogni istante t (eq. 4) sommando questo risultato per il periodo di osservazione scelto (eq.5).

$$ar_{t,i} = Ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,0}}\right) - Ln\left(\frac{I_t}{I_0}\right) \quad [3]$$

Dove:

$P_{i,t}$ = prezzo di chiusura del titolo i al giorno di negoziazione t ;

$P_{i,0}$ = prezzo di offerta;

I_t = valore dell'indice usato come correzione al tempo t ;

I_0 = valore dell'indice al tempo di offerta.

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{i,t} \quad [4]$$

⁴⁹ Tykvová, Walz (2007).

$$CAR_{t,s} = \sum_{t=1}^s AR_t \quad [5]$$

Dove:

n= numero delle venture backed company considerate.

s= orizzonte temporale considerato.

La metodologia B&H utilizza la seguente formula:

$$BHR_t = \left[\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \prod_{t=1}^s (1 + ar_t) \right] - 1 \quad [6]$$

Nel B&H gli abnormal return sono stati calcolati come evidenziato nella metodologia CAR (eq.3), rappresentando quindi sempre i rendimenti giornalieri del i-esimo titolo al netto della variazione dell'indice. Si procede a una produttoria degli stessi sull'orizzonte temporale prescelto e successivamente, al calcolo di un valore medio per gli n titoli considerati (eq.6).

In riferimento alla superiorità e miglior rappresentatività della metodologia CAR rispetto alla B&H si trovano in letteratura opinioni contrastanti. Barber e Lyon (1997) evidenziano come la metodologia CAR possa essere uno stimatore distorto della performance di medio lungo termine, mentre Fama (1998), Mitchell e Stafford (2000), Gompers e Lerner (2003) sostengono la superiorità del CAR, poiché ritengono che il B&H attraverso la produttoria su singoli periodi possa migliorare l'underperformance.

Per ognuna delle scadenze prescelte e per entrambe le metodologie applicate, si è calcolata la performance media del campione utilizzando due differenti ponderazioni⁵⁰. Dapprima è stata effettuata una media semplice in cui i titoli assumono tutti il medesimo peso (equally weighted) e, in secondo luogo, si è sviluppata una media ponderata con pesi pari alla capitalizzazione⁵¹ dei titoli al momento della quotazione (value weighted).

Anche nell'analisi di medio e lungo periodo attraverso il CAR e il B&H, si verifica la significatività statistica del risultato ottenuto con il test di uguaglianza delle varianze, delle medie e delle mediane secondo quanto già illustrato per l'underpricing.

⁵⁰ Brav, Gompers (1997).

⁵¹ Si considera il logaritmo naturale del valore di capitalizzazione.

L'analisi di underpricing, CAR e B&H è realizzata utilizzando due campioni differenti. Considerando, dapprima l'intero campione oggetto d'analisi così come presentato nella tabella 1, successivamente, si cerca di migliorare la distribuzione del campione eliminando i valori anomali attraverso un troncamento del 5% dei valori massimi e minimi della serie. Prendendo atto della numerosità dei gruppi studiati, ciò si realizza eliminando il valore massimo e minimo di ogni gruppo. Con questa eliminazione le distribuzioni assumono, nella maggior parte dei casi, valori più coerenti con la distribuzione normale⁵². Nel testo sono commentati i risultati relativi ad entrambe le analisi ma si è deciso di presentare solo le tabelle e i grafici inerenti al campione complessivo. Le tabelle relative al campione con troncamento sono invece riportate nell'Allegato 3.

3.4 I principali risultati

1) Esistono differenze tra la performance giornaliera, settimanale, mensile e trimestrale delle aziende venture backed partecipate da private equity bancari e non bancari nell'intero periodo di osservazione 1999-2008?

L'analisi dei test effettuati, come mostra la tabella 4, evidenzia una significatività dei coefficienti ottenuti in riferimento ad ognuna delle performance analizzate. Tali risultati mostrano sempre un'underperformance delle venture backed rispetto all'indice Mibtel; le venture backed bancarie mostrano un sottorendimento maggiore rispetto alle non bancarie per ognuno degli orizzonti temporali considerati. L'analisi della significatività statistica di tale differenza, realizzata attraverso il test di Wald, rigetta la possibilità di uguaglianza dei coefficienti per quanto riguarda la performance settimanale, mensile e trimestrale. In questi periodi temporali si può affermare che le venture backed di fondi bancari realizzano una performance inferiore alle venture backed di fondi non bancari. Per quanto riguarda l'underpricing ad un giorno, pur verificando la significatività dei coefficienti, non si può rifiutare l'ipotesi di uguaglianza tra gli stessi.

⁵² Il test di Jarque Bera mostra distribuzioni che in molti dei casi analizzati possono considerarsi normali.

Tabella 4 - Cross Sectional Regression Analysis

	Venture backed con fondo bancario		Venture backed con fondo non bancario		Wald coefficients test
	Coeff	p-value	Coeff	p-value	p-value
Performance giornaliera	-0.0002 (-2.0006)	0.0755*	-0.0006 (-4.6743)	0.0000***	0.1005
Performance settimanale	-0.0014 (-4.0425)	0.0000***	-0.0032 (-10.0285)	0.0000***	0.0010***
Performance mensile	-0.0064 (-9.4829)	0.0000***	-0.0136 (-21.1291)	0.0000***	0.0000***
Performance trimestrale	-0.0216 (-18.3675)	0.0000***	-0.0398 (-35.6376)	0.0000***	0.0000***

Questa tabella rappresenta i risultati della Pooled Least Squares Regression realizzata sui rendimenti dei vari titoli a 1 giorno, 5, 21 e 63 giorni depurati dall'andamento del mercato secondo la formula $Perf_{t,i} = \ln(P_{i,t} / P_{i,0}) - \ln(I_t / I_0)$. Tali rendimenti sono stati calcolati su tutta la lunghezza della serie dopodiché è stata realizzata una Pooled Regression per verificare l'esistenza di differenze tra il gruppo delle venture backed partecipate da fondi bancari e quelle partecipate da fondi non bancari. La t-statistics è rappresentata in parentesi. Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di nullità dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. E' inoltre riportata la significatività del test di Wald, ossia di rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti dei due campioni.

2) Esistono differenze nella performance di breve termine post IPO dei due gruppi analizzati?

La Figura 10 sintetizza l'andamento della performance dei due gruppi di titoli: venture backed di fondo bancario e venture backed di fondo non bancario, da 1 giorno a 63 giorni dalla quotazione. Graficamente sembrerebbero esistere divergenti comportamenti, tuttavia per valutare la significatività statistica dei valori raggiunti, è necessario effettuare alcuni test i cui risultati sono riportati nella tabella 5. Dall'analisi dei test statistici si evidenzia come le differenze di performance tra le venture backed partecipate da fondi non bancari e bancari non siano sempre statisticamente significative. Considerando gli orizzonti temporali ad 1 giorno, 5 e 63 giorni dopo la quotazione, si può notare come le venture backed bancarie abbiano sempre una performance inferiore alle venture backed non bancarie; tuttavia nessuno dei test effettuati, medie e mediane, può confermare la validità statistica di tale diversità. Ciò significa che le differenze nelle medie dei due campioni probabilmente sono casuali e non rilevanti. La performance a 21 giorni conferma ancora una volta il minor rendimento delle venture backed bancarie (-3.46%) rispetto alle non bancarie (+14.14%), il test delle medie permette di sostenere la presenza di differenze significative tra i due gruppi. Tuttavia, l'assenza di normalità in una delle distribuzioni richiede l'analisi di un test non parametrico. Il test di uguaglianza delle mediane non permette di rifiutare l'ipotesi nulla, pertanto il risultato ottenuto deve essere interpretato con elevata prudenza.

L'analisi replicata attraverso il troncamento del 5% del campione non conduce a risultati particolarmente differenti. Com'è possibile notare dalla tabella 3.1 presente nell'Allegato 3, permane la significatività a 21 giorni, fornita dal test delle medie sempre con un errore del 10%, non confermato dal test delle mediane. Le venture backed bancarie realizzano un -3.41%, le venture backed non bancarie un +9.19%. L'analisi della normalità della distribuzione attraverso il test di Jarque Bera conferma che anche in questo caso si può accettare per le venture backed bancarie una distribuzione normale (p-value 0.67), mentre ancora non si ha una normalità delle venture backed non bancarie (p-value 0.000). Alla luce di questi risultati e soprattutto dell'assenza di normalità per uno dei due gruppi analizzati, non si ritiene possibile accettare la differenza di medie a 21 giorni tra i due gruppi. In accordo con quanto dimostrato da Tykvová e Walz (2007), il mercato non sembra percepire, nel breve termine, un ruolo di certificatore differente secondo il tipo di private equity.

Figura 10 - Performance di breve termine

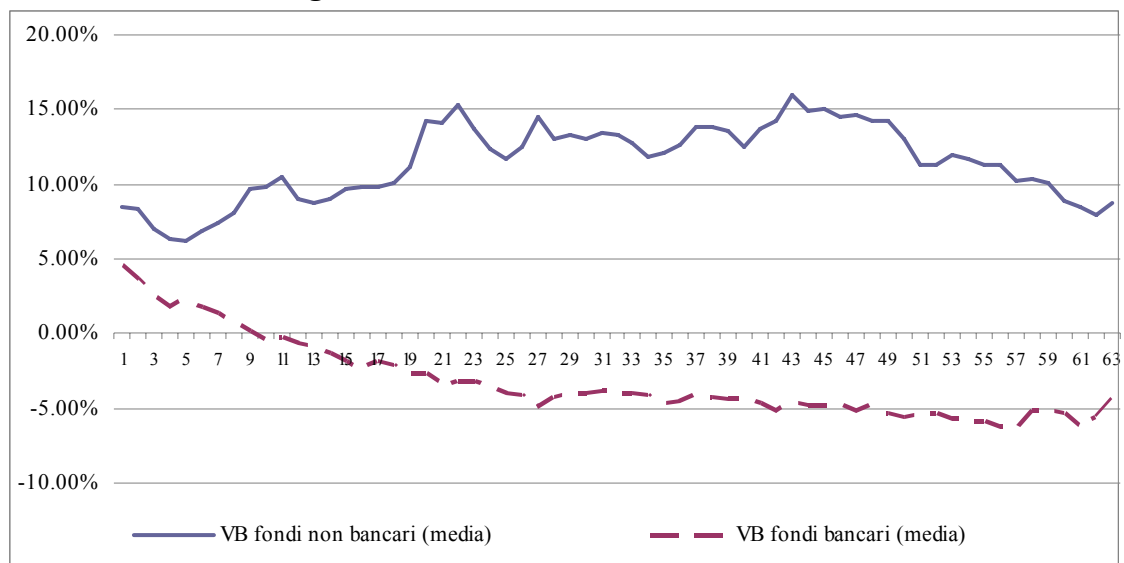


Tabella 5- Test statistici su underpricing e performance

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Underpricing 1 giorno	0.3193	0.0454 (0.0000)	0.0845 (0.3196)	0.4968	0.3079
Performance 5 giorni	0.8755	0.0235 (0.0000)	0.0618 (0.2599)	0.4454	0.4641
Performance 21 giorni	0.0000***	-0.0346 (0.4485)	0.1414 (0.0000)	0.0545*	0.1739
Performance 63 giorni	0.0004***	-0.0432 (0.7191)	0.0869 (0.0000)	0.3607	0.4966

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sull'underpricing e sulle performance dei titoli considerati nel campione. Il calcolo dell'underpricing e delle performance è avvenuto applicando la formula $Perf_{t,i} = \ln(P_{i,t} / P_{i,0}) - \ln(I_t / I_0)$ verificato per periodi di 1 giorno, 5, 21, 63 giorni dalla data di quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato con la medesima varianza per i due gruppi. Il gruppo di osservazione è composto da 19 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 22 aziende per quelle di fondi bancari.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

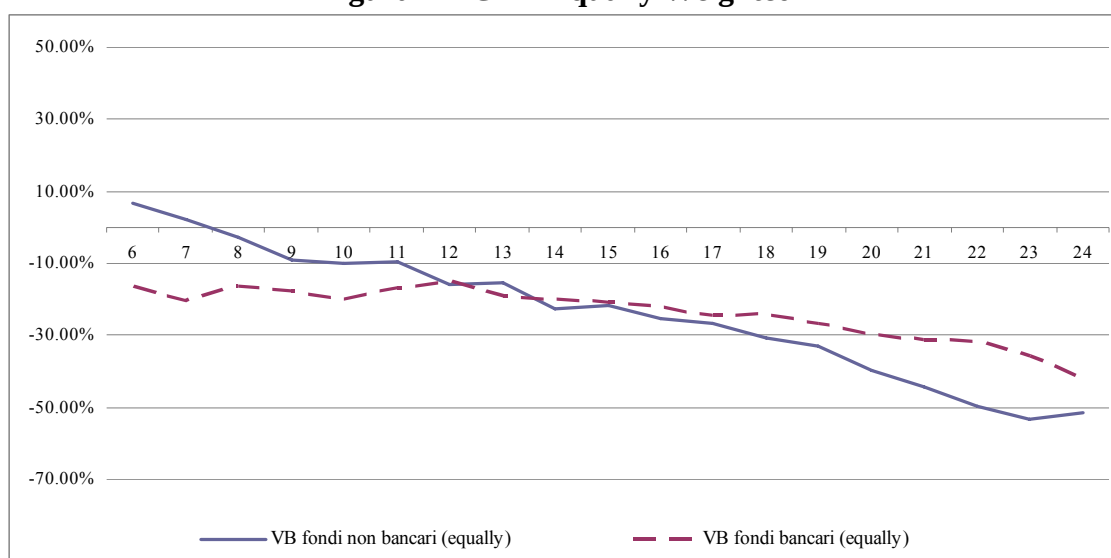
3) Esistono differenze nella performance di medio-lungo termine post IPO dei due gruppi analizzati?

La Figura 11 rappresenta l'andamento del CAR da 6 mesi a 2 anni, calcolato attraverso una ponderazione equally, mentre la Figura 12 mostra i risultati ottenuti attraverso la ponderazione value. E' possibile evidenziare come, in entrambi i casi, le venture backed di fondi non bancari mostrino un overperformance rispetto al benchmark a 6 mesi, ma tendano ad avvicinarsi all'underperformance delle venture backed di fondi bancari su orizzonti di 1 anno e 2 anni. La Tabella 6 consente di verificare la significatività statistica dei risultati raggiunti. E' possibile evidenziare come i due gruppi di aziende mostrino una differenza di performance statisticamente significativa a 6 mesi, 1 e 2 anni ma solamente calcolando il CAR con una ponderazione sulla base della capitalizzazione. La performance media a 6 mesi delle venture backed di fondi non bancari è pari a 7.07%, quella delle venture backed di fondi bancari a -15,85%. Considerando l'orizzonte temporale di 1 anno e 2 anni le venture backed bancarie realizzano -14.30% e -41.2%, le non bancarie -16.12% e -51.84%. Il risultato deve essere considerato con attenzione considerando che le serie storiche analizzate non

presentano una distribuzione normale e che il test sulla mediana non conferma la significatività statistica della differenza tra i due gruppi.

L'analisi replicata troncando il 5% dei valori anomali del campione è presentata nella tabella 3.2 dell'Allegato 3. L'analisi del campione permette di verificare che calcolando la performance a 6 mesi value weighted la distribuzione dei due gruppi è normale, a differenza di quanto avveniva nel campione totale. In particolare il test di Jarque-Bera mostra un p-value di 0.3493 per le venture backed non bancarie e 0.7499 per le bancarie. Non potendo quindi rifiutare l'ipotesi nulla di distribuzione normale, il risultato del test delle medie può essere accettato con maggior sicurezza. In tale test la performance a 6 mesi delle venture backed bancarie è -15%, per le non bancarie -1.2% con una significatività del 1%. La normalità della distribuzione non è riscontrabile nel calcolo della performance a 1 e 2 anni, pertanto l'unico risultato accettabile, seppur non confermato dal test non parametrico, è quello a 6 mesi.

Figura 11- CAR Equally Weighted⁵³



⁵³ Nelle figure 11, 12, 13 e 14 sull'asse delle ascisse è presentato il tempo espresso in mesi.

Figura 12 - CAR value weighted

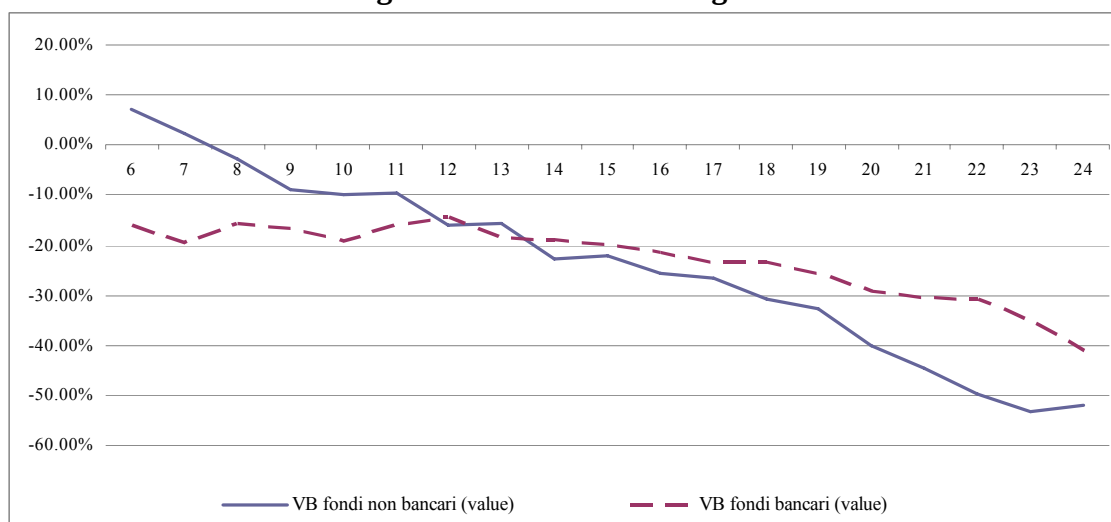


Tabella 6 - Analisi della performance di medio e lungo periodo metodologia CAR

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Equally weighted					
CAR 6 mesi	0.0065***	-0.1652 (0.9988)	0.0687 (0.0000)	0.1592	0.2191
CAR 1 anno	0.0499*	-0.1503 (0.9671)	-0.1593 (0.0046)	0.9563	0.5303
CAR 2 anni	0.3627	-0.4202 (0.8543)	-0.5170 (0.6061)	0.6228	0.4328
Value weighted					
CAR 6 mesi	0.000***	-0.1585 (0.9519)	0.07075 (0.0000)	0.0000***	0.1986
CAR 1 anno	0.0053***	-0.1430 (0.0000)	-0.1612 (0.0000)	0.0173**	0.2956
CAR 2 anni	0.8519	-0.4119 (0.0000)	-0.5183 (0.0000)	0.0000***	0.2191

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sul CAR a 6 mesi, 1 anno e 2 anni. Il calcolo del CAR è stato realizzato dapprima con una ponderazione equally e successivamente con una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato con la medesima varianza sui due gruppi. Il campione è composto da 19 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 22 aziende per quelle bancarie.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

L'analisi è stata replicata anche attraverso la metodologia Buy & Hold. Le Figure 13 e 14 permettono di analizzare l'andamento della performance da 6 mesi a 2 anni realizzata con le ponderazioni equally e value. Anche in questo caso, attraverso una prima analisi grafica è possibile notare come le differenze risultino evidenti nell'arco temporale di 6 mesi per poi ridursi drasticamente. Attraverso i test statistici (Tabella 7) si evidenzia una differenza significativa tra i due gruppi, a 6 mesi, 1 anno e 2 anni quando la performance è calcolata con la metodologia value weighted. Il Wilcoxon Rank Sum test conferma come l'unica performance per la quale sia possibile rigettare anche l'uguaglianza delle mediane è quella a 6 mesi con una probabilità di errore del 5%. La performance media a 6 mesi risulta quindi essere pari a -14.04% per le venture backed di fondi bancari e +21.06% per le venture backed di fondi non bancari.

L'analisi effettuata con il troncamento del campione al 5%, presentata nella tabella 3.3 dell'Allegato 3, conduce a risultati decisamente interessanti. Grazie all'effetto troncamento tutte le distribuzioni analizzate divengono normali. Non potendo rifiutare l'ipotesi nulla di distribuzione normale, si accettano come significative le differenze di medie a 6 mesi 1 e 2 anni. La performance media a 6 mesi delle venture backed bancarie è pari a -24%, delle venture backed non bancarie -16,6%, con una significatività del Wilcoxon Rank Sum test del 1%. La performance a 1 e 2 anni è rispettivamente per le venture backed bancarie: -24.16% e -38.44%; per le non bancarie: -33.81% e -54.17%. Considerando l'esiguità del campione osservato è necessario porre in evidenza che l'unico valore confermato dal test parametrico e non parametrico è la performance a 6 mesi.

Figura 13 - B&H equally weighted

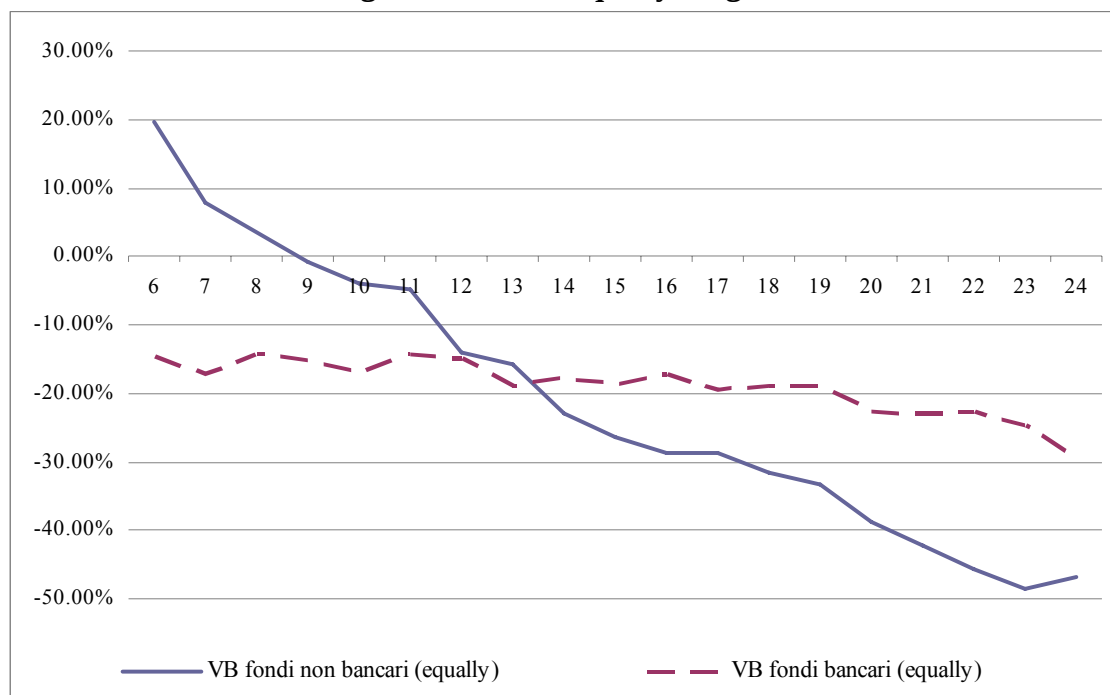


Figura 14 - B&H value weighted

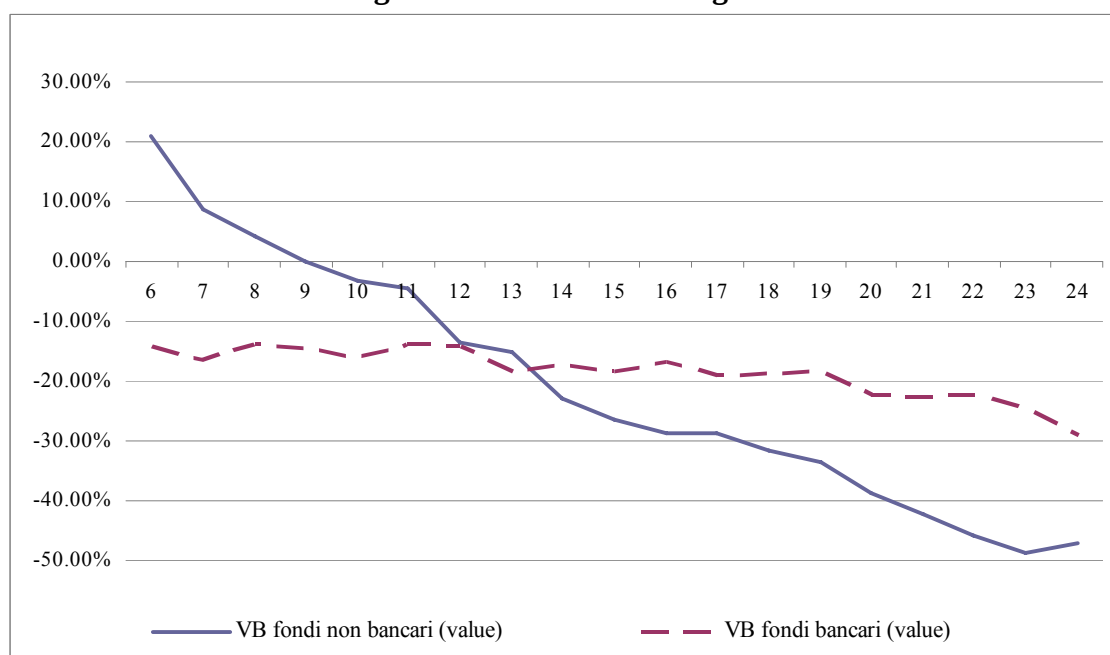


Tabella 7 - Analisi della performance di medio e lungo periodo metodologia B&H

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Equally weighted					
B&H 6 mesi	0.000***	-0.1464 (0.0022)	0.1962 (0.0000)	0.2485	0.2499
B&H 1 anno	0.0069	-0.1492 (0.2072)	-0.1393 (0.0000)	0.9531	0.3333
B&H 2 anni	0.0104	-0.2943 (0.1876)	-0.4697 (0.4065)	0.1513	0.3740
Value weighted					
B&H 6 mesi	0.000***	-0.1404 (0.0010)	0.2106 (0.0000)	0.0000***	0.0150**
B&H 1 anno	0.0009***	-0.1428 (0.1313)	-0.1358 (0.0000)	0.4459	0.9887
B&H 2 anni	0.0339**	-0.2890 (0.1465)	-0.4710 (0.4317)	0.0000***	0.7339

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sul B&H a 6 mesi, 1 anno e 2 anni. Il calcolo del B&H è stato realizzato dapprima con una ponderazione equally e successivamente con una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato utilizzando la medesima varianza per i due gruppi. Il campione è composto da 19 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 22 aziende per quelle bancarie.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

In conclusione si può affermare che l'analisi ha evidenziato delle differenze di performance tra le aziende partecipate da private equity bancari e non bancari. In particolare, calcolando una performance media, settimanale, mensile e trimestrale lungo l'intero periodo osservato, si può notare come entrambi i gruppi si caratterizzino per una sottoperformance rispetto al mercato, anche se le venture backed non bancarie mostrano valori migliori delle venture backed bancarie. L'analisi dell'underpricing non rileva differenze significative ad 1 giorno, 5, 21, 63 giorni dopo la quotazione.

Le principali diversità si ravvisano analizzando la performance di medio e lungo periodo e in particolare a 6 mesi dalla quotazione dove, sia la metodologia CAR, sia B&H evidenziano una maggiore performance delle venture backed non bancarie rispetto alle bancarie. In realtà, i risultati significativi si hanno solo con un'analisi value weighted, questo induce a pensare che probabilmente le aziende che assumono maggior rilevanza nel differenziare i due gruppi siano quelle con capitalizzazione più elevata.

L'analisi sui 6 mesi conferma sempre una performance delle venture backed bancarie inferiore alle non bancarie, anche se i valori assunti cambiano a seconda della metodologia. L'analisi a 1 e 2 anni mostra, invece, come nel lungo periodo tale differenza tenda ad invertirsi, seppur non trovando conferma nel test non parametrico.

La presenza di divergenti performance tra i due gruppi, seppur considerando i limiti dell'analisi derivanti dall'uso di un campione contenuto, stimola lo sviluppo successivo dello studio diretto a comprendere quali possano essere le principali differenze tra l'investimento dei fondi bancari e non bancari e le possibili ricadute sulla performance delle aziende partecipate. A tal fine il capitolo successivo si propone di presentare le risposte sinora fornite dalla letteratura.

4. Scelte d'investimento, gestione della partecipazione, conflitto d'interesse e performance: analisi della letteratura

Nei precedenti capitoli si è messa in evidenza la presenza di numerosi studi focalizzati sull'analisi della performance delle venture backed company. In particolare, oltre ad esaminare l'esistenza di diversità tra la performance di mercato successiva alla quotazione delle venture backed e delle non venture backed company, alcuni di essi hanno verificato la presenza di significative differenze a seconda che l'azienda fosse partecipata da private equity bancari, indipendenti, industriali e pubblici. Assetti proprietari diversi possono celare differenti modalità di comportamento. E' plausibile ritenere che private equity appartenenti a gruppi industriali, bancari e assicurativi operino, oltre che nell'interesse dell'impresa e della singola operazione, anche nell'interesse strategico del gruppo di appartenenza. Partendo da tale riflessione, una consistente parte della letteratura si è concentrata sullo studio delle possibili diversità di comportamento tra i vari tipi d'investitori istituzionali. In particolare, si verifica come i diversi tipi di private equity possano caratterizzarsi per differenti scelte gestionali e particolari modalità d'investimento. Nel caso di private equity bancari riveste una notevole importanza anche il tema del possibile conflitto d'interesse derivante dal contemporaneo svolgimento, ad opera di società del gruppo bancario, di una serie di attività diverse. Si pensi al caso tipico di una banca che fornisce prestiti all'impresa e al contempo ne detiene una partecipazione tramite l'operatore di private equity. Nel momento in cui l'azienda accede alla quotazione la stessa banca può trovarsi ad essere anche il coordinatore dell'offerta globale. La presenza di attività differenti e di interessi non sempre perfettamente allineati potrebbe far sorgere un problema di conflitto d'interesse.

Il capitolo presenta una rassegna dei principali studi sviluppati in letteratura focalizzati sull'analisi di caratteristiche, obiettivi e modalità d'investimento dei vari tipi di private equity, nonché la presenza di conflitto d'interesse e le possibili ricadute sulla performance delle venture backed company.

4.1 Caratteristiche, obiettivi, modalità d'investimento del private equity

Numerosi studi hanno cercato di approfondire l'analisi del comportamento, delle caratteristiche e delle scelte d'investimento dei vari private equity, nonché l'impatto

sulla performance delle venture backed company. Una parte della letteratura si è concentrata sull'analisi delle diversità, in termini di modalità e obiettivi d'investimento, riscontrabili tra i diversi tipi di private equity. Altri studiosi si sono concentrati, invece sull'analisi della relazione tra la performance delle venture backed company e alcune variabili gestionali: il tempo dell'investimento, la modalità con cui è effettuato, la presenza di lock up e l'attivismo nella gestione della società partecipata.

La letteratura è concorde nell'affermare che la peculiarità del private equity rispetto ad altri investitori, deriva dalla sua capacità di apportare contemporaneamente risorse monetarie, monitoraggio e competenze manageriali. Come più volte ribadito, numerosi studi hanno analizzato le differenze in termini di performance tra le aziende venture backed e quelle non venture backed. Tuttavia alcuni autori hanno evidenziato la possibile imprecisione di un'analisi di questo tipo: studiare il comportamento delle venture backed company senza distinguerle secondo il tipo di private equity che ha assunto la partecipazione rischia di portare a conclusioni eccessivamente generiche perché gli obiettivi e le visioni strategiche possono essere diverse tra i vari tipi di operatori. L'assunzione alla base del presente lavoro è che la governance, l'esperienza, gli obiettivi strategici varino secondo il tipo di private equity, pertanto la finalità è investigare se vi sono sistematiche differenze nel comportamento di investimento e disinvestimento dell'investitore istituzionale a seconda del suo background e del suo assetto proprietario.

Tykvová (2006) si concentra sul Nuovo Mercato tedesco e analizza diversi tipi di private equity: indipendenti, bancari, industriali e pubblici. Lo studio comprende 179 IPO dividendole secondo l'assetto proprietario dell'investitore istituzionale in pubbliche (15), dipendenti da banche (57), indipendenti (86) e corporate (20). L'autrice effettua una distinzione anche in base alla nazionalità del private equity, il campione si compone di 103 venture backed di private equity nazionali e 75 di private equity stranieri. Per ogni tipo di private equity si esaminano le caratteristiche di tempo di uscita, attività di vendita e le modalità d'investimento al momento dell'IPO. L'autrice evidenzia le possibili differenze tra i vari operatori. I private equity captive sono gestiti da persone che devono rispondere ad una capogruppo e ad obiettivi strategici comuni, mentre i private equity indipendenti generalmente utilizzano degli schemi di incentivi molto più forti e legati prevalentemente al buon fine dell'operazione (Lerner e altri, 2005). Si presume che quindi se maggiormente incentivati i private equity indipendenti siano in grado di fornire maggior valore aggiunto all'impresa. Ciò può essere connesso

al fatto che, come mostrano Bottazzi e altri (2004), i private equity indipendenti sono più attivamente coinvolti nell'azienda rispetto a bancari e pubblici e si caratterizzano per una maggior specializzazione. Tykvová afferma che i private equity maggiormente specializzati sono gli indipendenti e i corporate: i primi tendono a specializzarsi in alcuni settori e questo li aiuta ad aumentare le competenze, i secondi tendono a specializzarsi in settori affini a quello della loro attività principale. Si ritiene che la specializzazione permetta anche di realizzare un monitoraggio migliore. Tra i diversi tipi di private equity si ravvisano anche differenti obiettivi. Tipicamente le banche non hanno come unico fine quello di realizzare un guadagno dall'operazione ma utilizzano spesso il private equity come "ponte" per sviluppare la propria attività principale, il prestito. Al contrario, tra gli obiettivi prioritari dei private equity indipendenti vi è la reputazione. Sono più attenti a conservarla integra concludendo operazioni profittevoli in breve tempo per dare rendimento agli investitori che, in questo caso, hanno come unico obiettivo ottenere un capital gain dalla partecipazione. Dalle statistiche descrittive del campione si nota come i diversi tipi di private equity si orientino verso aziende target con caratteristiche differenti. I private equity indipendenti si concentrano su aziende di maggior dimensione e valore di mercato, nonché caratterizzate da un significativo minore valore di *book to market*. I fondi pubblici e bancari investono tipicamente in *later stage* e si caratterizzano per portare le aziende molto prima alla quotazione, mentre gli indipendenti e corporate provvedono al finanziamento dell'azienda per più tempo prima dell'apertura al mercato. I private equity stranieri, indipendenti e corporate ritengono una quota significativa dopo l'IPO, mentre i bancari e pubblici ne conservano una quota minore. Anche la quota ceduta durante l'IPO è differente, i private equity indipendenti tendono a vendere un ammontare minore di azioni rispetto a quanto fanno mediamente i bancari.

Hellmann e altri (2007) si sono concentrati sullo studio del comportamento della banca che agisce congiuntamente come fornitore di capitale di rischio attraverso il venture capitalist e come finanziatore a titolo di debito. Gli autori si domandano quali possano essere le differenze tra un venture capitalist di emanazione bancaria e non bancaria e soprattutto come la banca possa coniugare l'attività di prestito e di investimento nel capitale di rischio. L'ipotesi sviluppata in questo studio è che la banca utilizzi l'investimento in capitale di rischio per creare una relazione con l'impresa che le sarà successivamente utile per sviluppare il finanziamento attraverso il debito. Tale obiettivo strategico comporta dei benefici per le aziende derivanti dalla possibilità di ottenere il

debito a un costo più conveniente. A fronte di tale vantaggio, potrebbe nascere un dubbio sulla qualità dell'attività di private equity ed in particolare ci si chiede se l'apporto come investitore in capitale di rischio sia della medesima qualità rispetto a quanto farebbe un private equity non bancario. La teoria suggerisce che le banche non possono essere trattate come gli altri investitori, perché la loro strategia è diversa, non focalizzata unicamente sull'investimento in capitale di rischio ma anche su altre attività. Gli autori evidenziano delle differenze tra l'investimento dei venture capitalist bancari e non bancari. Le banche investono meno frequentemente nelle fasi iniziali dell'attività d'impresa, partecipano in larghi sindacati e investono in operazioni con dimensioni maggiori. Uno degli aspetti più interessanti è che tendono a investire in aziende e anche in settori, caratterizzate da elevato indebitamento. Questo conferma quanto detto in precedenza, ossia che la visione strategica delle banche è molto più ampia e il loro obiettivo è anche quello di sviluppare una relazione di prestito con il cliente. A tal proposito gli autori evidenziano tramite la loro analisi come una precedente relazione tra banca e impresa, ad esempio attraverso il private equity, aumenti sensibilmente la probabilità di concedere credito alla stessa azienda. L'attività della banca si distingue da quella degli altri venture capitalist poiché generalmente si caratterizza per una particolare regolamentazione e una tendenziale maggior avversione al rischio. Bottazzi e altri (2007) sostengono che probabilmente le banche hanno una minor esperienza e focalizzazione rispetto agli altri tipi d'investitori e anche la modalità operativa e le tecniche d'incentivi adottate non sono dirette alla massimizzazione del rendimento dell'operazione. Gli autori ritengono che le banche tendano a dare pochi incentivi ai loro venture manager; inoltre il concentrarsi su operazioni later stage può essere indicatore di minor impegno. Il valore aggiunto necessario in operazioni early stage è indubbiamente maggiore. Se l'obiettivo delle banche è quello di creare relazione probabilmente non percepiscono come priorità il dotarsi delle infrastrutture e delle competenze necessarie per creare valore. In sintesi, gli autori sottolineano che comunque le banche hanno un ruolo che potrebbe essere favorevole per le imprese, ma probabilmente, in alcuni casi, diverso da quello che dovrebbe avere tradizionalmente un private equity.

Oltre all'analisi del comportamento e delle caratteristiche dei vari tipi di private equity, parte della letteratura si è concentrata sulla relazione tra performance e scelte gestionali. Cenni e altri (2001) indagano in riferimento al mercato italiano la possibile influenza, sulla performance delle venture backed company, di tempistica e modalità con cui i

venture capitalist effettuano il disinvestimento. Si cerca di comprendere se queste possano essere alcune delle cause del miglior andamento nel lungo periodo degli IPO venture backed rispetto agli altri. Gli autori evidenziano una correlazione negativa tra performance e tempo di permanenza del venture capitalist nell'azienda (-0.17757). Tale relazione sembra indicare una tendenza del venture capitalist a liquidare l'investimento quando questo ha una valutazione positiva da parte del mercato. Al contrario, quando i titoli presentano una sottoperformance rispetto al mercato, i venture capitalist tendono a rimanere per più tempo all'interno dell'azienda; tale comportamento è probabilmente finalizzato a fornire un ulteriore effetto certificazione che non si esaurisce solo al momento dell'IPO. Il venture capitalist che mantiene una partecipazione nell'azienda segnala al mercato che crede nel progetto imprenditoriale. Gli autori non evidenziano nessuna relazione particolare tra la modalità di uscita e la performance post-IPO, anche se sembra in molti casi che titoli con consistenti overpricing abbiano avuto prima della liquidazione dell'investimento comportamenti anomali, dati dal susseguirsi di contrazioni e aumenti della quota di partecipazione. Tale azione dell'investitore istituzionale induce a pensare che egli si sia reso disponibile, quando necessario, a sostenere il titolo con nuovi acquisti. Bessler e Kurth (2004) analizzano ulteriormente l'uscita del venture capitalist nel mercato primario. Gli autori realizzano uno studio sul mercato tedesco analizzando 101 venture backed e svolgendo due analisi distinte a seconda che si tratti di venture backed partecipate da private equity bancari (44 società), oppure venture backed partecipate da private equity non bancari (57 società). Per ognuno dei due gruppi viene calcolato il valore mediano della quota venduta nel mercato primario verificando la relazione con underpricing e performance a 123 e 500 giorni a seconda che la quota ceduta sia maggiore o minore del valore mediano. Per quanto riguarda le venture backed non bancarie, si nota che se il venture capitalist vende una quota di partecipazione sul mercato primario maggiore del valore mediano si ha un underpricing medio di 54.5% decisamente più elevato rispetto al 27.4% realizzato nel caso in cui venda una quota inferiore. Non si rilevano differenze significative a 6 mesi e 2 anni. L'analisi delle venture backed bancarie mostra risultati differenti dai precedenti. In questo caso l'unica differenza significativa si ha a 6 mesi dall'IPO, mentre non ci sono difformità particolari nell'underpricing e nella performance a 2 anni. Quando al momento dell'IPO il venture capitalist vende una quota maggiore del valore mediano si ha una performance a 6 mesi di -17.4%, mentre se vende un valore minore realizza una performance di 70.3%, tale risultato ha una significatività dell'1%. Vi è quindi un forte

segnale recepito dal mercato derivante dal vendere una minima quota di partecipazione al momento dell'IPO, è come se si comunicasse che il venture capitalist crede nell'azienda, pertanto ne mantiene la partecipazione. I risultati precedentemente esposti sono stati confermati anche dall'utilizzo di una Ordinary Least Squares Regression. Le banche che hanno un'elevata partecipazione proprietaria al momento dell'IPO e vendono una percentuale elevata di quote sul mercato primario, generano un'influenza negativa sulla performance a 6 mesi. Ciò potrebbe significare che le banche sono in grado di regolare il tempo di uscita vendendo la maggior parte delle azioni proprio quando si attendono una debole performance, al contrario, quando credono nel buon esito dell'operazione, ne mantengono un'elevata quota.

Oltre ad analizzare tempo e modalità dell'investimento, Cenni e altri (2001) hanno studiato anche il comportamento dei venture capitalist verificando l'esistenza di differenze tra quelli che generalmente investono come unico fondo e quelli che invece partecipano in sindacati. I private equity che investono in autonomia sembrano propensi a liquidare il proprio investimento in tempi piuttosto brevi, circa 274 giorni dopo l'IPO gli altri, mediamente, si orientano in un tempo di 547 giorni dopo l'IPO. Anche la quota detenuta dal singolo venture capitalist diminuisce notevolmente se questo agisce in modo isolato, piuttosto che in sindacati, ciò induce a ritenere che questa seconda forma di partecipazione sia adottata quando i venture capitalist percepiscono che la società è di difficile valutazione o comunque presenta delle prospettive molto incerte. Tra le possibili caratteristiche del private equity, gli autori ne analizzano anche la nazionalità evidenziando come circa il 60% delle operazioni sia conclusa da private equity esteri, che quindi investono in società italiane. Ciò, affermano gli autori, dovrebbe indurre a riflettere sulle opportunità che esistono anche per gli investitori istituzionali locali, probabilmente poco colte.

Tra le caratteristiche dell'investimento in private equity esaminate dalla letteratura, si trova riscontro dell'analisi dei lock up⁵⁴ e dell'impatto che questi hanno sulla performance. Bessler e Kurth (2004) effettuano tale analisi in riferimento al mercato tedesco. In Germania il periodo di lock up minimo stabilito per legge è pari a 6 mesi⁵⁵, pertanto l'analisi svolta dagli autori suddivide le operazioni a seconda che il periodo di

⁵⁴ Con il termine lock up s'intende una clausola che rappresenta l'impegno da parte degli azionisti rilevanti della società che si quota, a non cedere azioni per un determinato periodo di tempo a partire dalla quotazione.

⁵⁵ In Italia la clausola di lock-up è oggi obbligatoria per le aziende che si quotano con la presenza di un solo bilancio d'esercizio.

lock up sia maggiore o uguale a 6 mesi. Come illustrato in precedenza, gli autori analizzano 101 venture backed svolgendo due analisi distinte a seconda che si tratti di venture backed partecipate da private equity bancari, oppure venture backed partecipate da private equity non bancari. Il gruppo delle venture backed non bancarie è composto da 57 società di cui 12 optano per estendere il lock up oltre i 6 mesi, 45 mantengono invece il periodo minimo di legge. Si analizza la presenza di differenze significative in termini di underpricing, performance a 123 giorni e a 500 giorni a seconda dell'esistenza di differenti lock up. Nel gruppo delle venture backed non bancarie, l'unica differenza statisticamente significativa, evidenziata dal test delle medie, è l'underpricing. Le aziende con lock up maggiore di 6 mesi realizzano un underpricing di 22.1%, le altre un 45.7%, con una significatività al 10%. Le venture backed non bancarie con lock up di 6 mesi manifestano una performance di 37.1% a 123 giorni e 7.4% a 500 giorni. Le altre aziende realizzano rispettivamente valori di 67.4% e 67.7%. Tuttavia l'analisi della significatività statistica delle differenze tra medie non conduce ad alcun risultato accettabile. Sembrerebbe comunque che l'effetto certificazione nei confronti del mercato e quindi di riduzione dello sconto d'emissione, aumenti al crescere del lock up period. Il venture capitalist impegnandosi a rimanere all'interno dell'azienda per un periodo maggiore a quello stabilito per legge, certifica la buona qualità della società. Come affermato in precedenza la medesima analisi è stata realizzata sul gruppo delle venture backed bancarie. Questo si divide in 27 aziende con lock up period pari a 6 mesi e 16 aziende con lock up maggiore di 6 mesi. Le prime manifestano un underpricing medio di 66.7%, mentre le seconde un 73.9% ma non si rilevano differenze significative tra medie. L'analisi a 123 giorni invece manifesta una significatività del 5%, le aziende con lock up di legge realizzano un 49.5%, le altre un -9%. Considerando un orizzonte di 500 giorni le prime manifestano un 6%, le seconde un -38.6%, tuttavia non si rileva alcuna significatività. Le venture backed partecipate da banche hanno quindi un comportamento diverso dalle altre venture backed, non si assiste al medesimo effetto certificazione sull'underpricing, mentre la differenza significativa si ha proprio a 6 mesi. Realizza una maggior performance chi dismette la partecipazione seguendo quindi il lock up minimo di legge. Anche in questo caso gli autori realizzano una regressione per confermare il comportamento delle banche. L'analisi della Ordinary Least Squares Regression nel caso delle venture backed di banche evidenzia come sui 6 mesi vi sia una forte significatività con segno negativo del lock up; all'aumentare del lock up la performance sui 6 mesi diminuisce.

Una delle caratteristiche distintive del venture capitalist rispetto agli altri investitori istituzionali è la partecipazione attiva alla gestione dell'azienda. I venture capitalist, oltre a detenere una partecipazione azionaria, assumono frequentemente anche ruoli di governo all'interno della società. Questa partecipazione attiva contribuisce ad aumentare il ruolo di monitoraggio degli investitori istituzionali che, mantenendo una stretta relazione con il management e interagendo con il CEO, raccolgono una quantità elevata d'informazioni. Un'analisi svolta da Bottazzi e altri (2007) indaga l'attivismo degli investitori di private equity. Lo studio si basa su un campione di operazioni di venture capital avvenute dal 1998 al 2001 in 17 differenti paesi europei. Gli autori evidenziano come il capitale umano e la struttura organizzativa siano significativamente collegati all'attivismo degli investitori. Gli operatori di venture capital i cui partner hanno avuto delle esperienze precedenti nel medesimo business in cui stanno investendo sono tendenzialmente più attivi. In termini di organizzazione si evidenzia che i private equity indipendenti sono maggiormente coinvolti rispetto a quelli captive. Gli autori indagano anche il rapporto tra l'attivismo e la performance e trovano una relazione positiva. Questi risultati sono interessanti perché in molti Paesi i private equity si sono sviluppati sulla base di un maggiore background finanziario piuttosto che industriale. Le banche in particolare rivestono in alcuni sistemi finanziari un ruolo centrale, per questo motivo il tema della partecipazione nel board dell'azienda non può prescindere da quello del conflitto d'interesse che verrà approfondito nella parte successiva. Kroszner e Strahan (2001) analizzano il trade off tra i benefici derivanti dal monitoraggio e i costi derivanti dal possibile conflitto d'interesse. Quando la banca è al contempo prestatore a titolo di debito e di capitale proprio si può trovare in una situazione di ambiguità. In veste di azionista parteciperà al board dell'azienda svolgendo un'importante azione di monitoraggio; tuttavia la presenza anche di un rapporto di credito può manifestare obiettivi strategici che potrebbero essere diversi da quelli dei tradizionali azionisti. La divergenza d'interessi è massima quando l'azienda deve assumere decisioni su un investimento rischioso o quando è vicina al fallimento. Gli autori dimostrano anche che essere un investitore attivo comporta costi elevati, per questo le banche sceglieranno attentamente le aziende verso cui indirizzare gli sforzi. In particolare, tenderanno ad inserirsi nei board delle aziende di grandi dimensioni, stabili, con un basso livello di finanziamento a breve e basso valore di attivi immateriali.

In letteratura si trovano numerosi motivi a favore e contro la partecipazione delle banche nel board delle imprese. Tra gli aspetti positivi è possibile citare: il

miglioramento delle informazioni disponibili tra banca e impresa e quindi un possibile aiuto per l'erogazione di nuovi finanziamenti; la presenza da parte della banca di competenze su uno specifico settore derivanti da precedenti esperienze che potrebbero essere trasferite all'impresa, e il possibile ruolo di certificazione, ossia la banca può fornire al mercato un chiaro segnale di fiducia nell'impresa. Sono messi in risalto, tuttavia anche una serie di aspetti negativi. La struttura dei pay off tra equity e debito è molto diversa, pertanto assumere contemporaneamente la veste di azionista e creditore può creare confusione. Nella veste di creditore la banca tende a privilegiare progetti che massimizzano la possibilità di essere pagati piuttosto che il rendimento atteso. Inoltre, se la banca è all'interno del board è portavoce di molti interessi e non si può pensare che possa comportarsi come un investitore indipendente.

Sapienza e altri (1996) analizzano diverse modalità con cui il private equity può portare valore all'azienda. Uno dei modi è proprio quello di avere una decisa partecipazione nel board e una stretta relazione con il management. Gli autori promuovono un'analisi basata su quattro differenti mercati: Stati Uniti, Regno Unito, Olanda e Francia verificando le interazioni tra venture capitalist e CEO, il ruolo assunto dal venture capitalist e le modalità con cui avviene il trasferimento del valore aggiunto. Una delle variabili strategiche è proprio il coinvolgimento dell'investitore istituzionale nell'azienda. I venture capitalist negli Usa e Regno Unito sono maggiormente coinvolti nell'azienda e pertanto apportano maggior valore. I venture capitalist francesi partecipano meno attivamente e conducono ad un minore valore aggiunto. Lo studio mostra come tra i vari Paesi vi siano delle diversità nelle operazioni concluse: si evidenzia una percentuale più elevata di early stage negli Stati Uniti, piuttosto che nel Regno Unito, in Francia e in Olanda. Inoltre si evidenzia che il coinvolgimento è maggiore quando c'è maggior incertezza dell'operazione, legata soprattutto alla fase di early stage, quando il venture capitalist ha più esperienza e quando è geograficamente vicino alla società partecipata. I venture capitalist con maggior esperienza interagiscono maggiormente con i CEO. Anche il valore aggiunto fornito dal venture capitalist è maggiore quando le società sono relativamente deboli, quando l'incertezza è alta e quando gli investitori istituzionali hanno maggior esperienza. Quest'ultima è, quindi fortemente legata al valore aggiunto apportato all'azienda. Tale relazione ha segno positivo negli Stati Uniti (ma non significativo) e negativo in Europa. La performance invece è legata in modo positivo al valore aggiunto sia in Europa, sia negli Stati Uniti. I

risultati raggiunti supportano la teoria che sostiene il ruolo fondamentale ricoperto dal contatto personale con il management dell'azienda.

4.2 Il conflitto d'interesse

Il tema del conflitto d'interesse che nasce quando la banca acquisisce partecipazione all'interno dell'impresa, è stato da sempre oggetto di forte dibattito, sia da parte degli studiosi che hanno cercato di comprenderne le ricadute su performance e operatività, sia da parte dei regolatori. In alcuni Paesi, tipicamente anglosassoni come Stati Uniti e Gran Bretagna, il divieto di commistione è sempre stato molto forte, lasciando la possibilità alle banche di intervenire nelle imprese solo in caso di crisi particolari. Tuttavia non necessariamente la relazione banca-impresa deve vedersi in modo negativo. Tra i vantaggi che comunque possono derivarne vi è la capacità di ridurre le asimmetrie informative, infatti la banca partecipando attivamente nell'impresa può acquisire numerose informazioni.

Gli studi che hanno analizzato se la relazione con la banca potesse condurre ad una maggior efficienza dell'impresa, non hanno portato a risultati univoci. Kim (1991) e Pushner (1995) evidenziano per il mercato giapponese un impatto positivo sull'efficienza. Altri autori tra i quali Weinstein e Yafeh (1998) non evidenziano alcuna relazione. Uno studio interessante di Mork e altri (1999) stabilisce invece come la possibilità di creare valore per l'impresa cambi a seconda della dimensione della partecipazione. Quando c'è una partecipazione molto limitata la relazione è quasi negativa, ossia non si crea valore ed addirittura in taluni casi si distrugge; quando la partecipazione è ampia la relazione invece diventa positiva. Gonzales (2006) evidenzia due ipotesi legate al rapporto banca-impresa: l'agency cost hypothesis e l'information asymmetry hypothesis. L'acquisizione di partecipazione da parte della banca è un meccanismo per ridurre i costi di agenzia della relazione di debito (l'agency cost hypothesis), inoltre se la banca non è un investitore informato, attraverso l'ingresso nel capitale dell'impresa può ridurre notevolmente le asimmetrie informative (information asymmetry hypothesis).

Il conflitto d'interesse in tema di private equity ha assunto negli ultimi anni una rilevanza sempre maggiore. In primo luogo si discute in letteratura del possibile conflitto d'interesse che può nascere quando la banca va ad assumere direttamente una partecipazione nell'impresa. In secondo luogo si dibatte del possibile conflitto

d'interesse che può scaturire in fase di quotazione dell'azienda quando il venture capitalist che partecipa la società è anche underwriter dell'operazione.

In riferimento al primo punto presentato, Cerasi e Daltung (1998) mostrano come la partecipazione delle banche all'interno del capitale delle imprese possa portare, nel medesimo tempo, vantaggi e svantaggi. Il dibattito che persiste tuttora tra i regolatori che discutono dell'opportunità o meno di avere uno stretto rapporto tra banca e impresa, nasce proprio dalle seguenti problematiche. Ci sono alcuni aspetti assolutamente contrari a tale relazione, in particolare i regolatori sostengono che questa possa indurre ad un aumento della fragilità dell'intero sistema bancario e possa portare conflitti d'interesse tra la banca e gli investitori esterni. Tuttavia, tra gli aspetti positivi si ricorda la riduzione dell'asimmetria informativa e quindi una possibile riduzione dei costi di monitoraggio. In sintesi, la stretta relazione tra banca e impresa può da un lato migliorare i costi di monitoraggio, ma dall'altro può creare dei conflitti d'interesse soprattutto per gli investitori esterni della banca, come i depositanti. La congruenza di obiettivi tra la banca (azionista) e l'impresa, riduce il bisogno di informazioni. Ad esempio, la banca partecipa al consiglio di amministrazione dell'impresa e riesce indubbiamente a raccogliere maggiori informazioni, tuttavia proprio la convergenza di obiettivi potrebbe indurre la banca ad accettare dei progetti che possono portare un aumento eccessivo della rischiosità con possibili ricadute sui depositanti. Quando le banche sono azioniste riducono il controllo sui progetti che devono finanziare alle imprese, il conflitto d'interesse si manifesta perché se assumo progetti altamente rischiosi, aumenta il rischio di fallimento a carico dei depositanti. In questa circostanza l'investimento indiretto tramite i fondi chiusi di private equity che dispongono di autonomia patrimoniale, sembra essere una possibile soluzione al conflitto d'interesse.

Numerosi studi in letteratura analizzano il possibile conflitto d'interesse che si realizza quando il venture capitalist è di matrice bancaria e la medesima banca prende parte all'operazione di quotazione dell'azienda partecipata in veste di underwriter unico, oppure all'interno di un consorzio di collocamento. Bessler e Kurth (2004) mostrano come la reputazione e il comportamento dell'underwriter giochino un ruolo chiave nella soddisfacente riuscita dell'IPO. La loro influenza si manifesta anche su underpricing e performance di lungo periodo. Numerosi studi hanno dimostrato che, tendenzialmente, si registra un minor underpricing quando è una banca commerciale a fare da underwriter durante l'IPO. Questo viene giustificato dal fatto che la banca commerciale che presumibilmente intrattiene anche rapporti di altro tipo con l'impresa, ha probabilmente

un numero molto elevato d'informazioni private e questo va ad aumentare il ruolo di certificatore della banca stessa. Anche Fields e altri (2003) confermano che in presenza di banca commerciale come underwriter l'underpricing diminuisce e la performance di lungo periodo aumenta. Schenone (2004) afferma che non tutti gli underwriter sono in grado di certificare la qualità dell'azienda e quindi non sempre si ha un effetto di riduzione dell'underpricing. L'autore dimostra che tale azione è possibile solo se la banca è stata fornitrice di debito all'impresa negli anni precedenti. Questo trova conferma in quanto già esplicitato da Bessler e Kurth (2004), ossia la banca nella sua veste di creditrice riesce a raccogliere un insieme di informazioni private e quindi è in grado di diminuire in fase di IPO l'asimmetria informativa tra investitore e azienda emittente. Tale azione è ancora più evidente quando all'interno dell'azienda vi è anche un venture capitalist, in tale circostanza l'azione di certificazione e di monitoraggio del venture capitalist si somma a quella della banca underwriter creditrice. Gli autori analizzano un campione di 101 venture backed tedesche suddividendole in due gruppi a seconda che il venture capitalist appartenga o meno a un sindacato di underwriter. Si creano quindi 35 venture backed con venture capital legato all'underwriter e 66 senza alcun legame. Si analizza la performance a 1 giorno, 123 giorni e 500 giorni per verificare se vi sono differenze significative a seconda di tale affiliazione. L'unica differenza statisticamente significativa si ha in riferimento all'underpricing ad 1 giorno. Le IPO con venture capitalist affiliato all'underwriter realizzano un rendimento del 84.1% le altre un 39.6%, con una significatività del 5%. Non si rilevano differenze significative a 123 e 500 giorni.

Sono numerosi gli studi che analizzano cosa accade in termini di performance e di costi se l'underwriter che procede alla quotazione è già coinvolto nella società ad esempio tramite un venture capitalist. Li e Masulis (2004) evidenziano alcune riflessioni interessanti. L'underwriter, in quanto già coinvolto nella gestione aziendale, dovrebbe avere a disposizione più informazioni di un normale collocatore, quindi il prezzo che propone dovrebbe essere accettato con maggior facilità dal mercato (certification hypothesis), anche i costi di collocamento dovrebbero essere inferiori tenendo conto della sua capacità di ottenere vantaggio dalle informazioni private. Gli autori, inoltre evidenziano come frequentemente si generi un allineamento d'interessi tra underwriter e azienda in quotazione tale da incentivare a proporre un prezzo di emissione più alto (issuer alignment hypothesis). Infine, non si può trascurare la possibilità di comportamenti in conflitto d'interesse derivanti dal fatto che l'underwriter abbia,

attraverso il private equity, un investimento preesistente nell'azienda. I risultati dell'analisi condotta dagli autori confermano il fenomeno della certificazione, la presenza di un venture capitalist di stessa affiliazione della banca underwriter, non comporta un problema di conflitto d'interesse ma prevale appunto l'effetto certificazione che riduce notevolmente l'underpricing, tale azione è maggiore quando i prezzi dei titoli in IPO si caratterizzano per elevata instabilità. Gli autori spiegano il fenomeno considerando che quando un'istituzione finanziaria agisce anche in veste di venture capitalist riesce, presumibilmente attraverso la presenza nel board dell'azienda, ad entrare in possesso di una serie d'informazioni aggiuntive e questo può aiutare a ridurre l'asimmetria informativa. Gli autori evidenziano inoltre che quando l'underwriter è anche azionista dell'azienda che procede all'IPO ci sono generalmente costi minori. I costi più elevati sono concentrati nelle emissioni con maggiori asimmetrie informative. Analizzando la performance a 3 e 5 anni post IPO e il rapporto con il possibile conflitto d'interesse non si rileva alcuna relazione significativa. Hamao e altri (2000) evidenziano un maggiore rendimento al primo giorno di quotazione per le imprese partecipate da un venture capitalist affiliato alla banca underwriter, mentre non si rilevano differenze significative a 3 anni dall'IPO. Il conflitto d'interesse sembra quindi influenzare il prezzo iniziale ma non la performance di medio lungo termine. Altri autori (Gompers, Lerner (1999b); Espenlaub e altri(1999)), al contrario, evidenziano come le aziende in cui si manifesta un conflitto d'interesse di tale natura realizzino una migliore performance nel medio lungo termine. In tale circostanza, gli investitori dovrebbero pretendere un maggiore sconto all'emissione per effetto dell'asimmetria informativa. Gompers e Lerner (1999b) analizzano l'importanza del conflitto d'interesse nelle IPO di aziende venture backed utilizzando un campione composto dalle quotazioni avvenute tra il 1972 e il 1992, per un totale di 885 IPO. Secondo gli autori il conflitto d'interesse potrebbe manifestarsi sia se la banca underwriter è azionista di un'azienda quotata, sia nel caso in cui il rapporto si configuri come finanziamento a titolo di debito. L'obiettivo degli autori è determinare se l'underwriter che detiene una partecipazione nell'azienda che accede alla quotazione, sia in grado di avere vantaggi a scapito dei compratori che non conoscono tale situazione (naive investor hypothesis), oppure se il mercato correttamente anticipi il conflitto d'interesse (rational discounted hypothesis). Tra i risultati ottenuti si evidenzia come le IPO in cui l'underwriter è anche azionista non abbiano performance peggiori, anzi spesso ottengano risultati migliori. Qualora si manifesti una situazione di

potenziale conflitto d'interesse la reputazione dell'underwriter sembra mitigare l'eventuale impatto negativo. Lo studio mostra una situazione in cui il mercato sembra scontare razionalmente il conflitto d'interesse (rational discounted hypothesis): quando l'underwriter è anche venture capitalist il mercato chiede un maggiore sconto all'emissione per compensare l'asimmetria informativa; parte di questo sconto è neutralizzato dalla reputazione dell'underwriter. Gli autori trovano che in generale migliore è la reputazione maggiore è la performance ma il più delle volte tale relazione non è significativa. Secondo un'analisi attraverso una Logit Regression, le aziende in cui l'underwriter coincide con il venture capitalist si caratterizzano per un alto book to market ratio, per la presenza di venture capitalist con elevata reputazione e quota proprietaria maggiore.

Attraverso l'analisi dei principali studi presenti in letteratura sulle caratteristiche del private equity, sulle scelte d'investimento e il conflitto d'interesse si è potuto notare come molti autori abbiano verificato che i vari tipi di investitori si caratterizzano per scelte operative differenti. Il capitolo successivo propone un'analisi sul mercato italiano in cui s'indaga la presenza di differenze in termini di scelte d'investimento e gestione della partecipazione tra private equity bancari e non bancari.

5. Private equity bancari e non bancari: quali differenze nelle scelte d'investimento e nella gestione della partecipazione?

5.1 Gli obiettivi della ricerca

Numerosi studi in letteratura hanno dimostrato la presenza di differenze tra la performance delle venture backed company secondo il tipo di private equity che ne assume la partecipazione. Questo ha stimolato l'interesse di ricercatori e studiosi nell'approfondire le possibili cause di tale diversità analizzando le modalità d'investimento e di gestione della partecipazione da parte dei vari tipi di private equity e le possibili relazioni con la performance delle venture backed company. E' emerso che private equity con assetti proprietari differenti possono avere obiettivi strategici diversi e quindi fornire un differente contributo all'azienda, nonché caratterizzarsi per particolari modalità di gestione della partecipazione e scelta di determinate aziende target. E' interessante notare come numerosi contributi si siano focalizzati sull'analisi delle differenze tra private equity bancari e non bancari. E' opinione comune che l'attività d'investimento in capitale di rischio, essendo una delle varie attività svolte dalla banca e non l'unica, assuma connotati diversi rispetto a quanto riscontrabile per i private equity di altra natura. La peculiarità della banca si manifesta prevalentemente per l'ampiezza della sua attività che può condurre a possibili conflitti d'interesse. La banca proprietaria del private equity può essere azionista dell'azienda e al contempo creditrice della stessa. Qualora l'azienda proceda alla quotazione la banca potrebbe anche fare parte anche del consorzio di collocamento. La presenza d'interessi diversi fa sì che il private equity bancario debba essere considerato con maggior attenzione rispetto alle altre tipologie.

L'analisi svolta sul mercato italiano, descritta nel capitolo 3, ha evidenziato l'esistenza di differenze tra la performance post-IPO delle venture backed company partecipate da private equity bancari e non bancari. La differenza maggiormente significativa si ravvisa su un orizzonte temporale di 6 mesi successivo alla quotazione, dove le venture backed bancarie realizzano una performance inferiore alle venture backed non bancarie. I risultati raggiunti hanno stimolato l'approfondimento dell'analisi.

Il capitolo cerca d'indagare le diversità tra private equity bancari e non bancari verificando se esistono differenze nelle modalità di gestione della partecipazione e nelle caratteristiche delle aziende target. L'analisi cerca, successivamente, di verificare quali siano gli aspetti fondamentali nel determinare la performance delle venture backed company. In particolare la verifica empirica è diretta a rispondere alle seguenti domande di ricerca:

- 1) Esistono differenze nelle scelte e modalità d'investimento dei private equity bancari e non bancari?
- 2) Quali delle variabili strutturali e di gestione che caratterizzano l'investimento dei private equity bancari e non bancari, possono influenzare la performance delle venture backed company?

Il capitolo presenta dapprima il campione oggetto d'analisi soffermandosi prevalentemente sulla descrizione delle variabili analizzate, infine dopo aver illustrato la metodologia adottata si mostrano i principali risultati.

5.2 Il campione e le variabili analizzate

L'analisi è svolta considerando il campione presentato nel paragrafo 3.2. Si ricorda, brevemente, che tale campione è composto dalle IPO avvenute nel mercato italiano dal 1999 al 2006 selezionando le imprese che al momento della quotazione avessero nell'assetto proprietario un fondo di private equity. Il numero totale delle IPO esaminate è 41, di cui 22 partecipate da un fondo di private equity bancario e 19 da un fondo di private equity non bancario.

Per analizzare le possibili cause della differente performance tra le aziende venture backed partecipate da private equity bancari e non bancari si è cercato, dapprima di verificare se esistono diversità nei comportamenti d'investimento dei due gruppi di fondi e infine di scoprire quali possono essere le variabili in grado di influenzare la performance dell'azienda. Le variabili utilizzate nell'analisi sono numerose e attinenti a diversi aspetti: alle caratteristiche strutturali dell'azienda, alla modalità di gestione della partecipazione, alle caratteristiche e alla governance del private equity. In particolare, per quanto riguarda le caratteristiche strutturali delle aziende venture backed si analizza: la volatilità dei rendimenti a 6 mesi dalla quotazione, l'ammontare dell'indebitamento a breve, la dimensione dell'attivo e delle vendite, il rapporto d'indebitamento, il Roe, il Roa, il settore e la capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Le variabili sopra elencate, ad eccezione di settore e capitalizzazione,

sono riferite all'ultimo bilancio disponibile prima della quotazione. Per quanto riguarda le variabili inerenti la gestione della partecipazione si considerano: la percentuale di partecipazione detenuta prima e dopo la quotazione, la quota venduta durante l'IPO e il numero di consiglieri appartenenti al private equity che sono stati inseriti nel consiglio di amministrazione (CDA) dell'azienda partecipata. In riferimento alle caratteristiche del fondo si studia il potenziale conflitto d'interesse, la nazionalità del fondo e la sua presenza nell'azienda come unico operatore di private equity. Infine, in termini di governance e quindi di assetto proprietario s'identifica la presenza di un private equity bancario o non bancario. Le fonti utilizzate per la definizione di queste variabili sono state: i prospetti informativi di quotazione, i siti proprietari dei fondi di private equity e Bloomberg.

La tabella seguente mostra una descrizione delle variabili utilizzate.

Tabella 8 - Definizione delle variabili

NOME VARIABILE	DESCRIZIONE	
Fondo_Bancario	Dummy con valore 1 se la VB è di fondo bancario, 0 se la VB è di fondo non bancario	VARIABILE DI GOVERNANCE DEL PRIVATE EQUITY
Perf_6m	Performance realizzata in un periodo di 6 mesi calcolata con il metodo B&H	VARIABILE DIPENDENTE
Vol_6m	Standard deviation dei rendimenti dei titoli in un arco temporale di 6 mesi	VARIABILI STRUTTURALI DELL'AZIENDA
Ln_Deb_brev	Ln del valore, in milioni di euro, del debito a breve termine (inferiore ad 1 anno)	
Ln_Activo	Ln del valore, in milioni di euro, del totale attivo dell'azienda	
Debtot/Pn	Rapporto tra debito totale e patrimonio netto.	
Roe	Roe dell'azienda: reddito netto/patrimonio netto	
Roa	Roa dell'azienda: reddito operativo/ totale attivo	

Ln_Sales	Ln del valore, in milioni di euro, del fatturato dell'azienda	
Settore	Variabile numerica che identifica il settore di appartenenza	
Ln_Cap	Ln della capitalizzazione di mercato al momento dell'IPO	
% pre-IPO	% di partecipazione detenuta dal private equity prima dell'IPO	GESTIONE DELLA PARTECIPAZIONE
% post-IPO	% di partecipazione detenuta dal private equity dopo l'IPO	
quota_venduta	quota di partecipazione ceduta durante la quotazione	
Consig_fondo	% del numero di consiglieri appartenente al private equity inseriti all'interno del CDA dell'azienda partecipata	
Conflitto	Dummy con valore 1 se uno dei coordinatori dell'operazione di quotazione coincide con la proprietà del fondo di private equity (anche se azionista di minoranza), 0 al contrario.	CARATTERISTICHE DEL PRIVATE EQUITY
Italiano	Dummy con valore 1 se il private equity è di diritto italiano, 0 se estero	
Unico	Dummy con valore 1 se vi è un solo private equity, 0 se più di uno.	

Di seguito si propone un'analisi descrittiva del campione sulla base di alcune delle variabili sopra presentate. In particolare, si mostrano i valori medi di ognuna di queste variabili per il gruppo delle venture backed bancarie e non bancarie evidenziando, attraverso il test delle medie e delle mediane⁵⁶, la presenza di differenze significative tra i due gruppi. E' possibile evidenziare, attraverso questa prima analisi del campione, come siano numerose le variabile che sembrano differenziare i due gruppi, in particolare: il debito a breve, l'attivo, il rapporto d'indebitamento, il Roe, le vendite, la

⁵⁶ La metodologia di applicazione di questi test è stata ampiamente illustrata nel capitolo 3.

percentuale di partecipazione detenuta prima e dopo l'IPO e il conflitto d'interesse. Tali variabili sono le uniche per le quali si evidenzia una significatività del test delle medie e delle mediane. E' possibile quindi notare come le variabili che differenziano maggiormente i due gruppi d'investimenti siano quelle strutturali dell'azienda, seguite da alcune legate alla modalità di gestione della partecipazione e una sola, il conflitto d'interesse, inerente le caratteristiche proprie del fondo. Per quanto riguarda le caratteristiche strutturali delle aziende, le venture backed bancarie si contraddistinguono per un ammontare quasi doppio d'indebitamento a breve (135.91 milioni di euro rispetto a 60.76 milioni di euro delle venture backed non bancarie), e per una dimensione decisamente maggiore in termini di attivo (263.08 milioni di euro, rispetto a 131.29 milioni di euro delle altre aziende). Il rapporto d'indebitamento delle venture backed bancarie conferma valori più elevati, la leva per loro si attesta a 3.67 contro un 2.13 delle venture backed non bancarie. Considerando il valore delle vendite, le aziende partecipate da fondi bancari si caratterizzano per un ammontare medio pari a 269.02 milioni di euro, più elevato di quello delle venture backed di fondi non bancari che ammonta a 94.12 milioni di euro. Per quanto riguarda la redditività del capitale proprio le venture backed bancarie sembrano evidenziare valori più elevati.

Le variabili inerenti le modalità di gestione della partecipazione che distinguono i fondi bancari dai non bancari sono la percentuale detenuta prima dell'IPO e quella conservata dopo la stessa. In particolare i fondi bancari detengono mediamente una quota del 20% circa prima dell'IPO e del 5% successivamente alla stessa. I fondi non bancari, invece detengono un 34% prima dell'IPO e un 17% dopo la quotazione. Se il comportamento in termini di quota venduta è abbastanza simile, si può notare come, mediamente, la partecipazione dei fondi bancari sia molto più ridotta rispetto ai non bancari. Per quanto riguarda le caratteristiche del fondo, l'unica variabile significativa è il potenziale conflitto d'interesse. Come spiegato nella tabella 8, si definisce presenza di conflitto d'interesse una situazione in cui il collocatore dell'operazione appartiene allo stesso gruppo bancario del fondo di private equity. In realtà, si è voluta assumere un'analisi ampia di tale possibile conflitto e quindi verificare se almeno uno dei responsabili del collocamento e coordinamento dell'operazione di quotazione coincidesse con un azionista presente negli assetti proprietari del private equity (controllando sia azionisti

di maggioranza che di minoranza)⁵⁷. E' possibile notare come sia più frequente la presenza di conflitto d'interesse quando le venture backed sono partecipate da fondi bancari. Per queste aziende si palesa un possibile conflitto d'interesse nel 63% dei casi analizzati, mentre per le venture backed non bancarie tale valore scende al 21% (trattasi in questo caso di azionisti di minoranza). Per quanto riguarda la presenza di consiglieri nel CDA della venture backed nominati direttamente dal fondo di private equity, si ravvisa una partecipazione più attiva ad opera dei fondi non bancari che rivestono mediamente un 15% dei posti in CDA a differenza dei bancari che mostrano solo un 11%. Inoltre i fondi bancari agiscono prevalentemente come unico fondo e sono soprattutto di nazionalità italiana. Queste ultime tre variabili presentate, tuttavia non mostrano valori statisticamente significativi. Riassumendo, l'analisi descrittiva del campione consente di sostenere che, mediamente, le venture backed bancarie si caratterizzano rispetto alle non bancarie per un valore maggior di debito a breve, di attivo e di fatturato, per un maggior ricorso alla leva finanziaria, un Roe più elevato, una minore percentuale detenuta prima e dopo l'IPO e un maggior conflitto d'interesse.

Tabella 9 - Analisi descrittiva delle principali variabili

Variabile		Media	p value (media)	p-value (mediana)
Ln_Deb_brev	VB bancarie	5.3963	0.012**	0.0104**
	VB non bancarie	2.6064		
Ln_Activo	VB bancarie	6.0363	0.0335**	0.0388**
	VB non bancarie	3.7993		
Debtot/Pn	VB bancarie	3.6727	0.0642*	0.0917*
	VB non bancarie	2.1304		
Roe	VB bancarie	0.1603	0.0491**	0.0245**
	VB non bancarie	-0.1169		
Roa	VB bancarie	0.0625	0.1493	0.1198
	VB non bancarie	-0.0166		
Ln_Sales	VB bancarie	6.0050	0.0115**	0.0051***
	VB non bancarie	2.3472		
Ln_Cap	VB bancarie	18.8000	0.2045	0.1504
	VB non bancarie	19.1600		
% pre_IPO	VB bancarie	0.2068	0.0924*	0.0199**
	VB non bancarie	0.3401		

⁵⁷ L'allegato 4 propone un elenco completo delle IPO facenti parte del campione con indicato, per ognuna di esse, il nome degli intermediari che hanno partecipato all'operazione di quotazione.

% post_IPO	VB bancarie	0.0591	0.0132**	0.0026***
	VB non bancarie	0.1739		
Quota_venduta	VB bancarie	0.1476	0.6605	0.2191
	VB non bancarie	0.1662		
Consig_fondo	VB bancarie	0.1106	0.2443	0.4252
	VB non bancarie	0.1575		
Conflitto	VB bancarie	0.6363	0.0052***	0.0199**
	VB non bancarie	0.2105		
Italiano	VB bancarie	0.5455	0.4395	0.4966
	VB non bancarie	0.421		
Unico	VB bancarie	0.7272	0.9467	0.9583
	VB non bancarie	0.7368		

Questa tabella mostra le statistiche descrittive per le variabili associate alle caratteristiche del campione analizzato. Il gruppo di osservazione è composto da 19 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 22 aziende per quelle di fondi bancari. Viene effettuato un t-test di uguaglianza delle medie e un Wilcoxon Rank Sum test per l'uguaglianza delle mediane, l'analisi è svolta per ognuna delle variabili presentate.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%.

5.3 La metodologia

Per analizzare le possibili cause della differente performance tra le aziende venture backed partecipate da fondi bancari e non bancari si è cercato, dapprima di verificare se esistono diversità nei comportamenti d'investimento dei due gruppi di fondi e infine, di comprendere quali possono essere le variabili in grado di influenzare la performance dell'azienda.

La tabella 8 ha illustrato l'elenco e il significato delle variabili dipendenti e indipendenti che sono utilizzate nelle regressioni seguenti.

In particolare, per verificare quali variabili siano statisticamente significative nel discriminare l'investimento dei fondi bancari rispetto ai non bancari si è sviluppata una *Logit Regression*. La variabile dipendente è rappresentata da Fondo_Bancario: dummy 1-0, ossia VB di fondo bancario (1) o non bancario (0). Le variabili indipendenti utilizzate, sono quelle presentate nella Tabella 8 ed in particolare tutte le variabili relative alla struttura delle aziende partecipate, alla gestione della partecipazione e alle caratteristiche del fondo.

$$\text{Bancario_Non bancario} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Vol_6m} + \beta_2 * \text{Ln_Deb_brev} + \beta_3 * \text{Ln_Attivo} + \beta_4 * \text{Debtot/Pn} + \beta_5 * \text{Roe} + \beta_6 * \text{Roa} + \beta_7 * \text{Ln_Sales} + \beta_8 * \text{Settore} + \beta_9 * \text{Ln_Cap} + \beta_{10} * \% \text{pre_IPO} + \beta_{11} * \% \text{post_IPO} + \beta_{12} * \text{quota_venduta} + \beta_{13} * \text{Consig_fondo} + \beta_{14} * \text{Conflitto} + \beta_{15} * \text{Italiano} + \beta_{16} * \text{Unico}. [7]$$

La Logit Regression viene sviluppata attraverso una metodologia Backward, ossia dapprima si inseriscono tutte le variabili indipendenti per poi eliminare progressivamente quelle che presentano una maggiore non significatività (attraverso il p-value). Ad ogni eliminazione di variabile, si procede nuovamente al calcolo della regressione. Vengono inoltre effettuati dei test per verificare la bontà del modello. Il McFadden's pseudo- R^2 assume valori compresi tra 0 e 1 e permette di esprimere la bontà di adattamento del modello, mentre il Likelihood ratio test è costruito per testare l'ipotesi nulla che i coefficienti diversi dalla costante siano nulli. Infine è necessario verificare la normalità dei residui derivanti dalla regressione.

Dopo aver identificato quali sono le variabili che differenziano l'investimento dei fondi bancari e non bancari, si procede attraverso una *Ordinary Least Squares Regression* per determinare quali di queste variabili influenzino in modo significativo la performance delle venture backed company.

La regressione è svolta utilizzando come variabile dipendente la performance a 6 mesi. In particolare si utilizza la performance calcolata tramite la metodologia B&H value weighted. Si decide di utilizzare questo valore poiché quello risultato maggiormente significativo in quanto confermata sia dal test delle medie, sia delle mediane sviluppati nel capitolo 3 e soprattutto l'unico valore di performance per il quale l'inserimento della variabile indipendente dummy Fondo_bancario trova conferma di significatività all'interno della regressione. Si decide di utilizzare la serie con troncamento del 5% dei valori anomali per garantire una distribuzione normale della variabile dipendente. Le variabili indipendenti sono le medesime utilizzate in precedenza.

Performance 6 mesi B&H= $\beta_0 + \beta_1 * Vol_6m + \beta_2 * Ln_Deb_bre + \beta_3 * Ln_Attivo + \beta_4 * Debtot/Pn + \beta_5 * Roe + \beta_6 * Roa + \beta_7 * Ln_Sales + \beta_8 * Settore + \beta_9 * Ln_Cap + \beta_{10} * \%pre_IPO + \beta_{11} * \%post_IPO + \beta_{12} * quota_venduta + \beta_{13} * Consig_fondo + \beta_{14} * Conflitto + \beta_{15} * Italiano + \beta_{16} * Unico + \beta_{17} Fondo_Bancario$. [9]

La significatività della variabile indipendente dummy relativa alla governance/assetto proprietario del fondo fornisce ulteriore supporto all'analisi svolta nel capitolo 3 confermando la presenza di diversità tra i due gruppi di venture backed considerati secondo il tipo di private equity che detiene la partecipazione.

Anche in queste regressioni si utilizza la metodologia Backward e si sviluppano una serie di test. L'utilizzo del R^2 permette di verificare quanta parte della variabilità della variabile dipendente è spiegata dal modello. La F-statistic permette di dimostrare che almeno uno dei regressori è utile per spiegare la variabile dipendente. Di notevole importanza è l'analisi dei residui, in particolare si verifica la loro normalità e l'omoschedasticità.

5.4 I principali risultati

Esistono differenze nelle scelte e modalità d'investimento dei private equity bancari e non bancari?

Attraverso l'analisi seguente, s'intende verificare se vi siano differenze statisticamente significative, tra le scelte e modalità d'investimento dei fondi bancari e non bancari. In particolare, si analizzano le caratteristiche strutturali/di bilancio delle aziende partecipate dal fondo, le modalità di gestione della partecipazione, e le caratteristiche del fondo stesso. Si sviluppa, come illustrato nella parte precedente sulla metodologia, una Logit Regression.

Il risultato finale che considera le sole variabili significative è presentato nella tabella 10.

Si evidenzia come le uniche variabili, tra quelle analizzate, che statisticamente differenziano l'investimento dei fondi bancari da quello dei fondi non bancari siano: il rapporto d'indebitamento dell'azienda partecipata, la capitalizzazione di mercato, la percentuale di partecipazione detenuta successivamente all'IPO, la presenza all'interno dell'azienda come unico fondo e il potenziale conflitto d'interesse tra chi si occupa del collocamento e il private equity. I coefficienti di queste variabili mostrano un p-value inferiore a 10%. I test statistici effettuati confermano la bontà del modello. Il McFadden's pseudo- R^2 pari a 0.45 indica che il modello si adatta abbastanza bene ai dati, mentre il Likelihood ratio test con p-value pari a 0.000095 permette di rifiutare l'ipotesi nulla che tutti i coefficienti siano nulli. L'analisi della normalità dei residui presenta un p-value di 0.6597 potendo quindi accettare la presenza di una distribuzione normale.

Attraverso questa analisi, si mostra come i fondi bancari rispetto ai non bancari si caratterizzino per l'investimento in aziende con un più elevato indebitamento rispetto al patrimonio netto disponibile e con un livello di capitalizzazione al momento della

quotazione inferiore. Questi risultati sono in linea con alcuni studi presentati nel capitolo precedente. Hellmann e altri (2007) evidenziano nella loro analisi come i private equity bancari si concentrino su aziende ad elevato indebitamento, mentre Tykvová (2006) afferma che i private equity indipendenti si concentrano su aziende con capitalizzazione maggiore rispetto alle altre categorie.

Oltre alle caratteristiche strutturali delle aziende partecipate, si registra una diversità anche nella modalità di gestione della partecipazione. I fondi bancari tendono a detenere una partecipazione inferiore successivamente all'IPO rispetto ai non bancari. Sono frequenti i casi di dismissione totale e spesso sembra che il fondo liquidi la quota necessaria per raggiungere il flottante richiesto per la quotazione. Questo induce a riflettere sulla motivazione che potrebbe governare la scelta di quanto cedere al mercato; talvolta sembrerebbe prevalere la necessità di garantire liquidità al titolo piuttosto che una vera e propria scelta strategica del fondo. Anche Tykvová (2006) nel suo studio sul mercato tedesco evidenzia che i fondi stranieri indipendenti e corporate tengono una quota significativa di partecipazione dopo l'IPO, mentre i fondi bancari e pubblici ne detengono una quota inferiore. La regressione mostra come i fondi bancari si caratterizzino per un maggior conflitto d'interesse rispetto ai fondi non bancari. In realtà, anche la concentrazione degli investimenti verso aziende ad alto indebitamento potrebbe celare un forte conflitto d'interesse per i fondi bancari: le banche potrebbero intervenire nel capitale delle imprese al fine di ridurre la propria esposizione bancaria e non per raggiungere la finalità primaria del private equity, ossia finanziare lo sviluppo. Infine, i fondi bancari tendono ad essere presenti meno frequentemente in aziende come unico fondo, spesso assumono partecipazioni in aziende che hanno al loro interno già altri fondi di private equity.

Tabella 10 - Logit Regression

Logit Regression					
Variabile dipendente: Fondo Bancario					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
costante	22.567	12.293	1.835	0.06639	*
Debtot/PN	0.585	0.344	1.701	0.08878	*
Ln_Cap	-1.184	0.632	-1.874	0.06093	*
Post_IPO	-11.991	5.448	-2.200	0.02776	**
Conflitto	4.030	1.514	2.662	0.00776	***
Unico_fondo	-2.983	1.612	-1.850	0.06431	*
Osservazioni	41				
McFadden's pseudo-R ²	0.456				
Likelihood ratio test (p-value)	0.000				

Questa tabella rappresenta i risultati della Logit Regression realizzata considerando come variabile dipendente la presenza di un fondo bancario o non bancario. Il campione è composto da 19 aziende venture backed di fondi non bancari e 22 aziende venture backed di fondi bancari. S'intende verificare se esistono differenze tra i fondi bancari e non bancari in merito alle loro scelte d'investimento, alla gestione della partecipazione e alle caratteristiche del fondo stesso. Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di nullità dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Si riportano i valori di McFadden's pseudo-R² e il Likelihood ratio test (p-value).

2) Quali delle variabili strutturali e di gestione che caratterizzano l'investimento dei private equity bancari e non bancari possono influenzare la performance?

Dopo aver dimostrato che esiste una differenza di performance nei 6 mesi post IPO tra le venture backed di fondi bancari e non bancari, e successivamente che i due gruppi di investitori istituzionali si caratterizzano per scelte d'investimento differenti; si vuole verificare se le variabili, che differenziano l'investimento dei due gruppi di fondi, siano in grado di spiegare la differente performance ottenuta. Come illustrato in precedenza l'analisi è effettuata tramite una *Ordinary Least Squares Regression*.

I risultati finali che considerano le sole variabili significative sono presentati nella Tabella 11 utilizzando come misura di performance il B&H a 6 mesi.

Le uniche variabili, tra quelle considerate, che statisticamente influenzano la performance sono la volatilità dei rendimenti, il rapporto d'indebitamento dell'azienda, il Roe e l'assetto proprietario del fondo. La significatività di quest'ultima variabile è fondamentale, la regressione conferma che l'assetto proprietario del fondo è una

variabile rilevante nel differenziare la performance delle venture backed, tale risultato avvalora l'analisi svolta nel capitolo 3.

La performance delle venture backed aumenta al crescere della volatilità dei rendimenti e diminuisce all'aumentare del rapporto d'indebitamento e del Roe dell'azienda⁵⁸. Si dimostra, quindi, che le variabili inerenti alle scelte gestionali del fondo e alle caratteristiche dello stesso non sembrano avere alcuna influenza sulla performance ottenuta. La percentuale di partecipazione detenuta successivamente alla quotazione, il conflitto d'interesse, e la presenza come unico fondo che erano variabili significative nel discriminare i due gruppi di fondi, non mostrano alcuna influenza sulla differente performance realizzata delle aziende partecipate.

La differenza che si riscontra tra il rendimento a 6 mesi delle aziende venture backed partecipate da un fondo bancario rispetto a quelle partecipate da un fondo non bancario è principalmente imputabile a due delle caratteristiche strutturali dell'azienda, ossia all'indice d'indebitamento e al Roe.

I test statistici confermano l'accettabilità del modello. Questo spiega il 28% della variabilità della performance a 6 mesi considerando l'adjusted R^2 o il 36% se si utilizza l'unadjusted R^2 . Probabilmente vi sono altre variabili, non considerate nell'analisi, che influenzano la variabile dipendente. La statistica F permette di comprendere che almeno uno dei regressori è utile per spiegare il modello. L'analisi dei residui consente di confermare la presenza di una distribuzione normale (p-value 0.785007) e di omoschedasticità (il White's test for heteroskedasticity presenta un p-value di 0.1168).

La scelta di concentrare l'attenzione sul rendimento a 6 mesi, deriva dal risultato delle precedenti verifiche attraverso le quali si è dimostrato che l'unica differenza statisticamente significativa, seppur con i limiti di un campione ristretto, si registra su tale arco temporale. Non si può tuttavia escludere a priori che queste variabili, peraltro strutturali dell'azienda, non ne influenzino anche la performance nel lungo termine.

⁵⁸ Si ricorda che i dati di Roe e indebitamento usati nella regressione sono quelli dell'ultimo bilancio disponibile prima della quotazione.

Tabella 11 - Ordinary Least Squares regression: performance a 6 mesi

Ordinary Least Squares Regression					
Variabile dipendente: Performance B&H 6 mesi					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
costante	0.035	0.005	6.427	<0.00001	***
Fondo_bancario	-0.008	0.004	-2.126	0.04128	**
Volatilita6m	0.266	0.126	2.098	0.04385	**
Debtot/PN	-0.002	0.001	2.014	0.05248	*
Roe	-0.002	0.001	-2.096	0.04408	**
Osservazioni	37				
Unadjusted R ²	0.36198				
Adjusted R ²	0.28223				
F-statistic	0.00512				

Questa tabella rappresenta i risultati della Ordinary Least Squares Regression realizzata considerando come variabile dipendente la performance a 6 mesi calcolata con metodo B&H. Il campione è composto da 19 aziende venture backed di fondi non bancari e 22 aziende venture backed di fondi bancari. S'intende verificare se la performance è influenzata maggiormente dalle caratteristiche delle aziende partecipate, dalla modalità di gestione della partecipazione e dalle caratteristiche del fondo stesso. Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di nullità dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Si riportano i valori di Adjusted R², Unadjusted R² e F-statistic.

In conclusione il capitolo, analizzando il campione di venture backed italiane, permette di comprendere che esistono differenze significative nelle scelte d'investimento dei fondi bancari e non bancari. I fondi bancari tendono ad investire in aziende più indebitate, con capitalizzazione di mercato inferiore. Tendono a detenere una quota di partecipazione dopo l'IPO minore, partecipano raramente come unico fondo e presentano un elevato conflitto d'interesse. L'analisi seguente diretta a verificare quali di queste variabili siano anche in grado d'influenzare la performance a 6 mesi delle venture backed mostra come solo, la volatilità, il rapporto d'indebitamento e il Roe abbiano un'influenza significativa. Pertanto l'unica variabile in grado di discriminare il tipo d'investimento dei due fondi e al contempo generare una riduzione della performance dell'azienda è il rapporto d'indebitamento. Nel capitolo conclusivo si cercano di sviluppare alcune riflessioni sui risultati raggiunti nell'elaborato e sulle possibili implicazioni future per i fondi di private equity bancari.

6. Conclusioni: quale futuro per i private equity bancari?

L'obiettivo del presente lavoro è stato quello di fornire un contributo per comprendere il ruolo ricoperto dalle banche nel settore del private equity e i possibili sviluppi futuri. Questo si ritiene di notevole importanza soprattutto in Italia, dove i mercati sono ancora relativamente poco sviluppati, il tessuto produttivo è caratterizzato dalla presenza di piccole e medie imprese e le banche rivestono nel sistema finanziario un'importanza centrale. Il Governatore della Banca d'Italia ha sottolineato, nelle Considerazioni finali del 2006, l'importanza del private equity affermando che “gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle piccole medie imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale. Tra questi intermediari specializzati cresce soprattutto la presenza di operatori non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi che nel 2006, hanno superato la metà del totale dei mezzi investiti”. Tale tendenza potrebbe trovare interpretazioni sia dal lato dell'offerta, sia della domanda. Potrebbe spiegarsi attraverso un calo d'interesse delle banche verso questo settore, oppure una scarsa domanda da parte delle imprese derivante da una percezione di differente professionalità rispetto ai fondi non bancari.

L'elaborato ha cercato di evidenziare, in riferimento al mercato italiano, la presenza di differenze nella performance delle aziende partecipate, a seconda che il fondo di private equity fosse di proprietà bancaria o non bancaria. Si è analizzata, dapprima la performance media dei due campioni su base giornaliera, settimanale, mensile e trimestrale nell'intero periodo analizzato. L'analisi ha evidenziato come tutti i risultati ottenuti, ad eccezione della performance giornaliera, siano statisticamente significativi e quindi come, in generale, la performance media delle aziende venture backed partecipate da fondi non bancari sia migliore di quella delle aziende partecipate da fondi bancari, anche se entrambe mostrano sempre una extra-performance negativa rispetto all'andamento del mercato. Lo studio è stato approfondito cercando di analizzare la performance dei due gruppi di aziende a determinati istanti dalla data di quotazione. In riferimento al breve termine, 1 giorno, 5, 21, 63 giorni non si registrano risultati statisticamente significativi, né utilizzando il campione totale, né effettuando un troncamento del 5% dei valori anomali al fine di ottenere una distribuzione normale.

Tale evidenza è in accordo con un precedente studio relativo al mercato tedesco (Tykvová, Walz 2007) finalizzato a valutare le differenti performance secondo la tipologia di private equity, nel quale non si sono evidenziate differenze nell'underpricing di brevissimo termine. Il mercato non sembra quindi percepire un ruolo di certificatore differente secondo il tipo di private equity.

Per quanto riguarda l'analisi della performance di medio-lungo termine si sono adottate le metodologie CAR e B&H calcolate su un orizzonte temporale di 6 mesi, 1 anno e 2 anni con due tipi di ponderazione equally e value, applicandole dapprima al campione totale e successivamente a quello troncato al 5%. L'unico periodo che trova conferma di significatività sia dal test parametrico, sia non parametrico, è quello a 6 mesi ottenuto attraverso il calcolo della performance con metodologia B&H value weighted. Questo induce a pensare che probabilmente le aziende che assumono maggior rilevanza nel differenziare i due gruppi siano quelle con capitalizzazione più elevata. In media, le aziende venture backed partecipate da private equity bancari, in un periodo di 6 mesi successivo alla quotazione considerando l'intero campione, ottengono un risultato di -14.04%, mentre le aziende partecipate da private equity non bancario realizzano un +21.06%. Attraverso la metodologia B&H applicata al campione troncato le aziende venture backed di private equity non bancari realizzano un -16.61%, mentre le venture backed di private equity bancari un -24.12%. E' possibile affermare che, almeno su un arco temporale di medio termine successivo alla quotazione, le aziende partecipate da fondi bancari sembrano caratterizzarsi per una peggiore performance. L'esiguo numero di osservazioni del campione disponibile impone di valutare i risultati ottenuti con particolare attenzione e criticità, interrogandosi sui possibili motivi di tale diversità.

Si cerca di comprendere se i private equity bancari e non bancari si distinguano per scelte d'investimento particolari: aziende caratterizzate da strutture di bilancio diverse, modalità di gestione della partecipazione differente, particolari caratteristiche dei fondi stessi. L'analisi effettuata consente di concludere che i private equity bancari si caratterizzano per l'investimento in aziende con un indice d'indebitamento più elevato dei fondi non bancari e con minore capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Inoltre tendono a detenere una percentuale di partecipazione inferiore dopo l'IPO, operano prevalentemente in presenza di altri private equity e si caratterizzano per un maggior conflitto d'interesse rispetto ai non bancari. Quest'analisi consente quindi di sostenere che esistono delle differenze significative nelle scelte d'investimento e di gestione che distinguono i private equity bancari dai non bancari, tali differenze

possono essere il motivo della diversa performance realizzata dalle aziende partecipate. Il risultato della OLS permette di dimostrare come la differente performance sembri imputabile alle scelte d'investimento dei fondi e non alle modalità gestionali. Le uniche variabili, tra quelle considerate, che sembrano influenzare la performance dell'azienda nei 6 mesi successivi all'IPO sono: l'assetto proprietario del private equity (bancario o non bancario), la volatilità dei rendimenti, il rapporto d'indebitamento e il Roe. Si dimostra, quindi come l'unica variabile, tra quelle analizzate, che distingue l'investimento dei due gruppi di private equity, e allo stesso tempo influenza la performance, sia l'indice d'indebitamento. I bancari tendono ad investire in aziende che presentano un indice d'indebitamento elevato e questo contribuisce a determinare una peggiore performance. Questo risultato potrebbe sottendere un evidente conflitto d'interesse, le banche potrebbero scegliere di investire in aziende che presentano un elevato livello d'indebitamento per ridurre la propria esposizione e non con il fine principale di finanziare lo sviluppo. L'evidenza empirica porta a riflettere sulla presenza di possibili differenze tra private equity bancari e non bancari anche nelle modalità di origination. I fondi bancari, probabilmente, instaurano i contatti con le società target nell'ambito di rapporti, di vario tipo, già esistenti tra queste e la banca. Spesso si trovano ad acquisire società con cui hanno già un rapporto economico o patrimoniale, ad esempio sottoforma di prestito. L'origination per i fondi indipendenti è invece attività *core* e deve necessariamente avere come obiettivo la selezione di società che si distinguano solamente per la loro capacità competitiva. Si conferma quanto già evidenziato in letteratura: le banche utilizzano spesso il private equity non unicamente come investimento a titolo di capitale proprio ma anche come relazione ponte per la gestione del debito. Alla luce dei risultati emersi non si può affermare che la peggiore performance delle aziende partecipate da private equity bancari sia imputabile a errori di gestione, mancanza di professionalità specifiche o ad aspetti strutturali di questi operatori quanto, piuttosto, a caratteristiche intrinseche dell'azienda stessa. Tale risultato, da un lato, può contribuire a rafforzare l'idea che non vi siano carenze manageriali o strutturali dei private equity bancari rispetto ai non bancari; dall'altro lato, però, induce a riflettere sul motivo che spinge i private equity bancari a scegliere aziende destinate ad avere performance di mercato inferiori.

Il debito sembra essere il principale elemento differenziante. Questo è assolutamente plausibile se si considera che, soprattutto in Italia, l'attività primaria delle banche è il prestito. Questa caratteristica potrebbe rivelarsi, secondo il tipo di azienda target, uno

svantaggio oppure all'opposto un vantaggio. L'aspetto negativo è evidenziato anche da Bracchi e Bechi (2005) i quali affermano che il problema potrebbe riguardare le competenze che si vanno a sviluppare. Alcune banche che lasciano un ruolo marginale al private equity potrebbero pensare di usare le stesse tecniche che adottano per il credito, al contrario la valutazione per intervenire nel capitale di rischio deve essere differente. Tipicamente una banca che opera nel private equity avrà come principale obiettivo quello di diversificare i propri impegni facendo attenzione alla possibilità che l'investimento sia profittevole. A tal fine, si rivolgerà prevalentemente ad aziende già esistenti che hanno bisogno di capitale per accelerare i processi di crescita. Molto spesso l'investitore bancario preferisce entrare nel soggetto finanziato con una quota di minoranza per un obiettivo di ritorno economico, piuttosto che con la volontà di inserirsi nell'azienda per assumere decisioni. Il possibile svantaggio del private equity bancario potrebbe, in alcuni casi, manifestarsi in un'inferiore snellezza operativa nell'assunzione di decisioni e, come detto in precedenza, in una professionalità meno focalizzata all'investimento in capitale di rischio. Tuttavia è necessario sottolineare un importante vantaggio che un'azienda potrebbe avere rivolgendosi a tale private equity. Si pensi alla situazione attuale e alla difficoltà che le imprese hanno nel finanziare il circolante, un'impresa che ha bisogno di tale finanziamento e presenta all'interno del proprio azionariato un fondo di private equity bancario, probabilmente, avrà un canale privilegiato per l'ottenimento del prestito.

I risultati possono aiutare a formulare alcune considerazioni su quelli che potrebbero essere gli scenari futuri dei private equity bancari in Italia. Una recente delibera del Ccr, la numero 276 del 29 luglio 2008, ha modificato profondamente la normativa che disciplina i rapporti banca impresa. In particolare ha eliminato il "limite di separatezza". Tale limite, in vigore dal 1993, prevedeva che le banche non potessero assumere partecipazioni superiori al 15% del capitale dell'impresa partecipata. La delibera del Ccr elimina questo vincolo per favorire la possibilità per le banche di fare interventi strategici nelle imprese, cercando di snellire le regole ed eliminare il possibile svantaggio competitivo rispetto alle altre aziende di credito europee già uniformate alla normativa comunitaria⁵⁹. Non è possibile affermare a priori se questo cambiamento normativo possa essere interpretato come positivo o negativo per le aziende. Se l'orientamento delle banche è effettivamente quello di acquisire partecipazioni

⁵⁹ Direttiva 2007/44 Cee.

strategiche nelle imprese per portarle allo sviluppo, l'abolizione del limite di separatezza potrebbe essere un intervento positivo. Tuttavia, non si può completamente escludere, anche alla luce dei risultati raggiunti, che le banche agiscano per fini differenti dal solo finanziamento dello sviluppo. In questa circostanza si permetterebbe loro di insediarsi nelle aziende e sviluppare comportamenti che potrebbero celare forti conflitti d'interesse. E' pur vero che eliminare il limite di separatezza non significa lasciare completa libertà alle banche. Rimangono, infatti, vigenti i due ulteriori limiti introdotti nel 1993: il limite di concentrazione e il limite complessivo. Questo nuovo assetto normativo potrebbe avere conseguenze rilevanti sull'industria dei fondi chiusi bancari. Lo sviluppo di tali fondi è stato sicuramente favorito anche dalla normativa che impediva alla banca di detenere direttamente delle partecipazioni superiori al 15%. Abrogando tale limite le banche saranno ancora incentivate ad agire nel capitale delle imprese tramite fondi di private equity?.

Se il private equity viene costituito per raccogliere ed erogare competenze, professionalità e si configura come un'attività strategica per la banca e per l'impresa, probabilmente è conveniente mantenerla separata dall'attività tradizionale. I fondi chiusi presentano un vantaggio fondamentale che è quello dell'autonomia patrimoniale. Anche dal punto di vista dei regolatori, potrebbe essere importante stimolare il mantenimento dei fondi chiusi per ridurre il possibile conflitto d'interesse tra banca e depositante. La banca che finanzia con capitale di rischio un'impresa assume una rischiosità elevata che dovrebbe essere remunerata ai depositanti. Come affermano Cerasi e Daltung (1998) un modo per ridurre il possibile conflitto è che la banca finanzi l'impresa attraverso risorse che la impegnino a pagare un tasso d'interesse agli investitori, in questo caso porrà maggior attenzione alla scelta delle opportunità d'investimento. Solo il debito impone il pagamento periodico, tuttavia una situazione simile si può palesare con il ricorso al private equity piuttosto che all'investimento diretto. Se la banca opera attraverso un fondo di private equity ha comunque raccolto denaro dagli investitori che si aspettano un ritorno di qualche tipo dalla partecipazione, non esiste una forma di obbligo come per il debito, ma in ogni caso la banca si espone in termini di reputazione e di capacità di raccolta futura. Questo potrebbe essere uno dei motivi validi per indurre i regolatori ad incentivare il sostegno dei fondi di private equity piuttosto che l'investimento diretto. Qualora, invece, l'investimento nel capitale di rischio dell'azienda fosse per la banca solo un mezzo per rafforzare i rapporti con la stessa e per ridurre la propria esposizione debitoria, forse le converrebbe agire direttamente nel capitale dell'azienda partecipata.

L'abolizione del limite di separatezza consente alle banche di adottare tale strategia e probabilmente sarà sfruttata anche per risolvere particolari situazioni problematiche. Si pensi al caso di un'azienda in crisi, altamente indebitata verso la banca, oggi l'intermediario creditizio può convertire il debito in azioni e divenire azionista diretto, anche di maggioranza, dell'impresa.

In conclusione si ritiene che anche in seguito all'abolizione del limite di separatezza la banca che intenda svolgere una professionale attività di private equity non rinuncerà all'uso dei fondi chiusi, qualora i suoi obiettivi siano differenti, e non ritenga strategico offrire un servizio completo di finanziamento allo sviluppo all'azienda, potrebbe trovare più conveniente agire direttamente nell'impresa. Questa seconda ipotesi, se verificata, potrebbe alimentare la tendenza in atto descritta dal Governatore che evidenzia un aumento nel settore del private equity degli intermediari specializzati non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi.

Bibliografia

AIFI, 2007. Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2006. Convegno annuale AIFI 2007.

AIFI, PricewaterhouseCoopers, 2008. Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2007. www.aifi.it.

AIFI, PricewaterhouseCoopers, 2009. Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2007. www.aifi.it.

Angelini E., 2006. L'underpricing e il ruolo del venture capitalist negli IPO italiani: *Bancaria* 3, pp. 77-85.

Arthurs J.D., Busenitz L.W., 2006. Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists: *Journal of Business Venturing* 21, 195-215.

Balboa M., Martì J., Zieling N., 2006. Does venture capital really improve portfolio companies growth? Evidence from growth companies in continental Europe: Working paper, European Financial Management Association Conference 2006.

Banca d'Italia, 1999. Regolamento del 20 settembre 1999. www.bancaitalia.it

Banca d'Italia, 2005. Provvedimento del 14 aprile 2005. www.bancaitalia.it

Banca d'Italia, 2007. Considerazioni finali Assemblea ordinaria dei partecipanti anno 2007. www.bancaitalia.it

Barber B.M., Lyon J.D., 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 341-372.

Barry C.B., Muscarella C.J., Peavy J. III, Vetsuypens M.R., 1990. The role of venture capital in the creation of public companies: *Journal of Financial Economics* 2, pp. 447-471.

Barry C.B., 1994. New directions in research in venture capital finance: *Financial Management* 3, pp. 411-437.

Barucci A., 2005. Il private equity in Italia: mercato e contesto normativo. Giappichelli Editore, Torino.

Bechi A., Bollazzi F., 2007. Nuovi rapporti di corporate governance tra banche, imprese e investitori istituzionali nell'attività di private equity in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di). *Banche italiane un'industria al bivio* Mercati, consumatori, governance. Dodicesimo rapporto sul sistema finanziario Fondazione Rosselli. Edibank. Roma.

- Benzoni L., Schenone C., 2008. Conflict of interest and certification: long-term performance and valuation of U.S. IPOs underwritten by relationship banks: FRB of Chicago Working Paper No. 2007-09. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=603982>.*
- Bessler W., Kurth A., 2004. The performance of venture-backed IPOs in Germany: exit strategies, lock-up periods and bank ownership: SSRN working paper.*
- Black B.S., Gilson R.J., 1998. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets: Journal of Financial Economics 3, 243-277.*
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T., 2004. Active financial intermediation: evidence on the role of organisational specialization and human capital: Finance working paper 49/2004 European Corporate Governance Institute.*
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T., 2007. Who are active investors? Evidence from venture capital: Journal of Financial Economics 89, pp 488-512..*
- Bracchi G., Bechi A., 2005. Banche, private equity e sviluppo delle imprese in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di). Le banche italiane e la finanza per lo sviluppo Territori, imprese e famiglie. Decimo rapporto sul sistema finanziario Fondazione Rosselli. Edibank. Roma.*
- Bracchi G., Gervasoni A., 2006. Venti anni di private equity. Egea. Milano.*
- Bradley D., Jordan B., 2002. Partial adjustment to public information and IPO underpricing: Journal of Financial and Quantitative Analysis 4, pp. 345-387.*
- Brav A., Gompers P., 1997. Myth or Reality? The long- run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies: The Journal of Finance 5, pp. 1791-1821.*
- Buckland R., 2001. UK IPO structures and post issue performance: working paper European Financial Management Association Conference 2001.*
- Capizzi V., 2000. Il ruolo degli intermediari finanziari nelle operazioni di finanza straordinaria in Forestieri G. (a cura di). Corporate & investment banking. Egea. Milano.*
- Cappuccio N., Orsi R., 2005. Econometria. Il Mulino. Bologna.*
- Capra L., D'Amico N., Ferri G., Pesaresi N., 1994. Assetti proprietari e mercato delle imprese, vol. 3. In Gli intermediari della riallocazione proprietaria in Italia. Il Mulino. Bologna.*

- Caprio L., Floreani A., Radaelli L.*, 1994. I trasferimenti di controllo di società quotate in Italia: un'analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza: *Finanza imprese e Mercati* n.3.
- Carretta A., Filotto U., Fiordelisi F.*, 2005. *Informazione e governo di rischio di credito*. Franco Angeli Editore. Milano.
- Carter R., Dark F., Singh A.K.*, 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long run performance of IPO stocks: *The Journal of Finance* 1, pp. 285-311.
- Caselli S.*, 2000. Lo sviluppo del corporate & investment banking in Italia: profili strategici e organizzativi in Forestieri G. (a cura di). *Corporate & investment banking*. Egea. Milano.
- Caselli S.*, 2003. Private equity venture capital: strumenti di elite o leva per lo sviluppo?: *Economia & Management*, n.3.
- Caselli S., Gatti S.* (a cura di), 2004. *Venture capital. A Euro-System Approach*. Springer, Berlino.
- Cenni S.*, 2001. Il venture capital in Italia in Corigliano R., (a cura di). *Il venture capital Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*. Bancaria Editrice, Roma.
- Cenni S., Fabrizio S., Torluccio G.*, 2001. Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo degli IPO. In Corigliano R. (Eds), *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*. Bancaria Editrice, Roma.
- Cerasi V., Daltung S.*, 1998. Close relationships between banks and firms: is it good or bad?: *Research in Economics* 52, pp. 233-253.
- Cesarini F.*, 1994. Rapporti tra banche e imprese in Italia: due punti di debolezza: *Economia e politica industrial*, 83.
- Coakley J., Hadass L., Wood A.* 2006. UK IPO underpricing and venture capitalists: EFMA 2006 papers, www.efma.com.
- Comitato interministeriale per il credito e il risparmio*, Deliberazione 29 luglio 2008 Partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari (Deliberazione n. 276), *Gazzetta Ufficiale* n. 222 del 22 settembre 2008.
- Corigliano R.* (a cura di), 2001. *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*. Bancaria Editrice, Roma.

Doukas J. A., Gonenc H., 2000. Long-Term Performance of Initial Public Offerings: Venture Capitalists and Reputation of Investment Bankers: working paper European Financial Management Association Conference 2000.

Espenlaub S., Garret I., Peng Mun W., 1999. Conflict of interest and performance of venture-capital-backed IPOs: a preliminary look at the UK: Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance 4, pp. 325-349.

European Private Equity and Venture Capital Association, 2006. EVCA Yearbook 2007. EVCA, Bruxelles.

European Private Equity and Venture Capital Association, 2007. EVCA Yearbook 2008. EVCA, Bruxelles.

European Private Equity and Venture Capital Association, 2008. Quarterly Activity Indicator Q3 2008 Run by PEREP_Analytics. www.evca.com.

Fabrizio S., 1999. L'underpricing degli IPO italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti: Banca Impresa e Società 3, pp 369-411.

Fama E.F., 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance: Journal of Financial Economics 3, pp. 283-306.

Fields P., Fraser D. R., Bhargava R., 2003. A Comparison of Underwriting Costs of Initial Public Offerings by Investment and Commercial Banks: Journal of Financial Research 26, pp. 517-534.

Forestieri G., Corbetta G., 1996 (a cura di). Le banche italiane dal credito al merchant banking. Collana Studi e Ricerche. Mediocredito Lombardo. Milano.

Forestieri G., Mottura P., 2005. Il sistema finanziario. Egea. Milano.

Franzke S.A., 2005. Underpricing of venture-backed and non venture-backed IPOs: Germany's Neuer market. In Giudici G., Roosenboom P. (Eds), The rise and fall of Europe's New Stock Markets. Elsevier, Amsterdam.

Gandolfi G., 2004. Specialties in managing closed-end funds in Caselli S., Gatti S. (a cura di). Venture capital. A Euro-System Approach. Springer, Berlino.

Gervasoni A., 2005. Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2004. Convegno annuale AIFI 2005.

Gervasoni A., 2006. Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2005. Convegno annuale AIFI 2006.

Gervasoni A., Bechi A., 2007. I fondi chiudi di private equity nell'esperienza italiana Aspetti economici e giuridici. Il Mulino, Bologna.

Giovannini R., 2004. La gestione del venture capital e delle early stage financing. Le esperienze dei genuine venture capitalist italiani. Bancaria Editrice, Roma.

Gompers P., 1996. Grandstanding in the venture capital industry: *Journal of Financial Economics* 1, pp. 133-156.

Gompers P., Lerner J., 1998a. Venture Capital distributions : Short-run and long-run reaction, *The Journal of Finance* 6, pp. 2161-2183.

Gompers P., Lerner J., 1998b. What drives venture capital fundraising?: *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, July, pp. 149-204.

Gompers P. Lerner J., 1999a. An analysis of compensation in the U.S venture capital partnership: *Journal of Financial Economics* 1, pp.3-44.

Gompers P., Lerner J., 1999b. Conflict of interest in the issuance of public securities: evidence from venture capital: *The Journal of Law and Economics* 1, pp.1-28.

Gompers P., Lerner J., 2003. The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence: *The Journal of Finance* 1, pp. 1-28.

Gompers P., Lerner J., 2004a. *The venture capital cycle*. MIT Press, Cambridge.

Gompers P., Lerner J., 2004b. Do market conditions affect the decision to go public. In *Gonzalez F.*, 2006. Bank equity investments: reducing agency cost or buying undervalued firms? The information effects: *Journal of Business Finance & Accounting* 33, pp 284-304.

Hamao Y., Packer T., Ritter J., 2000. Institutional affiliation and the role of venture capital: evidence from initial public offering in Japan: *Pacific-Basin Finance Journal* 5, pp. 529 - 558.

Hellmann T.F., Puri M., 2002. Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence: *The Journal of Finance* 1, pp. 169-197.

Hellmann T.F., Lindsey L., Puri M., 2007. Building relationships early: banks in venture capital: *The Review of Financial Studies* 2, pp. 513-541.

Ibbotson R.G, Sindelar J.L., Ritter J.R., 1988. Initial public offering: *Journal of Applied Corporate Finance* 2, pp. 37-45.

Ibbotson R.G., 1975. Price performance of common stock new issues: *Journal of Financial Economics* 3, pp.235-272.

Kaplan S., Strömberg P., 2002. Financial contracting theory meets real world: an empirical analysis of venture capital contracts: *Review of Economic Studies* 2, pp. 281-315.

- Kim S.*, 1991. The Use of Equity Positions by Banks: The Japanese Evidence: *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco* 4, pp. 41–55.
- Kroszner R.S. and Strahan P.E.*, 2001. Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability: *Journal of Financial Economics* 62, pp. 415–452.
- Morck, R., Nakamura M. and Shivdasani A.*, 1999. Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan: Working Paper -University of North Carolina.
- Lee P.M, Wahal S.*, 2004. Grandstanding certification and the underpricing of venture capital backed IPOs: *Journal of financial economics* 2, pp. 375-407.
- Lerner J.*, 1995. Venture capitalist and oversights of private firms: *The Journal of Finance* 1, pp. 301-318.
- Lerner J., Hardyman F., Leamon A.*, 2005. *Venture Capital and Private Equity: a casebook*. John Wiley. New York.
- Lerner J., Schoar A.*, 2004. The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity: *Journal of Financial Economics* 72, pp. 3-40.
- Li X., Masulis R.W.*, 2004. Venture capital investments by IPO underwriters: certification, alignment of interest, or moral hazard?: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=559105>.
- Ljungqvist A.P.*, 1999. IPO Underpricing, wealth losses and the curious role of venture capitalists in the creation of public company: Working Paper Oxford University, CEPR.
- Ljungqvist A.P, Richardson M.*, 2003. The investment behaviour of private equity fund managers: working paper RICAFA n. 005.
- Loughran T., Ritter J. R.*, 1995. The new issues puzzle: *The Journal of Finance* 1, pp. 315-331.
- Loughran T., Ritter J. R., Ridqvist K.*, 1994. Initial public offerings: international insights: *Pacific-Basin Finance Journal* 2, pp. 165-199.
- Marcellino M.*, 2006. *Econometria applicata. Un'introduzione*. Egea. Milano.
- Meggison W. L., Weiss K.*, 1991. Venture capitalist certification in initial public offerings: *The Journal of Finance* 3, pp. 879-903.
- Mitchell M., Stafford E.*, 2000. Managerial decisions and long-term stock-price performance: *Journal of Business* 3, pp. 287-329.
- Monti E., Onado M.*, 1984. *Il mercato monetario e finanziario in Italia*. Il Mulino. Bologna.
- Moro Visconti R.*, 2008. Il funding del private equity tra crisi di liquidità e problemi di governance: quali lezioni per l'Italia: *Bancaria* 7, pp. 62-70.

Moro Visconti R., Gentili M.P., 2005. Come valutare gli intermediari finanziari. Sim, Sgr, fiduciarie, fondi chiusi e Sicav, hedge fund, fondi immobiliari, venture capital e private equity, holding... . Bancaria Editrice. Roma.

Munari L., 1987. Le esigenze delle piccole e medie imprese nei rapporti bancari: i risultati di un'indagine empirica: Rivista Milanese di Economia, n. 21.

Munari L., 2001. Nuovi approcci nei rapporti banca-impresa: Lettera Marketing ABI, n. 2.

Onado M., 2004 (a cura di). La banca come impresa. Il Mulino. Bologna.

Onado M., 2008. Economia e regolamentazione del sistema finanziario. Il Mulino. Bologna.

Peracchi F., 2005. Introduzione all'econometria. Pearson Education Italia. Milano.

Pesaresi N., 1993. Aspetti economici e normative dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà: Temi di discussione Banca d'Italia, n.206.

Porzio C., 2005. Il private equity, in AA.VV. Investimenti alternativi: Asset Allocation, Strategie di Gestione, Valutazione delle Performance. Newfin, Università Bocconi.

Porzio C., Sampagnaro G., 2006. Investimenti in Private Equity e scelte di portafoglio: AIDEA, ConvegnoAnnuale, Roma.

Pushner G., 1995. Equity Ownership Structure, Leverage and Productivity: Empirical Evidence from Japan: Pacific-Basin Finance Journal 3, pp. 241–256.

Regalli M. (a cura di), 2000. La quotazione delle small cap e il ruolo degli intermediari. Giappichelli Torino.

Rindermann G., 2005. The performance of venture-backed IPOs in Europe's new stock markets: Evidence from France, Germany and the UK. In G. Giudici & P. Roosenboom (a cura di). The rise and fall of Europe's new stock markets. Advance in financial economic series. Elsevier, Amsterdam.

Ritter J.R., 1984. The "hot issue" market of 1980: Journal of Business 2, pp 215-243.

Ritter J.R., 1991. The long run performance of initial public offering: The Journal of Finance 1, pp 3-27.

Ruozzi R., 2006. Economia e gestione della banca. Egea. Milano.

Sandri S., 1988. Il venture capital nel ciclo di sviluppo delle nuove imprese. Giappichelli, Torino.

Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W., 1996. Venture capitalist governance and value added in four countries: Journal of Business Venturing 11, pp. 439-469.

- Saunders A., Millon Cornet M., Anolli M.*, 2007. *Economia degli intermediari finanziari*, 2° ed. Mc Graw-Hill, Milano.
- Schenone C.*, 2004. The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing: *The Journal of Finance* 59, pp. 2903-2958.
- Schwizer P.*, 1996. *La diversificazione bancaria. Aspetti strutturali e misurazione*. Egea. Milano.
- Smart S. B., Zutter C.J.*, 2003. Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual-and single-class IPOs: *Journal of financial economics* 1, pp. 85-110.
- Tagliavini G.*, 1999. *Costo del capital, analisi finanziaria e corporate banking*. Egea. Milano.
- Tykvová T.*, 2006. How do investment patterns of independent and captive private equity funds differ? Evidence from Germany: *Financial Markets Portfolio Management* 4, 399-418.
- Tykvová T., Walz U.*, 2007. How important is participation of different venture capitalists in German IPOs?: *Global Financial Journal* 3, pp. 350-378.
- Tutino M.*, 2008. PMI e fondi di private equity: il potenziamento del sistema di relazioni e della competitività nei mercati finanziari: *Bancaria* 1, pp. 62-72.
- Ueda M.*, 2004. Banks versus venture capital: project evaluation, screening, and expropriation: *Journal of Finance* 59, pp. 601-621.
- Van de Berghe L.A.A., Levrau A.*, 2002. The role of venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective: *Corporate Governance: an international review* 10, pp. 124-135.
- Weinstein D.E. and Yafeh Y.*, 1998. On the Cost of a Bank-centered Financial System: Evidence from Changing Main Bank Relations in Japan: *Journal of Finance* 53, pp. 635–672.
- Welch I.*, 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings: *The Journal of Finance* 64, pp. 421-449.
- Zara C., Berruti F, Capizzi V.*, 2001. *Le banche e l'advisoring nella finanza straordinaria. Business e fattori critici di successo nelle operazioni di quotazione in borsa, mergers & acquisitions, capitale per lo sviluppo e project finance*. Bancaria editrice, Roma.

Appendice

Allegato 1- I principali studi relativi alla performance di breve termine delle IPO venture backed

Autori	Campione dati	Metodologia	Principali risultati
Barry e altri, (1990)	433 venture backed e 1123 non venture backed IPO tra il 1978 e 1987. Mercato: USA	Underpricing= $(P_{i,t} - P_{i,0}) / P_{i,0}$	Le IPO di aziende venture backed hanno un minor underpricing ad un giorno rispetto alle non venture backed. Tale risultato è dovuto all'azione di monitoraggio dell'offerta da parte del venture capitalist.
Meggison e Weiss (1991)	320 venture backed e 320 non venture backed, simili per settore di appartenenza e dimensione, tra il 1983 e il 1987. Mercato: USA	Underpricing= $(P_{i,t} - P_{i,0}) / P_{i,0}$	Evidenziano un minor underpricing per le aziende venture backed (7,1%) rispetto alle non venture backed (11,9%). Tale risultato viene giustificato dal ruolo di certificatore del venture capitalist.
Gompers e Lerner (1998)	731 quotazioni realizzate da 135 fondi di venture capital tra Gennaio 1983 e Dicembre 1993. Mercato: USA	Market model a due fattori per calcolare gli Abnormal Return, successivamente aggregati tramite metodologia CAR.	Si evidenzia la presenza di rendimenti positivi cumulati nei 20 giorni precedenti la distribuzione e negativi nei 20 giorni dopo la stessa. Si rilevano inoltre rendimenti negativi nel periodo da 0 a 100 giorno dopo distribuzione.
Fabrizio (1999)	IPO tra il 1988 e il 1998 (77 società). Mercato: Italia.	$U_{t,i} = \ln(P_{i,t} / P_{i,0}) - \ln(I_t / I_0)$ dove l'indice usato è il MIB. Calcolo dell'underpricing ad 1 giorno.	Il valore medio degli underpricing italiani è 11,1%, si evidenzia l'importante ruolo dei venture capitalist che sono presenti in meno di 1/3 delle società con però una quota del 39%: queste società all'atto dell'IPO presentano un underpricing inferiore.

Cenni e altri (2001)	41 IPO avvenute tra il 1 gennaio 1995 e 31 dicembre 1998, di cui 17 venture backed. Mercato: Italia	Calcolo dell'underpricing a 1 giorno, 5, 21 63 giorni corretto per il MIB $U_{t,i} = \ln(P_{i,t} / P_{i,0}) - \ln(I_t / I_0)$	L'underpricing a 1 giorno delle aziende venture backed risulta inferiore a quello delle altre società, 5,75% rispetto 9,43%. Tale differenza rimane per 1 settimana e 1 mese mentre a tre mesi s'inverte la tendenza: le aziende venture backed realizzano un underpricing di 7,76%, le non venture backed un overpricing di 2,75%.
Bradley e Jordan (2002)	3325 IPO tra il 1990 e il 1999. Mercato: USA	Calcolo del rendimento a n giorni dall'offerta, corretto per il rendimento di mercato.	Le venture backed evidenziano un elevato livello di underpricing la ragione è riconducibile al settore in cui i venture capitalist si concentrano e alla frequente quotazione sul Nasdaq.
Smart e Zutter (2003)	2622 IPO dal 1990 al 1998. Mercato: USA	Underpricing = $(P_{i,t} - P_{i,0}) / P_{i,0}$ calcolato ad 1 giorno dalla quotazione.	Le aziende venture backed e quelle che hanno come underwriter una banca prestigiosa hanno maggior underpricing.
Lee e Wahal (2004)	Campione delle IPO venture backed dal 1980 al 2000. Per ogni venture backed si seleziona una non venture backed ("matched") che appartenga allo stesso settore e abbia avuto un IPO il più prossima possibile a quella della non venture backed scegliendo nel periodo compreso tra i 2 anni precedenti e successivi. Mercato: USA	Unadjusted fist day return = $(P_{i,t} - P_{i,0}) / P_{i,0}$	Le venture backed presentano un underpricing del 26,8%, le non venture backed del 19,4%.
Franzke (2005)	160 non venture backed, 79 venture backed, 61 bridge financed company da marzo 1997 a marzo 2002. Mercato: Germania	L'underpricing è calcolato come spread tra prezzo di offerta e prezzo al primo giorno di quotazione.	Si evidenzia che le venture backed hanno un maggior underpricing rispetto alle non venture backed.

Angelini (2006)	IPO avvenuti tra gennaio 1995 e dicembre 2004, 106 aziende di cui 37 venture backed. Mercato: Italia.	Si procede ad esaminare i due campioni IPO venture backed e non venture backed. Si calcola per ogni azienda l' underpricing $((\text{prezzo chiusura 1 giorno} - \text{prezzo offerta}) / (\text{prezzo offerta})) * 100$, si valuta per ogni anno l'underpricing delle venture backed e quello di tutte le IPO, calcolando poi un valore medio per l'arco temporale considerato.	Si dimostra come la presenza di un venture capitalist riduca notevolmente l'underpricing rispetto alle altre IPO, ma comporti anche un valore più basso dei costi diretti di emissione. L'underpricing medio delle venture backed nel periodo 1995-2004 è 2,44% per le non venture backed è 5,74. Da notare che in certe fasi di mercato 2000-2004 (euforia mercati) si ha addirittura un overpricing.
Tykvová e Walz (2007)	327 IPO di cui 123 venture backed si suddividono a seconda della tipologia di fondo: 38 fondi bancari, 66 indipendenti, 8 industriali, 10 governativi. Mercato: Germania	Underpricing= $(\text{prezzo di chiusura 1 giorno} - \text{prezzo offerta}) / \text{prezzo offerta}$. Cross section regression per verificare la significatività della tipologia del fondo.	Tra le principali evidenze relative all'underpricing si segnala che la tipologia di fondo non influenza l'underpricing mentre, la reputazione del venture capitalist lo influenza positivamente.

Allegato 2 - I principali studi relativi alla performance di medio-lungo termine delle aziende venture backed

Autori	Campione dati	Metodologia	Principali risultati
Brav e Gompers (1997)	934 aziende venture backed tra il 1972 e il 1992 e 3407 aziende non venture backed tra il 1975 e il 1992. Mercato: USA	Calcolo dei rendimenti giornalieri a partire dai giorni di quotazione, aggregazione a livello mensile e successivamente aggregazione di 59 mesi. Applicazione di due metodologie di ponderazione: equally e value weighted.	Si rilevano differenze nella performance di lungo periodo delle venture backed e non venture backed. Utilizzando una ponderazione equally il rendimento su 5 anni delle venture backed raggiunge un 44,6% mentre quello delle non venture backed è pari a 22,5%. Con ponderazione basata sulla capitalizzazione si riducono le differenze tra i due campioni.
Cenni e altri (2001)	41 IPO avvenute tra il 1 gennaio 1995 e 31 dicembre 1998, di cui 17 venture backed. Mercato: Italia	Metodologia di analisi della performance a 6 mesi, 1, 2 e 3 anni dopo IPO. Metodologia CAR e metodologia B&H sugli abnormal return rispetto al rendimento del Mib.	Si evidenzia una tendenziale sottoperformance di tutti i titoli rispetto all'andamento del mercato. Tuttavia i rendimenti delle aziende venture backed sono migliori di quelli delle non venture backed su tutti i periodi considerati.
Rindermann (2005)	303 IPO avvenute tra il 1996 e il 1999 di cui 154 venture backed. Mercati: francese, tedesco e inglese.	Analisi della performance operativa nei due anni post IPO e di quella di mercato nei tre anni post IPO. La performance operativa è calcolata come rapporto tra reddito operativo e attivo e tra cash flow operativo e attivo. La performance di mercato è calcolata attraverso la metodologia Buy&Hold.	Non si evidenziano differenze significative tra le venture backed e non venture backed in termini di performance operativa. Entrambi i gruppi evidenziano una sottoperformance rispetto al mercato ma anche tale differenza non è significativa.
Tykvová e Walz (2007)	327 IPO di cui 123 venture backed si suddividono a seconda della tipologia di fondo: 38 fondi bancari, 66 indipendenti, 8 industriali, 10 governativi. Mercato: Germania	Analisi della performance nei due anni post IPO con applicazione di differenti metodologie. 1. Cross section analysis dei rendimenti calcolati considerando anche i dividendi al termine dei due anni.	Si evidenzia una miglior performance da parte delle venture backed partecipate da venture capitalist indipendenti, con maggior reputazione e stranieri rispetto alle venture backed partecipate dagli altri fondi oppure a quelle

		2. Matching tra un'azienda venture backed e una azienda simile ma non venture backed, calcolando gli abnormal return tra le due. 3. Fama Macbeth Regression.	non venture backed.
--	--	--	---------------------

Allegato 3 – L'analisi della performance di breve e medio lungo termine con il troncamento del 5% dei valori

3.1 L'underpricing e la performance di breve termine con troncamento del 5%

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Underpricing 1 giorno	0.1076	0.0119 (0.0000)	0.0743 (0.3957)	0.1225	0.2346
Performance 5 giorni	0.0060***	0.0008 (0.4311)	0.0544 (0.2400)	0.173	0.3934
Performance 21 giorni	0.000***	-0.0341 (0.6706)	0.0919 (0.0000)	0.0567*	0.1520
Performance 63 giorni	0.1145	-0.0452 (0.4450)	0.02948 (0.9510)	0.3817	0.4281

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sull'underpricing e sulle performance dei titoli considerati nel campione con troncamento del 5% dei valori massimi e minimi. Il calcolo dell'underpricing e delle performance è avvenuto applicando la formula $Perf_{t,i} = \ln(P_{i,t} / P_{i,0}) - \ln(I_t / I_0)$ verificato per periodi di 1 giorno, 5, 21, 63 giorni dalla data di quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato con la medesima varianza per i due gruppi. Il gruppo di osservazione è composto da 17 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 20 aziende per quelle di fondi bancari.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

3.2 La performance secondo la metodologia CAR con troncamento del 5%

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Equally weighted					
CAR 6 mesi	0.1724	-0.1689 (0.7376)	-0.0093 (0.2384)	0.1438	0.1702
CAR 1 anno	0.3375	-0.1499 (0.8365)	-0.2103 (0.1932)	0.6111	0.4461
CAR 2 anni	0.3046	-0.4120 (0.8845)	-0.5362 (0.6716)	0.4776	0.3447
Value weighted					
CAR 6 mesi	0.0483**	-0.1512 (0.7499)	-0.0121 (0.3493)	0.000***	0.1946
CAR 1 anno	0.1188	-0.1338 (0.0000)	-0.1925 (0.0000)	0.000***	0.2228
CAR 2 anni	0.8144	-0.3689 (0.0000)	-0.4796 (0.0000)	0.000***	0.1520

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sul CAR a 6 mesi, 1 anno e 2 anni considerando il campione con troncamento del 5% dei valori massimi e minimi. Il calcolo del CAR è stato realizzato dapprima con una ponderazione equally e successivamente con una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato con la medesima varianza sui due gruppi. Il campione è composto da 17 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 20 aziende per quelle bancarie.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

3.3 La performance secondo la metodologia B&H con troncamento del 5%

	Varianza	Media		Test of Equality	Wilcoxon Rank Sum test
	p-value	VB Bancarie	VB non bancarie	p-value	p-value
Equally weighted					
B&H 6 mesi	0.07918	-0.1690 (0.8286)	-0.0585 (0.0889)	0.1816	0.1900
B&H 1 anno	0.8301	-0.1694 (0.6376)	-0.2503 (0.1428)	0.3823	0.2594
B&H 2 anni	0.01231	-0.3239 (0.3008)	-0.4891 (0.4215)	0.1228	0.3145
Value weighted					
B&H 6 mesi	0.000***	-0.2412 (0.9907)	-0.1661 (0.1868)	0.000***	0.0073***
B&H 1 anno	0.6754	-0.2416 (0.6939)	-0.3381 (0.1748)	0.000***	0.9756
B&H 2 anni	0.0585	-0.3844 (0.3564)	-0.5417 (0.4969)	0.000***	0.6919

Questa tabella presenta i risultati dei test statistici effettuati sul B&H a 6 mesi, 1 anno e 2 anni considerando il campione con troncamento del 5% dei valori massimi e minimi. Il calcolo del B&H è stato realizzato dapprima con una ponderazione equally e successivamente con una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato al momento della quotazione. Prima di utilizzare il t-test per la verifica dell'uguaglianza delle medie è stata testata l'uguaglianza delle varianze. Quando viene rifiutata l'uguaglianza delle varianze al 5% si usa il t-test per diverse varianze, nel caso di accettazione dell'ipotesi di uguaglianza il t-test viene effettuato utilizzando la medesima varianza per i due gruppi. Il campione è composto da 17 aziende per le venture backed di fondi non bancari e 22 aziende per quelle bancarie.

Uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Nell'ultima colonna è stato riportato il Wilcoxon rank sum test, diretto a verificare l'ipotesi nulla di uguaglianza delle mediane. Anche in questo test, uno, due o tre asterischi rappresentano la significatività dei coefficienti, ossia il rifiuto dell'ipotesi di uguaglianza dei coefficienti, con un livello di probabilità rispettivamente del 10%, 5% e 1%. Per i due gruppi analizzati è indicato tra parentesi il valore del p-value del test di Jarque Bera relativo all'ipotesi di distribuzione normale. Si segnala che con questo test si può accettare l'ipotesi di normalità della distribuzione per p-value maggiori almeno di 5%.

Allegato 4 – Il potenziale conflitto d'interesse

Venture Backed	Data IPO	Private Equity	Coordinatore e Responsabile dell'Offerta	Sponsor
DUCATI MOTOR HOLDING	24/03/1999	Texas Pacific Group Inc.	Credit Suisse First Boston, Mediobanca, Banca di credito finanziario s.p.a., Banca Commerciale Italiana s.p.a.	Banca Commerciale Italiana s.p.a.
MIRATO	01/06/1999	3i group plc	Banca d'intermediazione mobiliare	Banca d'intermediazione mobiliare
MARCOLIN	19/07/1999	Fondo interbancario d'investimento azionario SGR	Unicredito Italiano s.p.a., HSBC Investment Banking	HSBC Investment banking
RONCADIN	19/07/1999	21 invest s.p.a	Deutsche Bank A.G. London, Caboto SIM s.p.a.	Caboto SIM s.p.a.
VEMER SIBER GROUP	20/07/1999	S+R Investimenti e Gestioni	Banca Commerciale Italiana s.p.a.	Banca Commerciale Italiana s.p.a.
PRIMA INDUSTRIE	27/10/1999	Italia investimenti	Nomura international plc, Banca Commerciale Italiana	Nomura international plc, Banca Commerciale Italiana
TISCALI	27/10/1999	Kiwi Management Ltd	Banca d'intermediazione mobiliare	Banca d'intermediazione mobiliare, ABN AMRO Rothschild
BASIC NET	17/11/1999	21 invest s.p.a	ABN AMRO Rothschild, Banca di Roma	ABN AMRO Rothschild

Venture Backed	Data IPO	Private Equity	Coordinatore e Responsabile dell'Offerta	Sponsor
GRANDI NAVI VELOCI	26/11/1999	Efibanca	Banca IMI, Banca di Roma, Schroders	Banca IMI
ART'E'	31/05/2000	Chase Mittel Capital Funds	Banca Antoniana Popolare Veneta s.c.a.r.l., Robert Fleming & Co. Limited, Interbanca s.p.a.	Robert Fleming & Co. Limited
CENTRO HL	02/06/2000	Schroder Ventures Investments Limited	Goldman Sachs International, Banca Commerciale Italiana	Banca Commerciale Italiana
FERRETTI	23/06/2000	Schroder Ventures Investments Limited	Schroeder Salomon Smith Barney	Unicredit Banca Mobiliare s.p.a.
EUPHON	04/07/2000	BS Private Equity	Banca Commerciale Italiana s.p.a., Commerzbank AG	Banca Commerciale Italiana s.p.a.
BIOSEARCH ITALIA	31/07/2000	3i group plc	Banca d'intermediazione mobiliare, SG Cowen	Banca d'intermediazione mobiliare
INFERENTIA DNM	01/08/2000	Onetone BV	Banca d'intermediazione mobiliare	Banca d'intermediazione mobiliare
VITAMINIC	12/10/2000	Kiwi Management Ltd	Banca d'intermediazione mobiliare	Banca d'intermediazione mobiliare
DATAMAT	12/10/2000	3i group plc	ABN AMRO Rothschild, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a.	ABN AMRO Rothschild, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a.

Venture Backed	Data IPO	Private Equity	Coordinatore e Responsabile dell'Offerta	Sponsor
NOVUSPHARMA	09/11/2000	Novuspharma invest N.V	Banca d'intermediazione mobiliare, SG Cowen	Banca d'intermediazione mobiliare, SG Cowen
ENGINEERING	12/12/2000	Nuova Holding Subalpina	Banca d'intermediazione mobiliare	Banca d'intermediazione mobiliare, SG Cowen
DMAIL.IT	22/12/2000	Banfort Consultadoria & Servicos	Caboto SIM s.p.a, Mittel Capita Market s.p.a, Banca Intesa	Caboto SIM s.p.a., Mercati finanziari sim s.p.a
PCU ITALIA	02/03/2001	BPC Investimenti SGR	ING Barings, Euromobiliare Sim	ING Barings
GIACOMELLI SPORT	04/07/2001	UBS Capital BV	Deutsche Bank A.G. London, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a.	Deutsche Bank A.G. London, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a.
DAVIDE CAMPARI MILANO	06/07/2001	UBS Capital	Deutsche Bank, UBS Warburg, IntesaBci	IntesaBci
NEGRI BOSSI	06/11/2001	Ridgeway investments S.A (Chase Mittel C.H.)	Abax Bank, Banca Akros	Abax Bank, Banca Akros
ASTALDI	06/06/2002	Interbanca	MCC, Interbanca, Commerzbank	Commerzbank
ISAGRO	05/11/2003	Arca Impresa Gestioni SGR	Banca IMI	Banca IMI

Venture Backed	Data IPO	Private Equity	Coordinatore e Responsabile dell'Offerta	Sponsor
TREVISAN	05/11/2003	Private Equity Partners SGR	Centrobanca, Abax bank	Centrobanca
DMT	22/06/2004	Fondo interbancario d'investimento azionario SGR	UBM, Efibanca	UBM
PROCOMAC	06/07/2004	Interbanca Gestione Investimenti	Interbanca, Abax bank	Abax Bank
PANARIA INDUSTRIE CERAMICHE	19/11/2004	Interbanca Gestione Investimenti	Abax Bank, Banca Akros	Abax Bank, Banca Akros
MARR	21/06/2005	Arca Impresa Gestioni SGR	Banca IMI, Merrill Lynch International	Banca IMI
GUALA CLOSURES	22/11/2005	Investitori Associati SA	JP Morgan, Caboto	JP Morgan
EUROTECH	30/11/2005	Gen-e Management Ltd	Mediobanca-Banca di credito finanziario s.pa	Mediobanca-Banca di credito finanziario s.pa
SAFILO GROUP	09/12/2005	Credit Suisse Private Equity	Banca IMI, Merrill Lynch International, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a	Banca IMI, Unicredit Banca Mobiliare s.p.a, Eromobiliare S.I.M s.p.a
EUROFLY	21/12/2005	Profilo Management Company S.A.	Banca Profilo, Centrobanca	Centrobanca

Venture Backed	Data IPO	Private Equity	Coordinatore e Responsabile dell'Offerta	Sponsor
MARAZZI GROUP	15/02/2006	Permira	Mediobanca, Morgan Stanley	Mediobanca, Morgan Stanley
EEMS ITALIA	27/04/2006	Schroder Venture Manager	Citigroup, Caboto	Citigroup
PIAGGIO	11/07/2006	Morgan Grenfell Private Equity Limited	Mediobanca, Caboto, Citigroup Global Market Limited, Deutsche Bank, Lehman Brother International	Mediobanca
ELICA	10/11/2006	Interbanca Gestione Investimenti	UBM, JP Morgan	UBM
POLTRONA FRAU	15/11/2006	Charme Management SA	Unicredit Banca Mobiliare, Merrill Lynch International	Unicredit Banca Mobiliare, Merryl Lynch International
COBRA	12/12/2006	Terranova Capital S.p.a.	Banca IMI	Banca IMI

