



CEIS – Osservatorio sugli Intermediari
e la Finanza Internazionale

Dipartimento di Economia e Istituzioni

II Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano 2007



Copyright © MMVIII
ARACNE editrice S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

via Raffaele Garofalo, 133 A/B
00173 Roma
(06) 93781065

ISBN 978-88-548-1898-9

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: luglio 2008

Indice

Premessa	7
<i>Michele Bagella</i>	
I Fondi di private equity e venture capital in europa: le ragioni della espansione	9
<i>Rocco Ciciretti – Università di Roma Tor Vergata</i> <i>Ugo Trenta – Dexia Crediop S.p.A.</i>	
II Il finanziamento private equity delle energie rinnovabili	51
<i>Paolo Paesani – Università di Roma Tor Vergata</i>	
III La finanza strutturata: dimensioni e prospettive	79
<i>David Angeloni – Royal Bank of Scotland</i>	
IV Concorrenza nei servizi bancari europei: il punto di vista delle autorità	97
<i>Stefano Caiazza, Giancarlo Spagnolo – Università di Roma Tor Vergata</i> <i>Elena Carletti – University of Frankfurt and Center for Financial Studies</i> <i>Caterina Giannetti – IMT Lucca</i>	
V Mercato finanziario italiano e fondi pensione: scenari attuali e futuri	133
<i>Annalisa Castelli, Angelica Vommaro – Università di Roma Tor Vergata</i>	
VI Una valutazione empirica della sostituibilità tra i titoli di stato europei	151
<i>Andrea Coppola – Università di Roma Tor Vergata</i>	
VII Il comportamento strategico degli specialisti in titoli di stato italiani nelle aste a prezzo uniforme	171
<i>Riccardo Pacini, Leonardo Guardiani – Università di Roma Tor Vergata</i>	
VIII La finanza socialmente responsabile. stato dell'arte e prospetti- ve in italia e in europa	195
<i>Davide Dal Maso – Forum per la Finanza Sostenibile e Vigeo Italia</i>	

Premessa

Questa seconda edizione del **Rapporto** da *UniTV-Finance Group* offre al lettore un aggiornamento sugli aspetti più dibattuti nel corso dell'ultimo anno riguardanti la evoluzione dei sistemi bancari e dei mercati finanziari.

Il Sistema Finanziario Internazionale nel suo complesso, mercati e banche, sta ancora soffrendo per la crisi del credito *subprime* che iniziata negli Stati Uniti si è estesa in Europa e nei paesi dell'Asia e della America Latina seppure in misura minore. Crisi che ha messo in evidenza come la misura del rischio di controparte sia cruciale per il buon andamento degli stessi mercati e delle banche. In un mondo sempre più aperto grazie allo sviluppo della tecnologia specie informatica i capitali si muovono in tempo reale da un mercato all'altro, da un titolo all'altro, da una moneta all'altra.

Le regole sono però molto diverse da un paese all'altro, e ciò rende molto più complessa la attività delle Autorità di controllo e quindi accresce il rischio degli investitori. La richiesta crescente di strumenti finanziari ha spinto gli intermediari ad offrime di sempre più sofisticati. Le obbligazioni garantite da sottostanti rappresentati da crediti o da altre passività ha fatto crescere il mercato, ma lo anche reso molto più opaco. Una cosa è acquistare una obbligazione industriale o bancaria o emessa da uno stato sovrano. Un'altra cosa è acquistare una obbligazione emessa da una società finanziaria sulla base di un portafoglio crediti.

L'impresa che emette l'obbligazione è *leggibile* con maggiore efficienza da parte del mercato. E' nota la sua storia, sono noti i suoi bilanci, sono a disposizione le informazioni che riguardano la sua posizione nel mercato, ed altro ancora. Lo stesso grado di trasparenza lo si può rilevare nel caso della emissione di una obbligazione bancaria o sovrana. Certamente neanche in questi casi manca il rischio, ma il suo profilo è più facilmente leggibile e misurabile. Non altrettanto si può dire nel caso di prodotti finanziari strutturati. Qui non è in gioco la *leggibilità* della società emittente quanto la garanzia che essa offre che è fatta da un insieme di titoli o crediti con profili di rischio differenti.

Stimare per esempio il rischio di un portafoglio crediti subprime si è rivelato una operazione tutt'altro che semplice per gli investitori. Le banche americane, ma non solo, hanno mancato sotto questo profilo e hanno così accresciuto il rischio sistemico.

Il vero punto nevralgico sta in questa omissione, che ha reso il sistema finanziario internazionale più esposto e per questo più fragile. I prodotti derivati sono stati chiamati in causa come moltiplicatore del rischio. La soluzione tuttavia non è fare a meno di tali prodotti, ma ancora una volta stimarne adeguatamente i rischi che essi comportano. Non vi sono modelli di misura che consentono di annullarli. Essi però ne possono offrire una misura accettabile e remunerabile su cui gli hedge fund possono svolgere la loro attività.

Le crisi servono a dare lezioni e a far sì che non si ripetano gli errori che le hanno originate. Nel mondo attuale sempre più globalizzato, il risparmio e la ricchezza finanziaria vanno alla ricerca di impieghi sempre più remunerativi. In quantità crescente si riversano sui mercati e sui prodotti facendone aumentare i prezzi e dando agli investitori segnali di positività dei loro investimenti. Ma non sempre ciò accade, come dimostrano gli avvenimenti recenti.

Per contenere l'euforia e mitigare il sorgere di "bolle" e per frenare le cadute e il sorgere del panico, la ricetta che anche il "*Financial Stability Forum*" suggerisce è fatta di una combinazione di regole di funzionamento dei mercati e dei prodotti convergenti e di cooperazione delle Autorità di controllo. Tra queste è auspicabile che le banche centrali che offrono monete di riserva, in testa FED e BCE, si orientino verso forme di governance e di operatività comuni, avendo come obiettivo finale di frenare la volatilità dei tassi di cambio.

Ad un anno dal primo **Rapporto** il Gruppo di Tor Vergata ha ritenuto di allargare l'osservazione ad aspetti emergenti nei mercati, destinando uno spazio a ciascuno di essi. Lo scopo è stato quello di contribuire all'approfondimento di ciascuno di essi. A tutti i ricercatori che hanno lavorato per raggiungere questo risultato va il mio più sentito ringraziamento.

Michele Bagella

Fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* in Europa: le Ragioni della Espansione[♦]

Rocco Ciciretti

Dipartimento di Economia e Istituzioni
Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”

Ugo Trenta

Finance/Capital Markets Department
DEXIA — CREDIOP SpA

I fondi di private equity sono uno strumento finanziario anglosassone con una storia pluridecennale alle spalle. Si stanno rivelando assai utili per l'evoluzione del capitalismo italiano ed europeo in genere. In effetti la logica del private equity sembra fatta quasi su misura per gestire passaggi cruciali come il salto dimensionale, la managerializzazione della gestione, l'avvio verso la quotazione. In termini di volumi e numero di investimenti, il private equity italiano ed il mercato del venture capital continuano ad essere caratterizzati da un trend di crescita, fondamentalmente dovuto ad una crescita del capitale investito in operazioni di espansione e ad un incremento del numero di operazioni di buyout.

[♦] Le opinioni espresse in questo articolo sono degli autori e non sono, in nessun modo, riconducibili alle opinioni della DEXIA–CREDIOP SpA. Ogni errore è attribuibile esclusivamente agli autori. I dati presenti in questo contributo sono stati gentilmente forniti agli autori direttamente dall'EVCA (**European Private Equity and Venture Capital Association**). Gli autori desiderano ringraziare Michele Bagella, Leonardo Becchetti, Gustavo Piga, David Angeloni, Alessandro Borin, Annalisa Castelli, Lorenzo Carbonari, Sungho Choi, Paolo Paesani per i commenti ricevuti durante la stesura del rapporto.

1. Introduzione

Mr. Greenberg and others point to the rapid rise of private equity –giant pools of capital that buy up companies and take them out of the public securities markets– as a sign of the times. “I talk to a lot of senior executives who are ready to do something else,” says Tom Neff, U.S. chairman of the executive search firm Spencer Stuart. “Private equity is on their agenda. It could drain talent that might be considered for public company CEO jobs.” Behind all the hand-wringing is this fear: that the public corporation, which was the great wealth-generating machine of the 20th century, may be dying a slow death in the 21st.

Se questa frase sintetizza l'essenza del private equity in US ci si chiede come l'Europa possa reagire o abbia reagito a questo segno del tempo.

Il Private Equity e il Venture Capital (PE e VC da ora in avanti nel testo) è un fenomeno in forte crescita in tutta Europa. La tabella 1 mostra come in 10 anni l'incremento sia stato costante ma a salti. In crescita dal 1996 al 2000, poi un decremento dal 2001 al 2004 e infine un salto negli ultimi due anni. Il decremento del 2001 è da associarsi alla difficile situazione economica che ha colpito non solo l'Europa ma anche USA e Asia. L'anno 2006 è stato caratterizzato dal boom dei “mega buy-out” di oltre 300 milioni di euro, che sono più che triplicati rappresentando un investimento di oltre 19 miliardi di euro contro i 6 miliardi del 2005¹. I buy-out, specie di grandi dimensioni, hanno dominato i titoli di giornale, ma il settore continua a far crescere e sviluppare società di piccole e medie dimensioni, come dimostra il fatto che il 90% delle imprese finanziate dal private equity ha meno di 500 dipendenti.

Gli Usa rappresentano la maggiore fonte di capitali per il private equity europeo con 32 miliardi di euro, una percentuale del 28.8%, mentre la Gran Bretagna è al secondo posto con il 21.3% seguita dalla Francia con il 7.9% e dalla Svezia con il 5.1%. Londra è invece prima come destinazione degli investimenti con il 33% degli investimenti.

Senza fare nessun calcolo comunque si è passati da 8 a 112 miliardi di Euro in fondi raccolti (Funds Raised); da 7 a 71 miliardi di Euro in Investments; da 3,6 a 33 miliardi di Euro in Divestments at Cost. Con questi numeri sommari il fenomeno del PE e del VC è sicuramente da prendere in considerazione anche per analizzare la logica economica che lo muove². In questo

¹ Nella prima parte del 2007 questa tendenza è proseguita con il “mega-bid” di \$48 miliardi su BCE (compagnia canadese di telecomunicazioni) da parte di un consorzio di società. Tra gli altri mega-bid c'è anche quello su Virgin Media (\$22 miliardi) e su Hilton Hotels (\$26 miliardi) (“The Business of Making Money”, *The Economist*, 7 Luglio 2007).

² La rilevanza del fenomeno emerge chiaramente anche dalle parole del Governatore della Banca d'Italia, il quale a più riprese si è soffermato, nelle Considerazioni Finali in calce alla Relazione Annuale (Maggio 2007) sul tema: [... pag.6] Liquidità abbondante e bassi tassi di interesse hanno contribuito allo sviluppo tumultuoso di *hedge funds* e fondi di *private equity*. Il loro ruolo nel funzionamento dei mercati è stato positivo. Ma la dimensione del fenomeno, l'alta le-

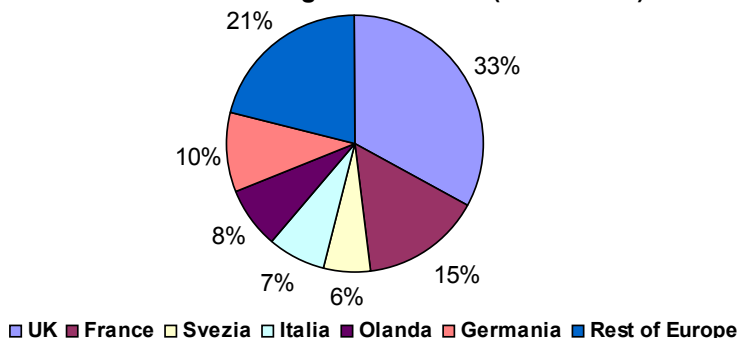
Tabella 1. Andamento del PE e del VC in Europa dal 1996 al 2006 (in miliardi di Euro).

Anno	Funds Raised	Investments	Divestments at Cost
1996	8,0	6,8	3,6
1997	20,0	9,7	5,8
1998	20,3	14,5	7,0
1999	25,4	25,1	8,6
2000	48,0	35,0	9,1
2001	40,0	24,3	12,5
2002	27,5	27,6	10,7
2003	27,0	29,1	13,6
2004	27,5	36,9	19,6
2005	71,8	47,0	29,8
2006*	112,3	71,0	33,0

Fonte: EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers (2007).

* Dati di *Il Sole24Ore*, 12 giugno 2007

Destinazione degli investimenti (anno: 2006)



Fonte: *Il Sole 24 Ore* (12 giugno 2007).

va finanziaria che caratterizza gli *hedge funds*, la richiesta di maggiore trasparenza da parte di investitori e controparti, i potenziali rischi di instabilità richiedono l'attenzione del mercato e dei regolatori. Le autorità mirano a contenere il rischio sistemico facendo leva sulla disciplina di mercato, stimolando i soggetti da esse direttamente vigilati affinché ottengano dagli *hedge funds* le informazioni necessarie e si assicurino dell'esistenza di procedure per la migliore gestione dei rischi. [... pag.15] La presenza in Italia del private equity si sta ampliando, sebbene il volume delle operazioni resti molto inferiore a quello degli altri principali paesi europei. Tra il 2003 e il 2006 il numero delle società di gestione italiane è salito da 26 a 49; i mezzi finanziari per i fondi da 3 a 6 miliardi. Cresce soprattutto la presenza degli operatori non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, che nel 2006 hanno superato la metà del totale dei mezzi investiti. [...] Vi è uno stretto legame tra la diffusione degli intermediari specializzati e lo sviluppo della borsa. Oltre un terzo delle aziende italiane che si sono quotate tra il 1995 e il 2006 è stato assistito da operatori di private equity, ampliando un accesso al mercato borsistico che in Italia è finora rimasto per lo più limitato alle imprese di grandi dimensioni, ed è molto al di sotto, per capitalizzazione, rispetto agli altri paesi industriali.

Tabella 2. Composizione della voce Funds Raised dal 2002 al 2006 (in miliardi di Euro).

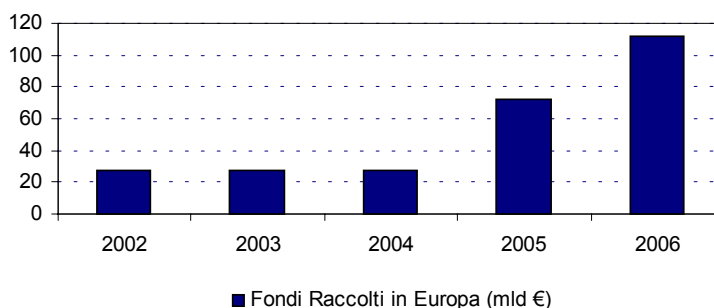
Funds Raised					
Anno	Totale	VC		Buyout	N/A
		High Tech	non-High Tech		
2002	27,5	4,2	4,3	18,3	0,7
2003	27,0	2,3	3,4	21,0	0,3
2004	27,5	2,5	6,3	17,8	0,9
2005	71,8	5,1	5,8	57,7	3,2
2006*	89,8	4,7	11,2	70,9	3,0

Fonte: *EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers (2007).*

* I dati sono preliminari.

N/A indica che non è possibile assegnare nessuna fonte al valore.

Private Equity: Fondi Raccolti in Europa (mld €)



Fonte: *Il Sole 24 Ore (12 giugno 2007).*

contributo cercheremo di spiegare le ragioni dell'incremento anche in relazione alla non-integrazione dei mercati finanziari europei e in relazione anche al fenomeno del Listing/Delisting. Nello specifico negli ultimi 5 anni la composizione (o allocazione) della voce Funds Raised è descritta nella tabella 2.

Quello che colpisce è che la componente non-High Tech è superiore alla componente High Tech. Questo può derivare anche dal fatto che gli investimenti tecnologici in Europa sono ancora un mercato dominato dagli enti governativi che non lasciano adeguato spazio all'iniziativa privata. Poi si nota come il Buyout sia predominante sulle altre voci. Questo potrebbe essere un segno di efficienza del mercato out of the counter. Quando un privato non ha margini per il profitto il Buyout genera la propria allocazione efficiente. Stesso fenomeno che accade nei mercati azionari con i takeover.

Tabella 3. Composizione della voce Investments dal 2002 al 2006 (in miliardi di Euro).

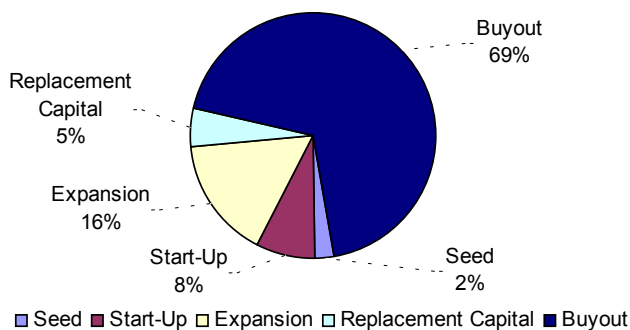
Anno	Investments		
	Totale	VC	Buyout [#]
2002	27,6	9,8	17,9
2003	29,1	8,4	20,7
2004	36,9	10,3	26,6
2005	47,0	12,7	34,3
2006*	50,3	11,3	39,0

Fonte: *EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers (2007).*

* I dati sono preliminari.

Esculsi i debiti verso le banche.

Distribuzione per stadio di sviluppo (% investite)



Fonte: *EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers (2007).*

Nella tabella 3 viene descritta la composizione della voce Investments. Come si può notare dai numeri anche qui la tecnica del Buyout ha il livello di investimenti più elevato.

Nel resto dell'articolo cercheremo di capire come questo fenomeno si è espanso in Europa e quale potrebbe essere il suo impatto sugli equilibri tra mercati regolamentati (Borse azionarie in primis) e mercati non regolamentati.

2. Private Equity: caratteristiche principali, modalità operative ed organizzative

I canali di finanziamento dello sviluppo attraverso capitale di rischio sono, attualmente, assai più articolati che in passato. L'offerta di capitali è aumentata in modo significativo, sia qualitativa-

FASE DEL CICLO DI VITA DELL'IMPRESA	CANALE DI FINANZIAMENTO
avvio di nuove iniziative imprenditoriali (<i>start-up financing</i>)	operatori pubblici e <i>personal venture capitalist</i>
crescita aziendale e sviluppo di progetti imprenditoriali (<i>expansion financing</i>)	fondi chiusi
quotazione per consolidare posizione e mercati d'impresa (<i>bridging financing</i>)	<i>merchant banks</i> (e mercato mobiliare)
operazioni di rinnovamento, rilancio o ristrutturazione, cogliendo nuove opportunità in situazioni di declino o di crisi, anche in fasi precedenti (<i>turnaround financing</i>)	operatori di matrice pubblica, soggetti <i>specializzati locali</i> prevalentemente di matrice bancaria, banche e <i>vulture investor</i>
trasformazioni aziendali, ristrutturazioni azionarie, sostituzione di familiari che ricomprendono i <i>leveraged/management e family buy-out/in</i> , le acquisizioni, le fusioni e gli scorpori (<i>replacement capital</i>)	fondi chiusi (prevalentemente esteri) e altre istituzioni specializzate

mente che quantitativamente, ma è necessario individuare una metodologia per scegliere il canale di finanziamento che risponda in maniera più adeguata alle proprie esigenze. Tale decisione è molto laboriosa e l'offerta di capitali di rischio risulta selettiva per sua natura, pur essendo riconducibile a:

- soggetti privati o altre imprese;
- investitori istituzionali;
- mercato mobiliare;
- settore pubblico.

Per aumentare le possibilità di successo nel reperimento delle risorse necessarie è, dunque, opportuno che l'impresa selezioni correttamente, e sulla base delle proprie esigenze l'interlocutore. In prima istanza, nell'operare la scelta più conveniente, l'impresa dovrà principalmente tenere in debito conto lo stadio del ciclo di vita in cui versa e la natura del fabbisogno finanziario e solo successivamente le caratteristiche di costo e di flessibilità della copertura. In estrema sintesi, le necessità finanziarie e, di conseguenza, le problematiche da affrontare possono orientare verso canali di approvvigionamento di risorse differenti.