

Roma - 30 ottobre 2013



**Il private equity:  
un'opportunità di investimento,  
motore di sviluppo**

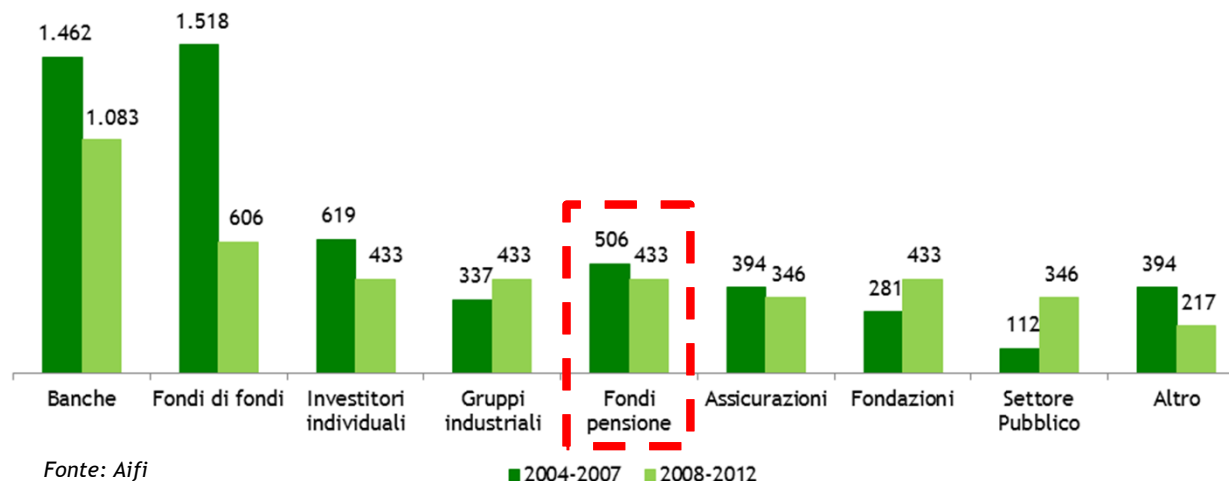
RELATORE:  
Walter Comelli  
*Head of Private Equity*  
*IMI Fondi Chiusi SGR*



**IMI FONDI CHIUSI SGR**

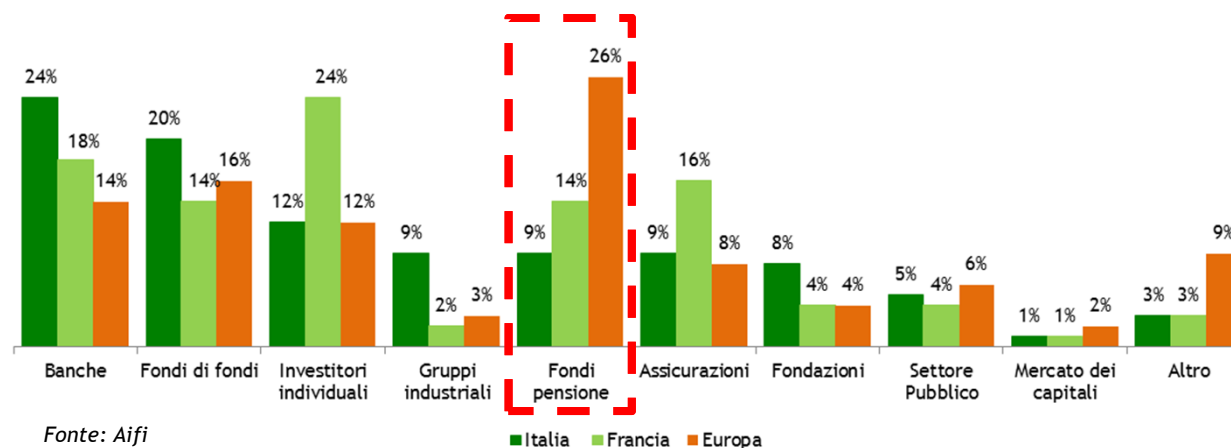
- 1. I fondi pensione e il private equity nell'attuale contesto italiano:**
  - ✓ La raccolta
  - ✓ L'asset allocation
  - ✓ Cause della limitata propensione all'investimento in private equity da parte dei fondi pensione italiani
2. Le opportunità di investimento nel private equity italiano:
  - ✓ Tessuto imprenditoriale
  - ✓ Struttura proprietaria e managerializzazione
  - ✓ Capacità di innovazione
  - ✓ Grado di capitalizzazione
  - ✓ Propensione all'export
  - ✓ Distretti industriali
3. I risultati attuali del private equity in Italia
  - ✓ Attività di investimento
  - ✓ Private equity ed economia reale
  - ✓ Analisi delle performance
4. Considerazioni conclusive

### Fundraising: le fonti della raccolta in Italia prima e dopo la crisi



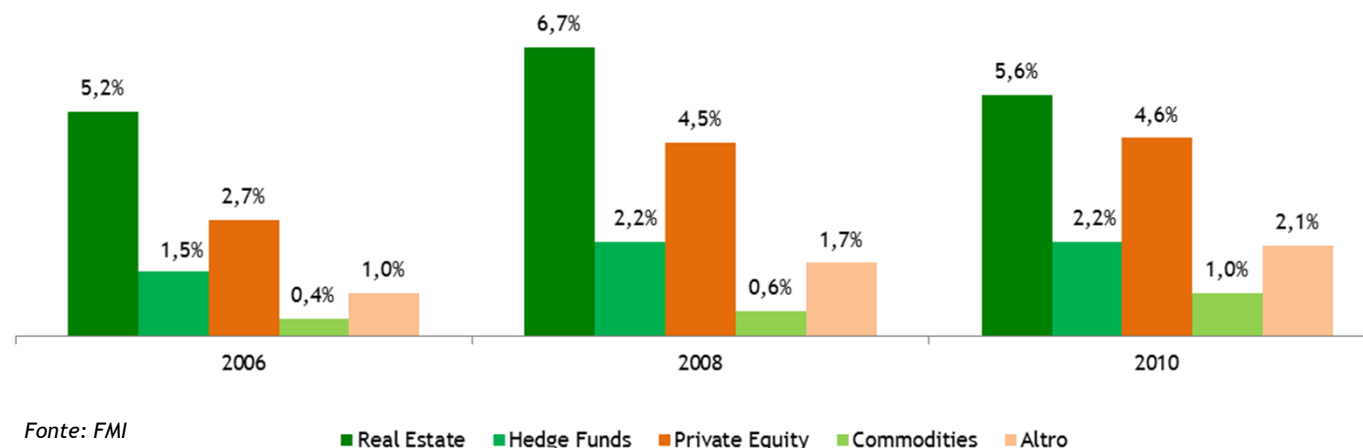
La crisi economica e finanziaria che si è manifestata a partire dal 2008 ha impattato in maniera significativa l'industria del Private Equity, soprattutto in termini di fundraising. Nonostante ciò nel 2012 si sono osservati alcuni segnali di miglioramento infatti, la raccolta è risultata in crescita del 29% rispetto al dato dell'anno precedente. L'analisi per tipologia di fonte evidenzia come le banche abbiano rappresentato la prima fonte di capitale, mentre rimane marginale la raccolta proveniente da fondi pensione e assicurazioni.

### Private Equity Fundraising: un confronto europeo



Da un confronto europeo emerge che i fondi pensione italiani sono quelli che in termini assoluti investono meno in Private Equity (-17 punti percentuali rispetto alla media Europea, -5 punti percentuali rispetto alla Francia).

### Asset alternativi nei portafogli dei fondi pensione mondiali

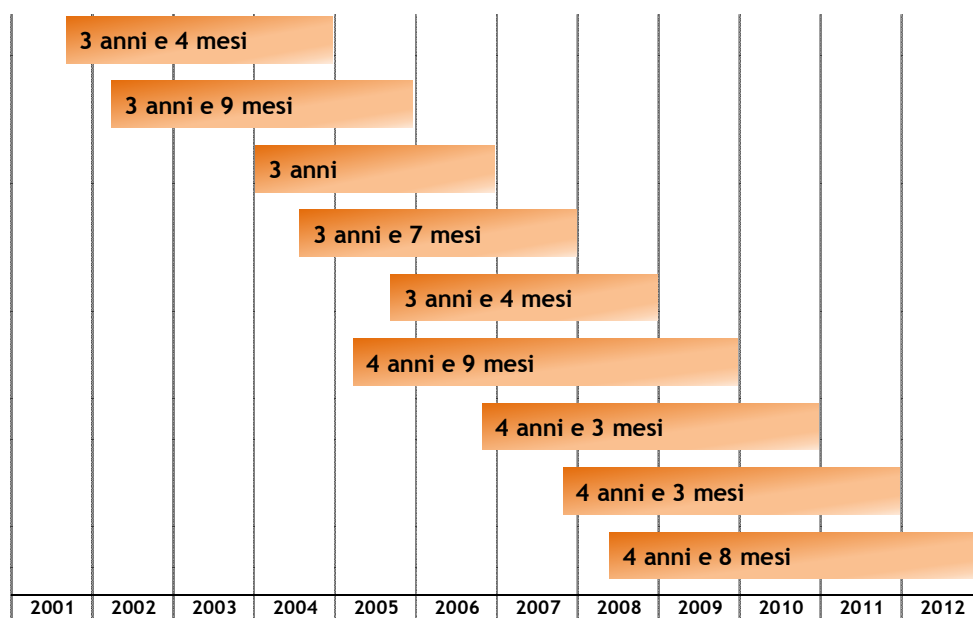


- In Italia l'esposizione verso le asset class alternative, in particolare verso il Private Equity, è piuttosto modesta se confrontata con il resto del mondo, ma le cause di ciò sono solo parzialmente riconducibili a vincoli normativi e regolamentari.
- Gli attuali limiti imposti dalla normativa non appaiono, infatti, così stringenti nei confronti dell'investimento in fondi mobiliari chiusi e riguardano maggiormente i fondi pensione di più recente costituzione, ossia i fondi che, essendo nati dopo il 1996, sono stati assoggettati al DM 702/96 ed ai relativi vincoli di investimento, ovvero
  - Limite del 20% del patrimonio del fondo pensione
  - Limite del 25% del valore del fondo chiuso oggetto di sottoscrizione
- Solo alcuni tra i principali fondi pensione italiani hanno recentemente provveduto ad apportare modifiche statutarie che consentono al fondo pensione di investire, anche attraverso la gestione con delega, in fondi mobiliari chiusi, anche specializzati, nei limiti previsti dalla normativa di riferimento.
- In questo modo, poiché i fondi oggetto di investimento da parte dei fondi pensione investirebbero in piccole e medie imprese non quotate, si potrebbe riallocare all'interno del sistema imprenditoriale l'ammontare di TFR redistribuito con la Legge 243/2004.

## Principali cause della limitata propensione all'investimento in Private Equity da parte dei fondi pensioni italiani: illiquidità dell'investimento e J-curve

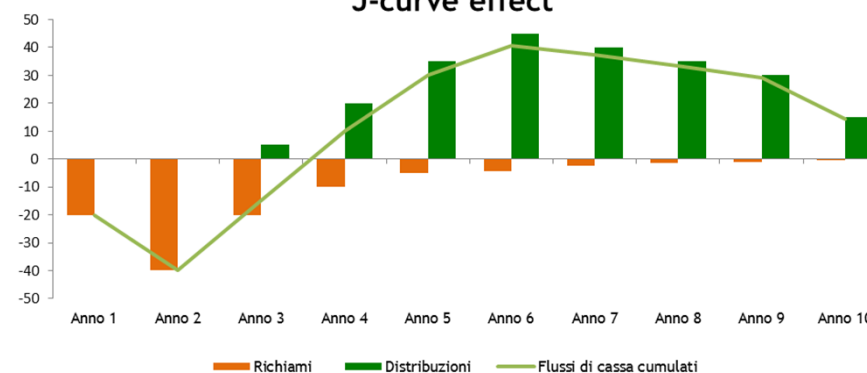
- L'investimento in Private Equity ha una durata temporale prestabilita dal regolamento del fondo (10-13 anni); i primi 5/6 anni sono dedicati all'attività di investimento (*investment period*) ed i restanti 5/7 all'attività di disinvestimento. Da ciò deriva il tipico effetto J-curve che è una definizione convenzionale rappresentativa dello sviluppo in media dei flussi di cassa netti cumulati peculiare di un fondo chiuso di private equity.
- Vi sono limitate possibilità di uscita anticipata dall'investimento, anche a causa della mancanza di un efficiente mercato secondario.
- Il periodo di permanenza di un fondo nel capitale di un'azienda partecipata si è allungato negli ultimi anni, mediamente nell'intorno dei 4 anni e mezzo. L'attuale contesto è improntato alla crescita industriale, più solida e stabile ma più lenta, a discapito di crescite più rapide ottenute in passato, attraverso l'elevato ricorso alla leva finanziaria. Quest'ultime storicamente hanno generato tensioni finanziarie all'asset sottostante.

Holding period medio



Fonte Private Equity Monitor

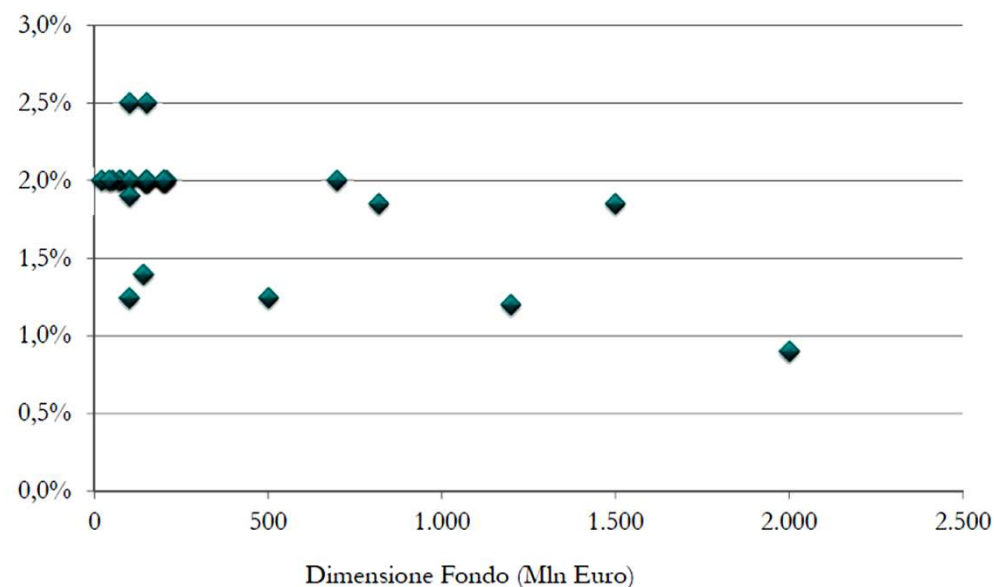
J-curve effect



## Principali cause della limitata propensione all'investimento in Private Equity da parte dei fondi pensioni italiani: regime commissionale «atipico»

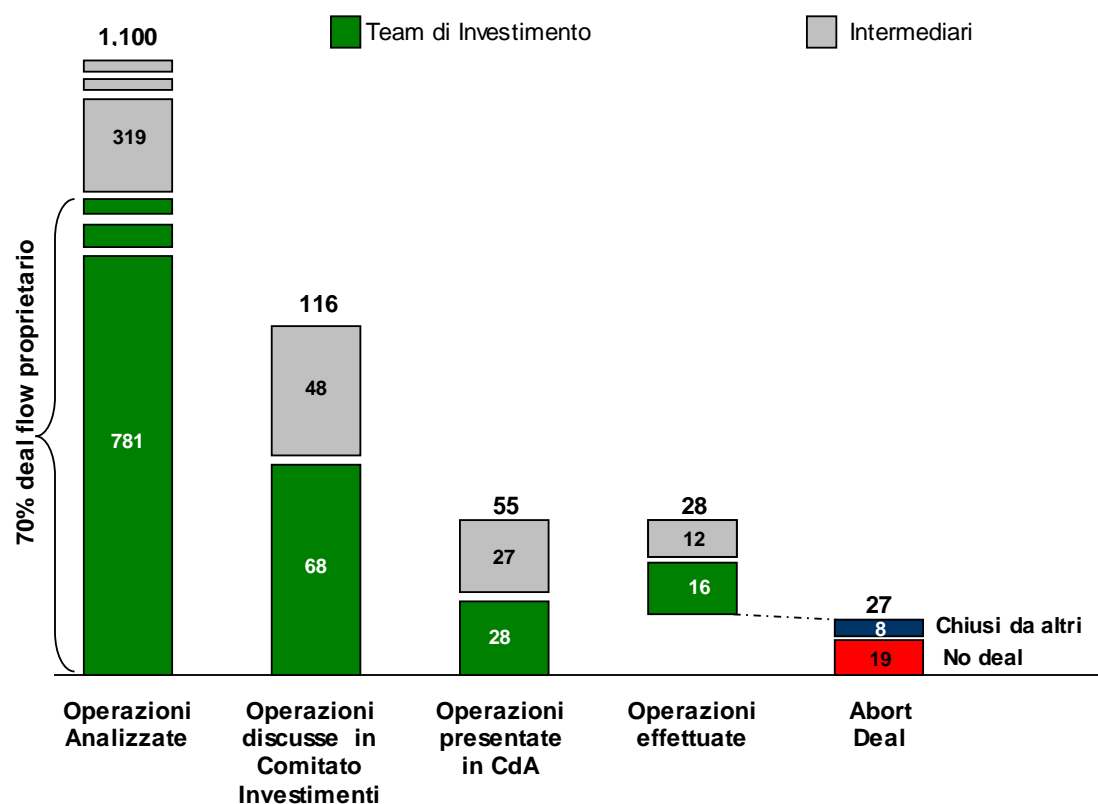
Il regime commissionale applicato dai fondi di Private Equity prevede la corresponsione di:

- **Management Fees:** Commissione che spetta ai gestori di fondi chiusi per i servizi - di origination, consulenza e gestione delle partecipazioni - realizzati a favore di tali investitori istituzionali. Si colloca tra il 1,5% ed il 2,5% annuo sul commitment nei primi anni di vita del fondo (investment period), mentre nel periodo di disinvestimento vengono calcolate sull'investito.
- **Set Up Fees:** sono richieste dal gestore del fondo come contributo una tantum, calcolato in maniera forfetaria, normalmente con un cap definito, a rimborso delle spese sostenute per il lancio e talvolta la promozione del fondo, quali ad esempio i costi legali e fiscali, sopportati per la preparazione della documentazione e per l'avvio formale del fondo
- **Carried Interest:** Incentivo riconosciuto ai gestori di un Fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento. Nella prassi si aggira intorno al 20% del capital gain realizzato e si applica solamente qualora venga superato un livello minimo di rendimento (hurdle rate).



## I volumi di attività di un team: il caso concreto di IMI Fondi Chiusi SGR

Nei 10 anni di attività IMI Fondi Chiusi SGR ha lanciato 4 fondi chiusi di private equity di cui 3 hanno terminato il periodo di investimento, mentre il fondo Atlante Private Equity avviato nel 2011 ha finora chiuso 6 investimenti. Durante le fasi di investimento la SGR ha analizzato 1.100 operazioni (oltre 90 dossier all'anno), analizzate e discusse in comitato investimenti 116 (circa il 10%) e 55 in CdA, per arrivare a finalizzare 28 investimenti (poco più del 2%).



- Il mercato c'è ma occorre molta selettività
- Si analizzano tante operazioni per chiudere circa il 2%
- Occorre una struttura di professional adeguata per svolgere le attività di: scouting, origination, analisi e valutazione, execution, monitoraggio e dismissione
- Struttura di Team diretta, se può apparire costosa, svolge un volume di lavoro elevato, inoltre:
  - definisce uno «stile» di lavoro tipico della casa che infonde fiducia agli investitori e che è più facilmente trasmissibile ai membri del Team
  - L'origination tramite canali diretti consente di risparmiare costi di transazione rilevanti generati da intermediari di M&A

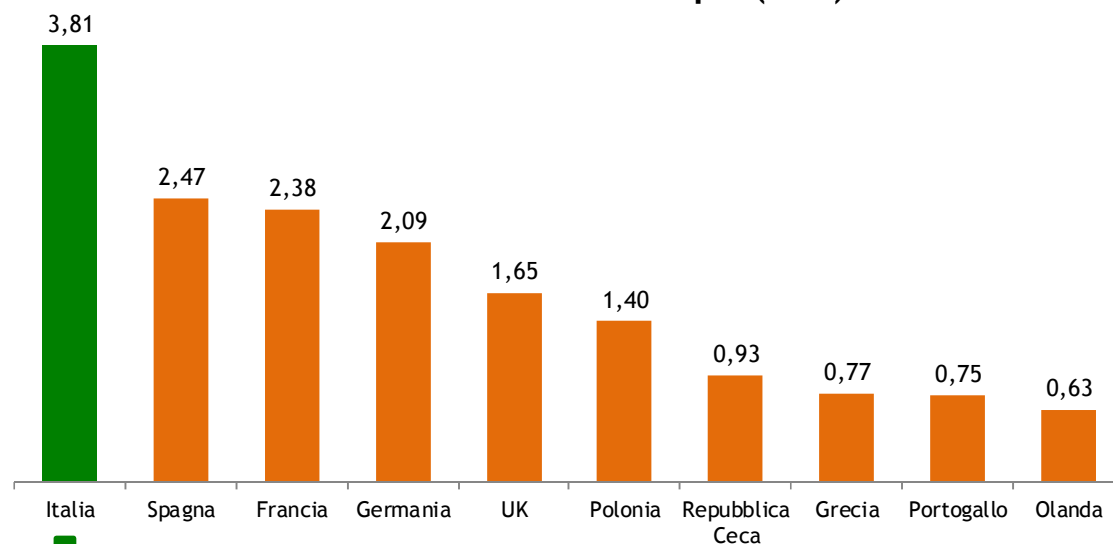
1. I fondi pensione e il private equity nell'attuale contesto italiano:
  - ✓ La raccolta
  - ✓ L'asset allocation
  - ✓ Cause della limitata propensione all'investimento in private equity da parte dei fondi pensione italiani
2. **Le opportunità di investimento per il private equity italiano:**
  - ✓ Tessuto imprenditoriale
  - ✓ Struttura proprietaria e managerializzazione
  - ✓ Capacità di innovazione
  - ✓ Grado di capitalizzazione
  - ✓ Propensione all'export
  - ✓ Distretti industriali
3. I risultati attuali del private equity in Italia
  - ✓ Attività di investimento
  - ✓ Private equity ed economia reale
  - ✓ Analisi delle performance
4. Considerazioni conclusive



## Il tessuto imprenditoriale italiano

- La composizione del tessuto imprenditoriale italiano appare piuttosto frammentata in micro e piccole-medie imprese (PMI); in un confronto europeo le principali differenze si notano soprattutto in termini di contribuzione al livello di occupazione (+13,8% rispetto alla media EU) e di valore aggiunto (+13,5% rispetto alla media EU)
- La ridotta dimensione aziendale frena la capacità di innovare i prodotti e i processi produttivi, di recepire le nuove tecnologie, di accrescere l'efficienza e rende le imprese più vulnerabili ai cambiamenti del contesto internazionale, esponendole maggiormente alla concorrenza dei paesi emergenti e limitandone la capacità di espandersi sui mercati più dinamici.

**Numero di PMI in Europa (mln)**

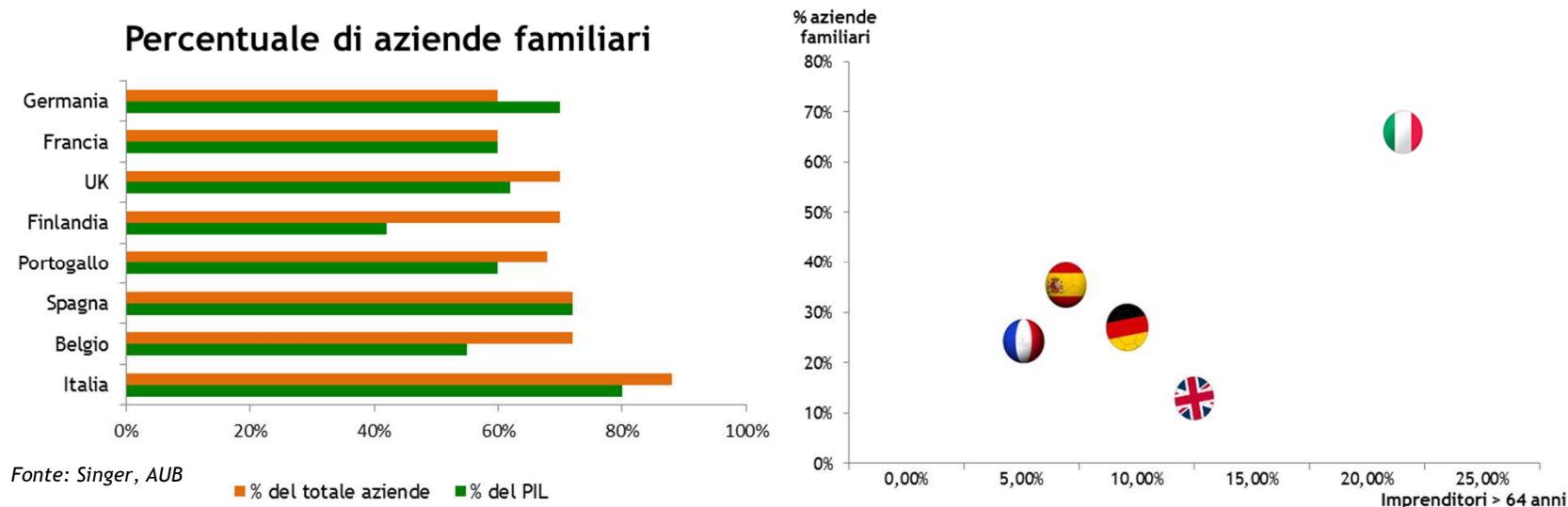


	Dipendenti	Valore Aggiunto
PMI Italia	80,9%	71,7%
PMI EU-27	67,4%	57,9%

Fonte: Commissione Europea

## Struttura proprietaria e grado di managerializzazione

- In Italia, molto più che in altri paesi, vi è un elevato numero di aziende che fanno capo ad una famiglia proprietaria che spesso, anche per motivi connessi con l'anzianità dell'imprenditore, si trovano a dover affrontare situazioni di ricambio generazionale.



- Ciò che differenzia le imprese familiari italiane da quelle degli altri paesi è soprattutto la bassa propensione a ricorrere a dirigenti di provenienza esterna: le imprese familiari in cui tutto il management è espressione della famiglia proprietaria sono due terzi in Italia, contro un terzo in Spagna, circa un quarto in Francia e in Germania, soltanto il 10 per cento nel Regno Unito.

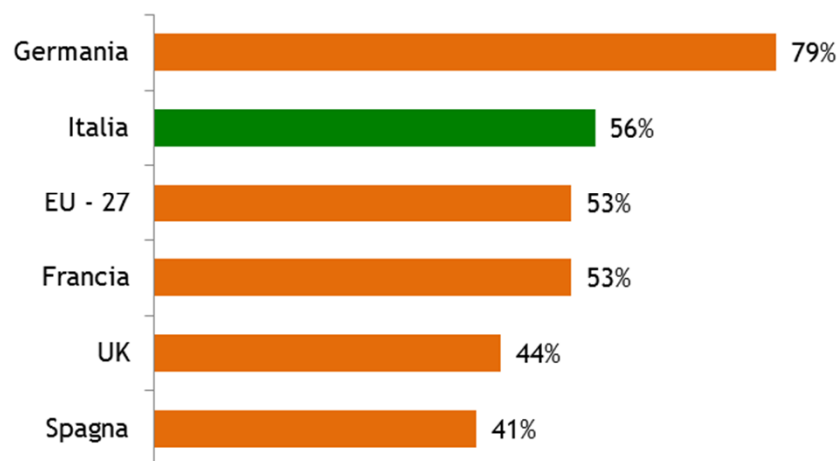
	solo aziende familiari	
	CEO di famiglia	Management di famiglia
Francia	62,2%	25,8%
Germania	84,5%	28,0%
Italia	83,9%	66,3%
Spagna	79,6%	35,5%
UK	70,8%	10,4%

- In ottica di futuro ricambio generazionale il sistema delle PMI italiane presenta molte più opportunità di managerializzazione ed efficientamento rispetto agli altri principali paesi europei.

## Capacità di innovazione

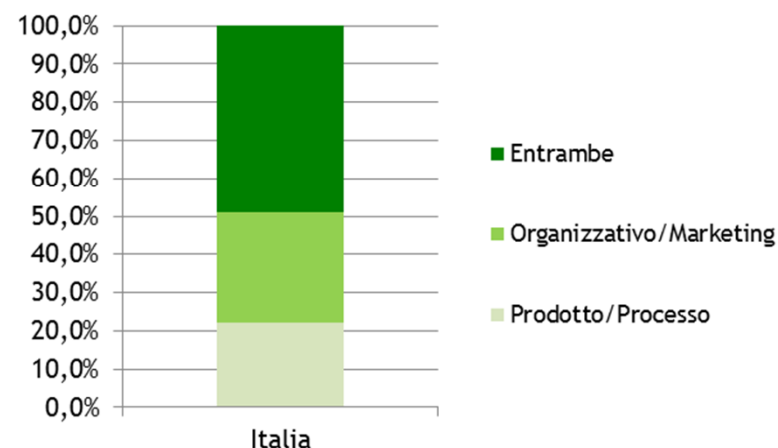
• Nonostante l'Italia sia considerata come un paese «moderatamente innovatore», tra il 2008 ed il 2010 il 56% delle imprese italiane dichiara di aver introdotto qualche innovazione, una percentuale che si colloca comunque al di sopra della media UE.

**2008-2010: % di aziende innovative**



Fonte: Commissione Europea

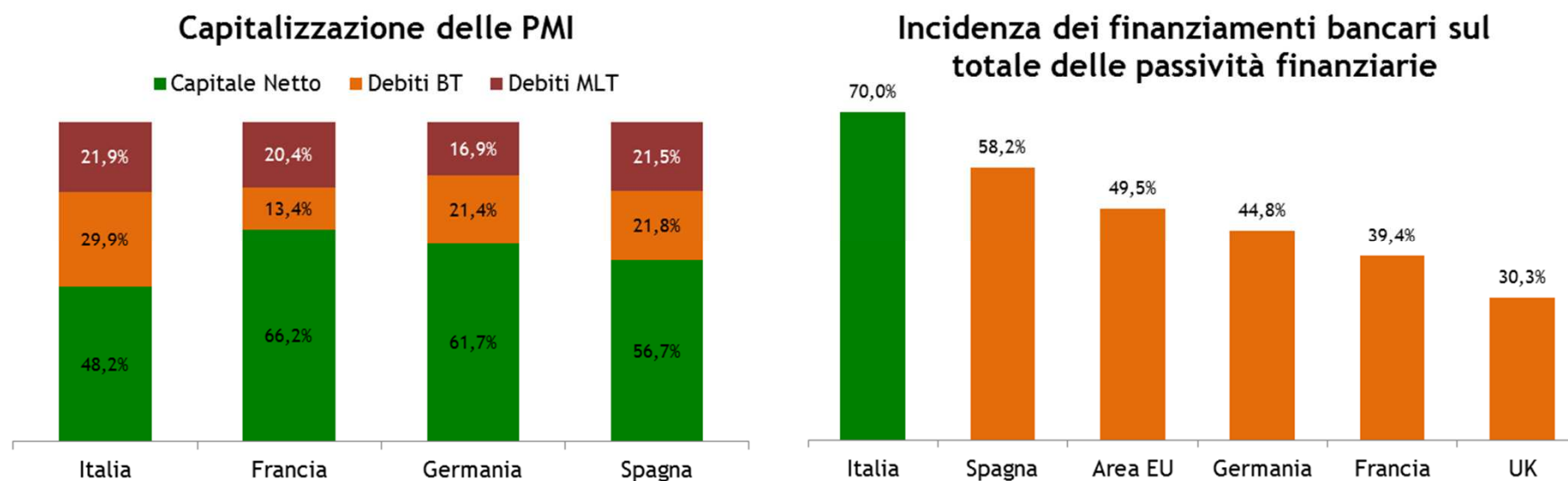
**2008-2010: Tipologia di innovazione**



- Gli imprenditori italiani anche se spendono poco in R&D mostrano una continua propensione al miglioramento di processo, di industrializzazione e di applicazioni

## Grado di capitalizzazione

- Le PMI italiane mostrano un basso livello di capitalizzazione ed un eccessivo ricorso al finanziamento a breve termine rispetto ai principali paesi europei.
- Il sistema finanziario italiano è da sempre imperniato sul ruolo preponderante delle banche rispetto al mercato. Per le imprese italiane i debiti bancari rappresentano una quota dei debiti finanziari prossima al 70%, rispetto al 39,4% in Francia, al 49,5% in Germania, e a circa il 30% nei paesi anglosassoni.
- I prestiti alle imprese non finanziarie costituiscono il 20% dell'attivo delle banche italiane, rispetto al 9% in Francia e in Germania e al 13% della media dell'area dell'euro.



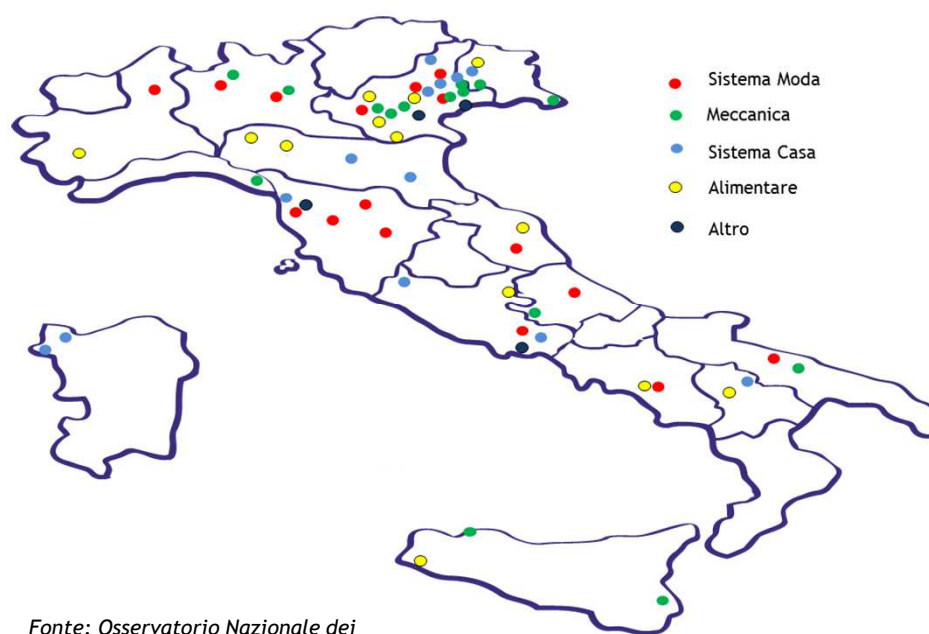
Fonte: Banca di Italia, Mediobanca

- Il sistema delle PMI italiane con buona probabilità sarà chiamato ad effettuare processi di ricapitalizzazione nel corso dei prossimi anni con buone opportunità per i fondi di private equity

## I distretti industriali

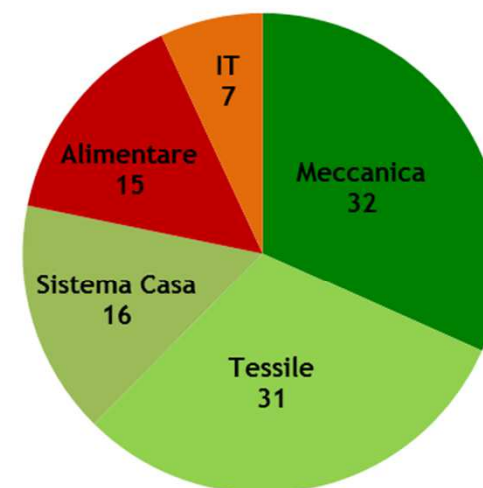
- La presenza di numerosi distretti specializzati compensa le debolezze dimensionali delle PMI italiane e offre interessanti opportunità in termini di aggregazione.
- Ad oggi in Italia si contano più di 100 distretti industriali, ai quali appartengono 270.000 aziende, che impiegano 1,4 Mln di dipendenti ed esportano circa il 26% del totale delle esportazioni italiane.

**Principali distretti italiani**



Fonte: Osservatorio Nazionale dei Distretti Italiani

**Principali distretti italiani**

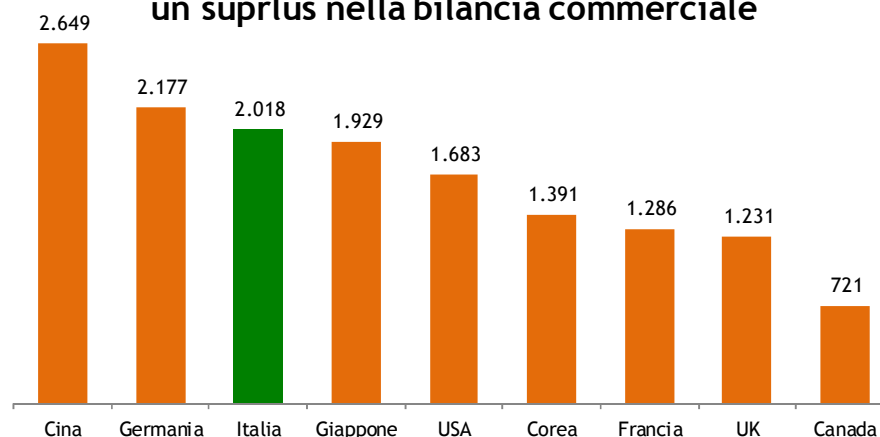


- La presenza di numerosi distretti specializzati compensa le debolezze dimensionali delle PMI italiane e offre interessanti opportunità in termini di aggregazione.

## Propensione all'export

- Nella classifica mondiale del surplus della bilancia commerciale, l'Italia si colloca al terzo posto in termini di numerosità di prodotti esportati.

**Numero di prodotti in cui ogni paese mostra un surplus nella bilancia commerciale**



Posizione dell'Italia nella bilancia commerciale	Numero di prodotti
Prima	249
Seconda	347
Terza	387
Quarta	317
Quinta	293
<b>Totale</b>	<b>1.593</b>

Fonte: UNComtrade

- Le PMI Italiane, pur in assenza di processi di internazionalizzazione strutturata, presentano una vocazione all'ideazione di prodotti e soluzioni «intelligenti» che trovano una naturale maggiore ricaduta anche all'estero.

## Le performance del private equity italiano sulle PMI nel periodo 2005-2012

- L'analisi dei rendimenti delle operazioni di private equity effettuate dal 2005 al 2012 conferma l'attrattività ed il potenziale delle PMI Italiane.
- Dall'analisi dei rendimenti per fatturato delle aziende target emerge che:
  - Le target il cui fatturato è compreso tra i 25 €M ed i 125 €M rappresenta uno dei segmenti più dinamici in termini di numero di deal effettuati
  - Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una migrazione dalle operazioni di grandi dimensioni a operazioni su target di dimensioni minori.
  - In termini di rendimenti, le operazioni afferenti target di dimensioni medio-piccole (fatturato compreso tra i 25 €M ed i 50 €M) hanno storicamente registrato i maggiori rendimenti.
  - Nell'intero arco temporale oggetto di analisi, le operazioni effettuate su aziende con fatturato compreso tra 25 €M e 125 €M non hanno sostanzialmente generato rendimenti negativi o *write-offs* dimostrando una particolare resilienza anche in contesti economici difficili

Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo aggregato)

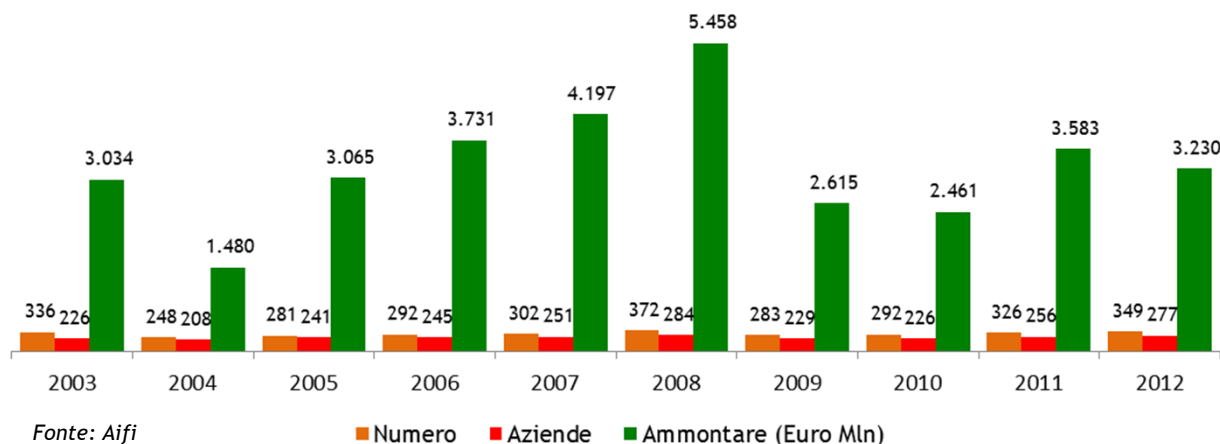
Fatturato (EUR/MLN)	2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		Media	
	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR	deals	IRR
< 10	20	3,6%	20	11,6%	16	13,6%	18	0,5%	14	0,3%	14	1,2%	21	1,4%	26	-31,4%	17	0,1%
10 - 25	12	14,6%	15	23,1%	15	3,8%	17	23,0%	3	-28,5%	12	-5,0%	16	4,5%	18	-60,0%	12	-2,7%
25 - 50	7	4,7%	7	1,8%	21	29,1%	9	48,3%	6	1,7%	7	40,2%	10	19,4%	17	13,3%	9	17,6%
50 - 125	12	14,6%	18	14,4%	21	17,9%	10	13,2%	8	19,0%	10	8,4%	11	14,3%	10	-2,4%	11	11,0%
<b>TOTALE PMI</b>	<b>19</b>	<b>9,7%</b>	<b>25</b>	<b>8,1%</b>	<b>42</b>	<b>23,5%</b>	<b>19</b>	<b>30,8%</b>	<b>14</b>	<b>10,4%</b>	<b>17</b>	<b>24,3%</b>	<b>21</b>	<b>16,9%</b>	<b>27</b>	<b>5,5%</b>	<b>20</b>	<b>14,3%</b>
125 - 250	7	48,8%	21	20,2%	9	25,6%	7	24,7%	4	7,4%	3	-11,2%	9	24,1%	5	-33,1%	7	11,8%
> 250	11	15,4%	6	112,8%	13	36,6%	11	16,7%	5	-38,0%	3	-70,0%	18	11,3%	6	10,7%	8	10,6%

Fonte: Aifi e KPMG

1. I fondi pensione e il private equity nell'attuale contesto italiano:
  - ✓ La raccolta
  - ✓ L'asset allocation
  - ✓ Cause della limitata propensione all'investimento in private equity da parte dei fondi pensione italiani
2. Le opportunità di investimento per il private equity italiano:
  - ✓ Tessuto imprenditoriale
  - ✓ Struttura proprietaria e managerializzazione
  - ✓ Capacità di innovazione
  - ✓ Grado di capitalizzazione
  - ✓ Propensione all'export
  - ✓ Distretti industriali
3. **I risultati attuali del private equity in Italia**
  - ✓ Attività di investimento
  - ✓ Private equity ed economia reale
  - ✓ Analisi delle performance
4. Considerazioni conclusive

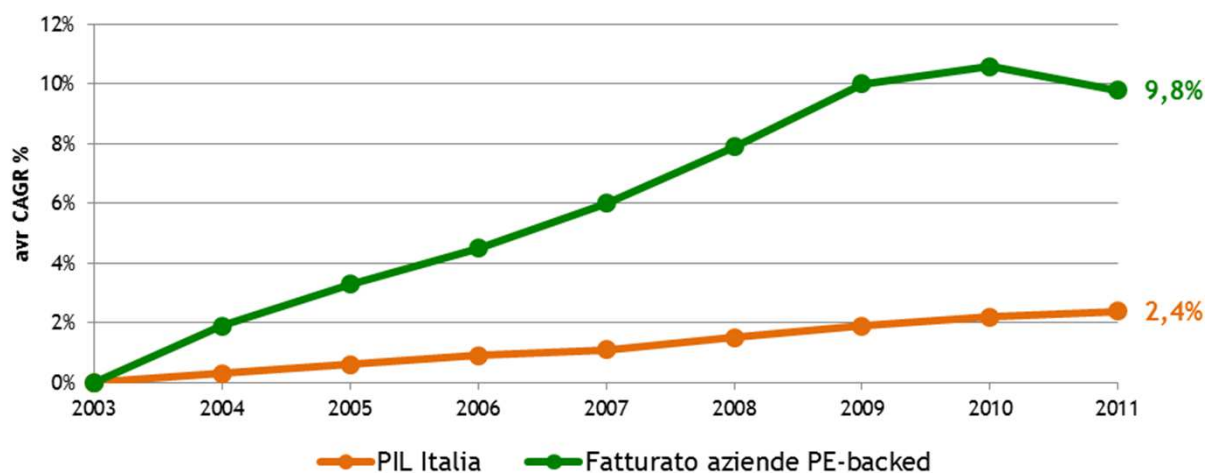


## Evoluzione dell'attività di investimento dei fondi di PE



L'attività di investimento da parte dei fondi di Private Equity ha vissuto una fase di crescita tra il 2004 ed il 2008, anno in cui ha raggiunto il livello massimo di 5,4 miliardi di euro di investimenti. Dal 2008 si è assistito ad una contrazione dell'attività di investimento ma, soprattutto nel corso degli ultimi due anni, è iniziata la fase di recupero.

## PIL Italiano vs Aziende PE-backed

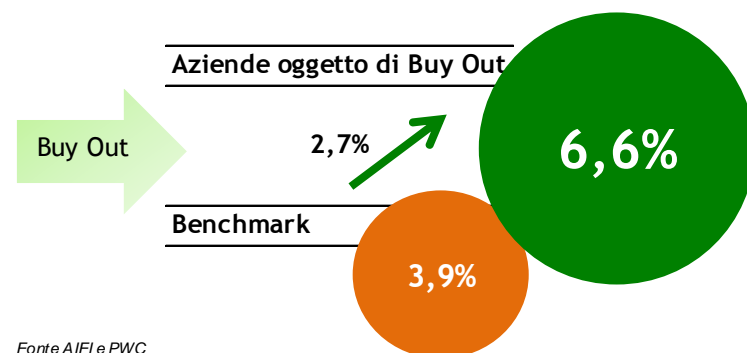


Un recente studio condotto da AIFI e PwC ha dimostrato gli effetti benefici della permanenza di un fondo di Private Equity nel capitale di un'azienda. Tale dato è riscontrato nel confronto tra la crescita del PIL nazionale e del fatturato dell'azienda PE Backed.

## Il Private Equity come motore di sviluppo

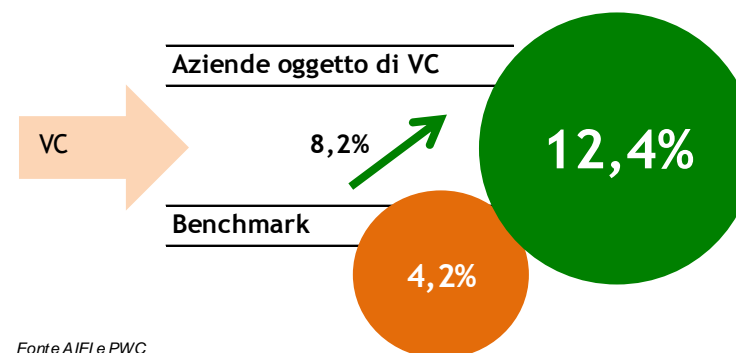
- L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, propria del settore del private equity, rappresenta un motore di sviluppo sia quando è rivolta nei confronti di aziende in fase di avvio, sia se riferita a situazioni tanto di crescita, quanto di riorganizzazione.
- Numerosi studi dimostrano che le imprese partecipate dagli operatori crescono in termini di numero di dipendenti e fatturato a tassi superiori rispetto sia all'economia italiana, sia a un campione di imprese comparabili.

Ricavi: CAGR % 2003 - 2011



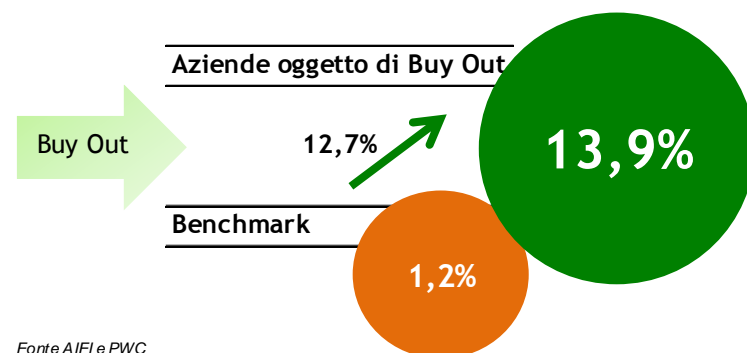
Fonte AIFI e PWC

Ricavi: CAGR % 2003 - 2011



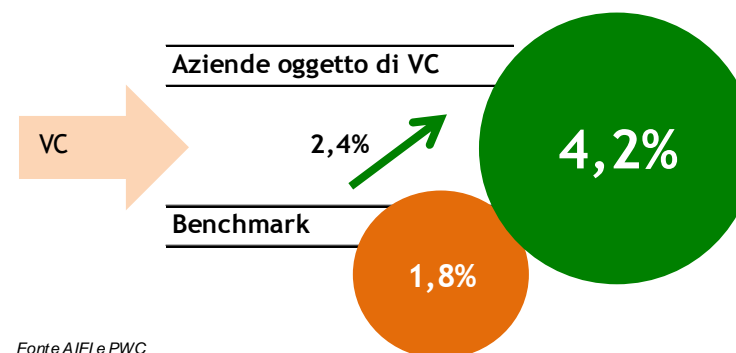
Fonte AIFI e PWC

Ebitda margin CAGR % 2003 - 2011



Fonte AIFI e PWC

Ebitda margin CAGR % 2003 - 2011



Fonte AIFI e PWC

## Analisi delle performance del private equity italiano nel periodo 2002-2012

•L'investimento in Private Equity ha storicamente generato ritorni positivi e superiori rispetto alle principali asset class tradizionali (azioni, obbligazioni, etc.).

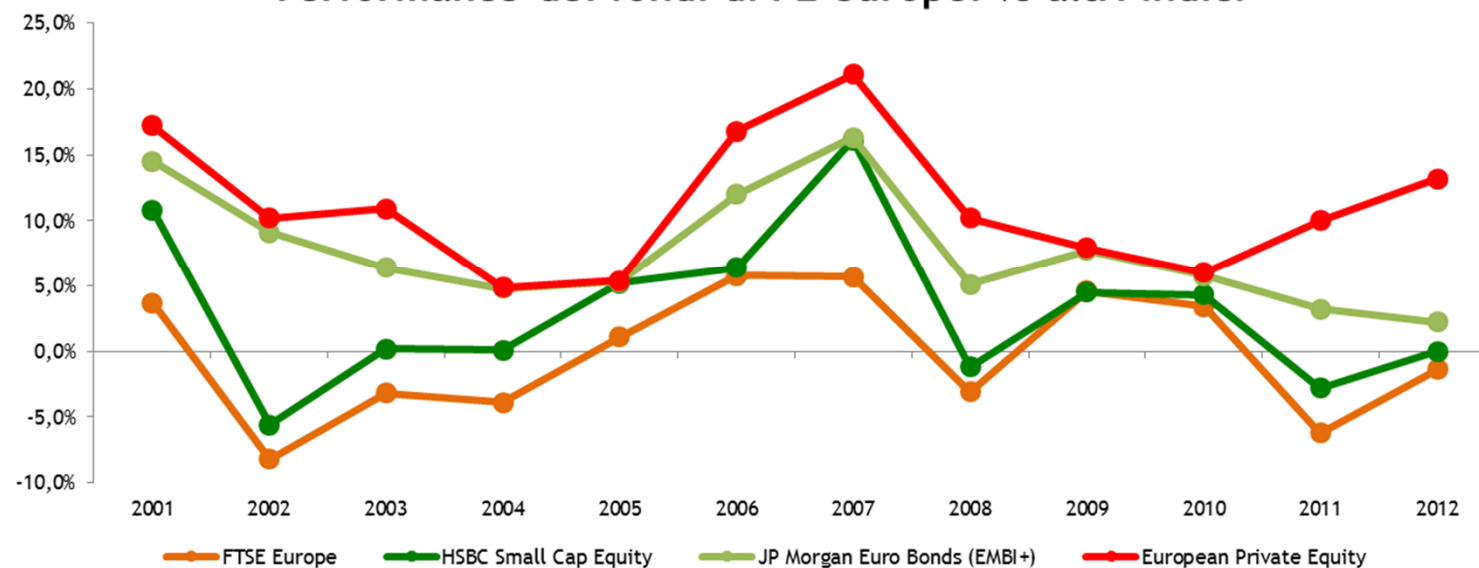
•Analizzando una serie storica piuttosto lunga si nota che l'evoluzione dei rendimenti è correlata all'andamento del ciclo economico ed è invece molto meno correlato rispetto al mercato azionario, in particolare:

- Elevata variabilità delle distribuzioni dei rendimenti
- Fatta eccezione degli anni di maggiori tensioni sui mercati (2008/2009) è significativa e relativamente costante la percentuale di operazioni dismesse con IRR sopra il 10%.
- Rendimenti superiori al 20% sono molto frequenti negli anni compresi tra il 2004 ed il 2008
- Negli anni in cui il contesto economico era favorevole (IPO, leverage, multipli di acquisizione elevati) si sono registrati numerosi casi di successo con IRR superiore al 100% e talvolta anche al 500%

Breakdown per classe di IRR realizzato

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media
Negativo/Write Off	19,4%	26,0%	21,7%	9,9%	14,8%	8,5%	34,1%	86,6%	80,3%	25,1%	43,8%	33,7%
0%-10%	25,8%	35,4%	31,9%	53,5%	38,6%	4,4%	7,0%	2,2%	2,3%	7,6%	6,2%	19,5%
10%-20%	17,7%	6,3%	13,0%	8,5%	10,2%	23,1%	2,9%	3,8%	8,2%	55,8%	42,2%	17,4%
20%-50%	19,4%	14,7%	17,3%	16,9%	18,1%	31,8%	46,8%	6,9%	6,4%	4,1%	5,6%	17,1%
50%-100%	6,5%	8,3%	7,2%	8,5%	8,0%	14,5%	8,3%	-	2,9%	6,1%	2,0%	7,2%
100%-500%	8,1%	7,3%	5,8%	2,8%	8,0%	17,7%	0,9%	0,4%	-	1,3%	0,2%	5,3%
>500%	3,2%	2,1%	2,9%	-	2,3%	-	-	-	-	-	-	2,6%
N° di disinvestimenti	62	96	69	71	88	99	78	42	52	85	82	75
Totale Investito	314	432	429	512	966	1.627	1.289	836	628	1.748	840	875
Totale disinvestito	641	672	883	995	1.956	4.105	2.193	361	466	2.939	1.112	1.484
Moltiplicatore x cash	2,04	1,56	2,06	1,94	2,02	2,52	1,70	0,43	0,74	1,68	1,32	1,70
% Write Off - Irr < 10%	45,2%	61,4%	53,6%	63,4%	53,4%	12,9%	41,1%	88,8%	82,6%	32,7%	50,0%	53,2%
% IRR > 10%	54,8%	38,6%	46,4%	36,6%	46,6%	87,1%	58,9%	11,2%	17,4%	67,3%	50,0%	46,8%

## Performance dei fondi di PE europei vs altri indici



Fonte: EVCA

## Correlazione tra le principali asset class e le differenti tipologie di investimento di Private Equity

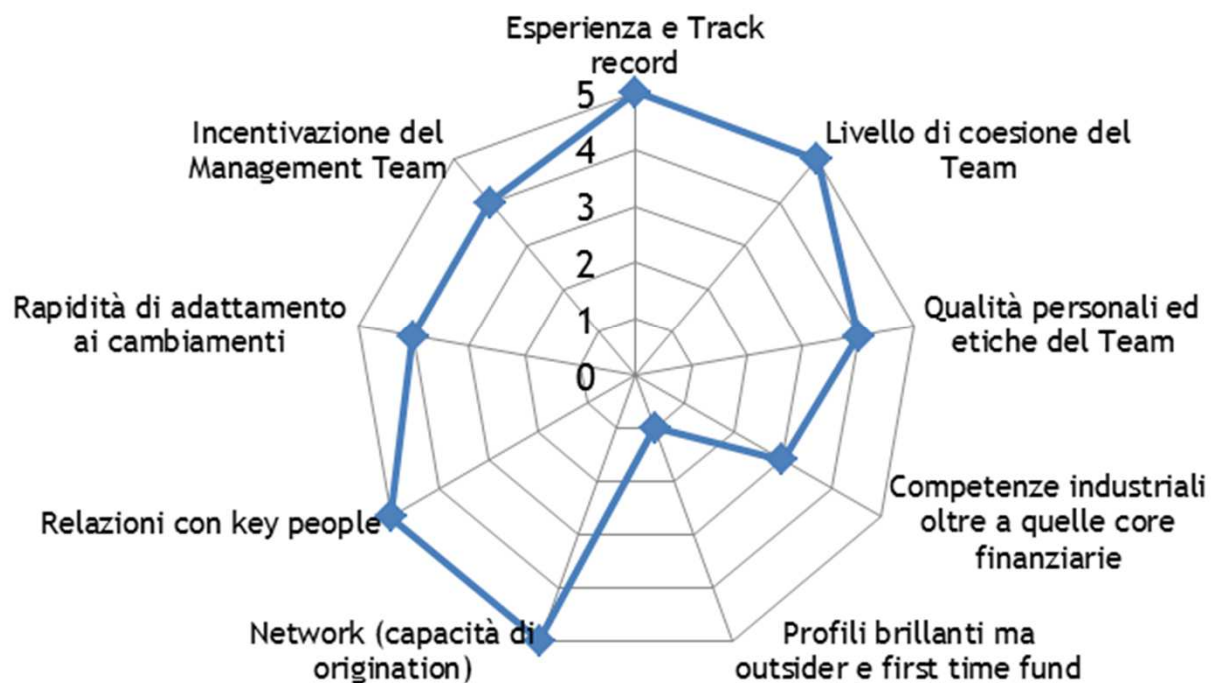
	S&P 500	RU 2000	T-Bonds	High-Yield	Venture Capital	Buy Out	Mezzanine	Distressed Debt
S&P 500	1,00							
RU 2000 (US Small Cap)	0,83	1,00						
T-Bonds	-0,10	-0,16	1,00					
High-Yield	0,76	0,92	0,00	1,00				
Venture Capital	0,39	0,29	-0,40	0,01	1,00			
Buy Out	0,79	0,65	-0,40	0,48	0,54	1,00		
Mezzanine	0,69	0,72	-0,26	0,54	0,69	0,72	1,00	
Distressed Debt	0,65	0,87	-0,18	0,91	0,17	0,54	0,60	1,00

1. I fondi pensione e il private equity nell'attuale contesto italiano:
  - ✓ La raccolta
  - ✓ L'asset allocation
  - ✓ Cause della limitata propensione all'investimento in private equity da parte dei fondi pensione italiani
2. Le opportunità di investimento per il private equity italiano:
  - ✓ Tessuto imprenditoriale
  - ✓ Struttura proprietaria e managerializzazione
  - ✓ Capacità di innovazione
  - ✓ Grado di capitalizzazione
  - ✓ Propensione all'export
  - ✓ Distretti industriali
3. I risultati attuali del private equity in Italia
  - ✓ Attività di investimento
  - ✓ Private equity ed economia reale
  - ✓ Analisi delle performance
4. **Considerazioni conclusive**

## Considerazioni conclusive

- Il mercato in Italia è ricco di opportunità per il private equity nei prossimi anni.
- I ritorni ci sono ma non per tutti; il numero di operazioni con ritorni soddisfacenti è comunque elevato, resiliente e si concentra nei portafogli di gestori più performanti
- Diventa fondamentale la scelta del gestore. Secondo noi i criteri chiave sono i seguenti:

## Criteri di scelta di un gestore



## Processo di selezione proposto

- Adempimenti normativi e regolamentari (alcuni l'hanno già fatto)
- Risorse interne o advisor esterni «specializzati» sul private equity
- Beauty contest
- Dati ed informazioni per confronti quali/quantitativi tra fondi sono ampiamente disponibili sul mercato
- Scelta di uno o più gestori per tipologia di investimento (Venture Capital, Small Cap, Large Cap, etc.)

**Grazie per la vostra attenzione**

Walter Comelli  
Head of Private Equity  
Imi Fondi Chiusi SGR Spa  
[walter.comelli@intesasanpaolo.com](mailto:walter.comelli@intesasanpaolo.com)