

L'impatto del *private equity* per l'impresa target: benefici transitori o strutturali?

Antonio Meles, Stefano Monferrà, Claudio Porzio,
Vincenzo Verdoliva

Sommario: 1. Introduzione - 2. *Review* della letteratura e ipotesi di ricerca - 3. Descrizione del campione utilizzato - 3.1 Dati - 3.2 Variabile dipendente - 3.3 Variabili esplicative: caratteristiche delle operazioni – 3.4 Variabili di controllo - 4. Metodologia - 5. Risultati - 6. Conclusioni - Bibliografia - Appendice

Abstract

The aim of this paper is to investigate whether the benefits of private equity (PE) investments, on portfolio firms, persist after the exit of PE investors. This proposition is tested by comparing the post-divestment operating performance of a PE-backed firms sample with a matched sample of non-PE backed firms. The results show that post-divestment operating performance are linked to typology of PE investment (VC Vs. BO), nature of PE investor (bank based Vs. non-bank based PE investors) and exit strategy (IPO Vs. Other way outs). In addition, a non-linear relationship between holding period and post-divestment operating performance is found.

Keywords: private equity, venture capital, buy-out, creazione di valore

1. Introduzione

Nel corso del decennio appena trascorso (2001-2010) gli investimenti di *private equity* (PE), convenzionalmente segmentati in operazioni di *venture capital* (VC) e *buy-out* (BO)¹, sono sensibilmente cresciuti². Il loro sviluppo,

¹In accordo con la classificazione proposta dall'associazione italiana del Private Equity (AIFI), e ampiamente accettata a livello nazionale ed internazionale (su tutti si vedano: Bracchi e Gervasoni, 2006; Cumming e Johan, 2009), sono state catalogate come operazioni di *venture capital*, gli interventi di PE finalizzati all'avvio e allo sviluppo

realizzatosi sia in termini di ammontare investito che di fondi raccolti, è avvenuto nonostante gli effetti negativi della crisi finanziaria e la sfavorevole reputazione che tali investimenti hanno progressivamente acquisito (Morris, 2010). In passato la letteratura ha enfatizzato positivamente il contributo dell'attività di VC e delle operazioni di BO sui risultati aziendali, sulla crescita economica e sull'efficienza dei mercati (Kaplan 1989; Singh 1990; Opler, 1992; Meles, 2009). La crisi finanziaria e le sue ricadute economiche hanno suggerito di rivedere tali giudizi sottolineando anche la presenza di possibili ripercussioni negative. Nel segmento dei BO, ad esempio, hanno generato forti perplessità l'impiego di una elevata leva finanziaria in presenza di contesti economici caratterizzati da livelli crescenti di instabilità (Stromberg, 2008; Wright *et al.*, 2009).

Anche se di recente nuovi studi (Croce *et al.*, 2013) hanno ribadito la capacità degli investitori istituzionali di condizionare positivamente la redditività delle imprese target, non mancano analisi che, al contrario (tra gli altri: Wang *et al.*, 2003; Coakley *et al.*, 2007; Levis, 2011), suggeriscono una certa cautela nel giudicare positivamente gli effetti prodotti a livello micro e macro-economico (es: stimolo alla crescita e allo sviluppo di un paese) dal loro intervento.

Nel corso del presente lavoro vengono sottoposte a verifica sia le ipotesi coerenti con la *long-term value-added view*, secondo la quale le pratiche finanziarie e gestionali messe in opera dagli investitori istituzionali permangono anche dopo la loro uscita, favorendo il miglioramento delle performance aziendali; sia le ipotesi legate alla *short-term value-added view*, la quale considera tali interventi potenzialmente deleteri per i risultati aziendali di lungo termine, in quanto orientati alla massimizzazione della ricchezza nel breve periodo.

Rispetto alle principali ricerche svolte sinora (su tutti: Jain e Kini, 1995; Wang *et al.*, 2003; Coakley *et al.*, 2007; Levis, 2011) questo studio presenta un primo elemento di originalità nella composizione del *dataset* utilizzato, che include operazioni caratterizzate da molteplici modalità di *way-out* (*IPO*, *trade sale*, *secondary buy-out*, e *buy-back*).

Inoltre i risultati raggiunti, oltre a confermare quanto già evidenziato in letteratura, suggeriscono nuovi approcci interpretativi delle relazioni oggetto di studio. In relazione agli effetti prodotti dall'intervento degli investitori istituzionali, i risultati sembrano supportare la *long-term value-added hypothesis* con riferimento al solo comparto del VC, mentre per le altre tipologie di operazioni analizzate, sembrerebbe valida la *short-term value-added view*.

dell'impresa (*early stage financing*, e *expansion capital*) e come operazioni di *buy-out*, quelle finalizzate alla riallocazione proprietaria dell'impresa, vale a dire le operazioni di *buy-out* in senso stretto e le operazioni finalizzate alla risoluzione dei problemi connessi al fenomeno del passaggio generazionale (*replacement capital*). Per un maggior dettaglio circa le dimensioni del mercato europeo e, nello specifico, del mercato italiano, si vedano le tabelle A1 e A2 riportate in appendice.

²Per esempio, l'ammontare degli investimenti in Europa è passato da 27.6 miliardi di euro nel 2002 a 45.5 nel 2011. Stesso fenomeno per i fondi raccolti: da 27.5 miliardi di euro nel 2002 a 39.8 nel 2011. Fonte: EVCA.

Le analisi del legame tra la durata dell'investimento (normalmente considerata una *proxy* della qualità dell'intervento; tra gli altri Jain e Kini, 1995; Wang *et al.*, 2003) e le performance aziendali, indicano la presenza di una relazione variabile in funzione della durata dell'investimento. Per le operazioni concluse in un arco temporale congruo con la normale attività di un investitore istituzionale³, il contributo offerto alle performance aziendali di medio-lungo termine sembrerebbe positivo. Al contrario, allungandosi l'*holding period* e la permanenza dell'investitore in azienda, l'effetto dopo la sua uscita risulterebbe decisamente più controverso.

In termini di originalità il lavoro si caratterizza anche per aver analizzato il legame tra le modalità di *way-out* utilizzate dall'investitore e le performance dell'impresa nel periodo "*post-cessione*". Poiché spesso gli investitori istituzionali concordano la "via di uscita" al momento del loro ingresso, è parso interessante verificare se tale scelta influenzasse i comportamenti gestionali e, di conseguenza, le performance di lungo termine dell'impresa. I risultati ottenuti mostrano che le imprese nelle quali l'uscita del finanziatore coincide con la quotazione sono quelle che esprimono le performance peggiori nel periodo successivo al disinvestimento⁴.

Anche la diversa natura dei soggetti investitori è stata considerata tra le variabili in grado di condizionare le performance delle imprese una volta chiusa la fase di investimento. I risultati attribuiscono una certa superiorità di performance alle imprese finanziate da operatori istituzionali di matrice bancaria rispetto a quelli indipendenti, al contrario di quanto rilevato in studi precedenti (per tutti, Dolvin *et al.*, 2007).

Il *paper* è strutturato come segue: nel paragrafo successivo vengono presentate la *review* della letteratura e le ipotesi di ricerca. I paragrafi 3 e 4 sono dedicati, rispettivamente, alla descrizione del campione e alla metodologia impiegata, mentre nel paragrafo 5 sono sintetizzati i principali risultati ottenuti. Infine, nell'ultimo paragrafo, sono tratte brevi conclusioni volte a fornire alcune possibili indicazioni di *policy*.

2. Review della letteratura e ipotesi di ricerca

Potenzialmente l'impatto di un intervento di *PE* (sia di *VC* sia di *BO*) su un'azienda può produrre effetti economici positivi anche a livello più generale.

³Dalle nostre elaborazioni, la durata ottimale non dovrebbe eccedere i 3.8 anni. Infatti, dopo tale soglia la lunghezza temporale dell'investimento si correla negativamente con le performance aziendali. Il dato è stato stimato imponendo la derivata parziale rispetto ad *LI* (modello 3) pari a zero ($\frac{\partial \Delta Perf}{\partial LI} = 0$), dopodiché l'equazione è stata risolta per *LI*.

⁴Tali evidenze sono in linea con gli studi che hanno documentato per le società che approdano in Borsa un declino delle performance operative nel periodo post-quotazione (Jain e Kini, 1994; Pagano e Panetta, 1998).

Se, infatti, a livello *micro*, oltre all'azienda, possono trovare giovamento anche gli *shareholder* per la funzione segnaletica fornita al mercato dalla scelta dell'investitore istituzionale. A livello *macro*, si sottolinea il positivo contributo alla crescita del *PIL* potenzialmente derivante da tali tipologie di investimenti. Non è quindi sorprendente se la letteratura abbia da tempo indagato ruolo e abilità degli operatori di *PE* nel creare valore.

In termini teorici, due sono le ipotesi fondamentali alle quali si rifà il presente lavoro:

- la *long-term value-added hypothesis* ritiene che l'impresa dovrebbe continuare a beneficiare degli effetti positivi, prodotti da questi tipi di operazioni, anche dopo il disinvestimento per l'effetto prolungato dei cambiamenti introdotti in azienda dall'investitore istituzionale con riferimento alla struttura organizzativa (Hellman e Puri, 2002), alla strategia (Barringer *et al.*, 2005; Heirman e Clarysse, 2005; Packalén, 2007) e alla struttura di *corporate governance* (Wright *et al.*, 2009);
- la *short-term value-added hypothesis* sostiene, al contrario, che gli investitori istituzionali, essendo interessati a massimizzare i profitti dell'investimento, spingerebbero verso l'adozione di pratiche volte allo *short termism*, come l'adozione di mirate politiche di *earning management*, a scapito dei risultati di medio-lungo termine.

Uno dei primi lavori a indagare la persistenza degli effetti prodotti dalle operazioni di *PE* sui bilanci delle imprese *target* è quello di Jain e Kini (1995) i cui risultati supportano la *long-term value-added hypothesis*, con performance post-quotazione migliori per le imprese *target* rispetto a quelle del campione di controllo. Anche studi più recenti sembrano confermare la superiorità dei risultati delle imprese caratterizzate dall'intervento degli investitori istituzionali, come quello di Tian (2012) per le imprese statunitensi, e quello di Levis (2011) per le imprese britanniche. Altre ricerche, al contrario, non riscontrano la presenza di differenze significative (Wang *et al.*, 2003; Coakley *et al.*, 2007; Meles, 2011) e rigettano l'ipotesi della *long-term value-added hypothesis*.

Tuttavia, la diversità dei campioni utilizzati nei lavori di ricerca, sia per numerosità che per tipologia, rendono la comparazione dei risultati raggiunti quanto mai problematica. Jain e Kini (1995) e Tian (2012), ad esempio, hanno condotto le loro indagini su campioni composti esclusivamente da operazioni di *VC* focalizzate su settori ad alta tecnologia. Coakley *et al.* (2007), invece, utilizzano un campione equamente distribuito tra operazioni di *VC* e *BO* relative a diversi settori economici (industria ad alta tecnologia e servizi). Se si considera, poi, che nelle due categorie di operazioni considerate la partecipazione all'attività aziendale risulta tendenzialmente decrescente mentre le aziende oggetto di intervento presentano dimensioni crescenti, è facile intuire la difficoltà di cogliere la creazione di valore tra imprese *target* tanto diverse tra loro e quindi la rischiosità di confrontarne i risultati raggiunti.

Proprio al fine di contribuire al dibattito, nel presente lavoro sono state elaborate e sottoposte a verifica differenti ipotesi tenendo conto delle indicazioni e delle esperienze emerse dai lavori citati. La prima di queste recita come segue:

H1: Le imprese oggetto di VC dovrebbero sperimentare una redditività migliore, nel periodo post-disinvestimento, rispetto a quelle di controllo e alle imprese oggetto di BO.

Diversi lavori di ricerca (Jain e Kini, 1995; Wang *et al.*, 2003) hanno indagato anche la relazione tra le performance aziendali e alcune variabili caratteristiche delle operazioni di investimento, in particolare, il numero degli investitori istituzionali presenti nella stessa operazione di *equity injection* e la durata dell'intervento. Nel primo caso si stima che l'intervento di più investitori sia in grado di fornire all'impresa un *set* di competenze e relazioni più ampio favorendo maggiormente la crescita aziendale e i suoi risultati (Tian, 2012). Più difficile interpretare l'effetto dell'*holding period* sulle performance aziendali. Da un lato una maggiore durata dell'investimento potrebbe offrire maggiori garanzie in termini di creazione di valore; dall'altro una durata crescente dell'intervento potrebbe essere il segnale di problemi nel processo di smobilizzo; una sorta di *hold-up* per gli investitori scaturita dalla scarsa crescita aziendale e/o dalla negativa congiuntura del mercato.

Considerando il campione di aziende *target* nella sua versione generale, composto sia da operazioni di *BO* che di *VC*⁵, possiamo avanzare altre due ipotesi oggetto di specifica valutazione nel *paper*.

H2: La redditività delle imprese target dovrebbe essere positivamente correlata con la numerosità degli investitori istituzionali coinvolti nell'operazione.

H3: La relazione tra durata dell'investimento finanziario e performance aziendali post-disinvestimento non è necessariamente positiva e lineare.

La qualità delle performance aziendali dopo un'operazione di *VC* o *BO* è stata analizzata anche in funzione della tipologia dell'investitore istituzionale. Le analisi svolte sinora evidenziano diversità di comportamenti tra gli operatori di "matrice bancaria" e gli altri, con effetti che si trasmettono alle performance delle imprese interessate (Dolvin *et al.*, 2007). In particolare, mentre quelli indipendenti mostrano una forte inclinazione a partecipare attivamente alla "vita aziendale" (approccio *hands-on*), assumendo ruoli nei *board* e funzioni di tipo manageriale, gli investitori di matrice bancaria tendono maggiormente a delegare la gestione strategica e operativa dell'impresa, limitandosi a un'azione di *monitoring* (approccio *hands-off*). Sulla base di un'impostazione logica differente, Hellman *et al.* (2008) ritengono che gli operatori indipendenti siano interessati a massimizzare le performance aziendali di breve termine e quindi i rendimenti del proprio investimento. Quelli di matrice bancaria, invece, sembrerebbero interessati a sviluppare una sorta di catena finanziaria nel rapporto con l'impresa. L'investimento in *equity*, infatti, risulterebbe posizionato all'interno di un'ottica di gruppo bancario, interessato ad alimentare un rapporto con le imprese *target* stabile e duraturo.

⁵È ragionevole, infatti, attendersi che un numero crescente di investitori istituzionali nell'azienda *target* sia generalmente un bene, sia che si tratti di operazioni *BO* che di *VC*.

È quindi ragionevole ritenere che lo "spirito" e il carattere dell'investitore istituzionale a matrice bancaria siano tendenzialmente diversi rispetto a quello indipendente. E questo sia che si tratti di operazioni *BO* che *VC*. Ne consegue che l'ipotesi da sottoporre a verifica può essere così formulata:

H4: Le imprese target sostenute da investitori a matrice bancaria dovrebbero sperimentare una redditività di medio lungo termine migliore rispetto a quelle sostenute da investitori indipendenti.

In letteratura la maggior parte degli studi disponibili esamina esclusivamente le performance di imprese dalle quali gli investitori istituzionali sono usciti attraverso la quotazione in Borsa. Conseguentemente le analisi si sono concentrate su una parte molto ridotta dell'universo delle operazioni di *private equity*, lasciando inesplorato oltre il restante 90%⁶.

Tale aspetto non è irrilevante se si considera che spesso la scelta della modalità di *way-out* avviene nel momento iniziale dell'investimento, condizionando, potenzialmente, il comportamento di investitori istituzionali e *manager* d'impresa. La proprietà e/o il *management*, ad esempio, potrebbero essere stimolati, sapendo di dover rilevare (a un prezzo che sarà determinato applicando multipli predefiniti ai valori di bilancio registrati al momento dell'*exit*) la partecipazione inizialmente ceduta all'investitore, a ridurre il valore creato per abbassare il prezzo del riacquisto. Viceversa, la presenza di patti parasociali⁷ che favoriscono la cessione dell'intera azienda a un soggetto terzo, potrebbero indurre i soci e il *management* ad adottare soluzioni utili a massimizzare il valore dell'azienda nel breve termine, ma con effetti deleteri per le performance di medio-lungo termine. Indagini recenti (Sørensen, 2007; Guo, *et al.*, 2012) hanno già evidenziato l'influenza che una strategia di uscita può avere sui comportamenti e le scelte dell'investitore istituzionale (ad es. sull'ammontare investito). Ma nessuna valutazione è stata sinora compiuta sugli effetti che tale scelta può produrre sui comportamenti manageriali e sulle performance aziendali, soprattutto dopo l'uscita dell'investitore. Ne deriva un'ultima ipotesi oggetto di verifica per la quale:

H5: La redditività delle imprese target dovrebbe risentire della modalità di way-out scelta dall'investitore istituzionale.

⁶In Europa, nel periodo 2007-2012, gli interventi di *VC* e *BO* terminati con la quotazione in Borsa delle aziende *target* hanno rappresentato il 5,5 % del totale. In Italia tale valore si è attestato intorno al 6.5%. Fonte: *EVCA*.

⁷Per prevenire comportamenti opportunistici della controparte, gli investitori istituzionali possono richiedere, al momento dell'investimento, l'inserimento nei patti parasociali delle cosiddette clausole di co-vendita, che possono essere del tipo "*tag along*" o "*drag along*". Le prime impongono al socio che intende cedere la propria partecipazione ad un terzo, di riconoscere anche gli altri soci la possibilità vendere pro quota le proprie azioni alle medesime condizioni. Le seconde comportano un obbligo di vendita per tutti i soci, quando colui che ne ha facoltà decide di trasferire la propria partecipazione.

3. Descrizione del campione utilizzato

3.1. Dati

Per testare le ipotesi di ricerca sopra definite, è stato selezionato un campione di imprese italiane oggetto di una operazione di VC o BO, conclusasi con l'uscita dell'investitore nel periodo 2001-2008. Il periodo di indagine prescelto nasce dall'esigenza di far collimare: (1) la presenza di informazioni sui *deal*: *Private Equity Monitor (PEM)* riporta informazioni circa la ragione sociale dell'azienda, l'anno e la tipologia di investimento a partire dal 2001; e (2) la disponibilità dei dati di bilancio: sono state selezionate le imprese disinvestite entro il 2008 poiché l'analisi si sofferma sui tre anni successivi al disinvestimento e le informazioni di bilancio sono disponibili fino al 2011. Il *database* include i dati di bilancio di ciascuna azienda a partire dall'anno prima del disinvestimento e fino a tre anni dopo.

Partendo dall'elenco delle operazioni effettuate nel corso degli anni presi in considerazione (333 imprese oggetto di investimento nel periodo considerato), sono state escluse una serie di imprese i cui motivi e numerosità possono essere così sintetizzati: (a) 73 ancora in portafoglio; (b) 30 concluse mediante *write-off*; (c) 7 con anno di disinvestimento incognito; (d) 54 disinvestite dopo il 2008 (si ricorda che la nostra analisi si sofferma sui tre anni dopo il disinvestimento con disponibilità di bilancio fino al 2011); (e) 51 per mancanza dei dati di bilancio. Conseguentemente, il campione finale si compone di 118 operazioni delle quali il 45.05% sono di tipo *expansion*, il 42.34% di *buyout* e, la parte rimanente (12.61%), di *early stage financing*. In termini di *way out* le operazioni, oggetto di analisi, si distribuiscono tra: il 19.42% conclusosi con la quotazione in borsa (IPO), il 34.75% con il *Trade Sale (TS)*, il 22.03% con il *Secondary buy-out (SBO)* e il restante 23.73% mediante *Buy Back (BB)*.

La costruzione del campione è stata completata affiancando alle 118 aziende *target* altrettante imprese rappresentative di un sottocampione di controllo e identificate con la *matched-pair methodology*⁸. Il *dataset* è stato costruito utilizzando le informazioni provenienti da *PEM*⁹, per quanto riguarda i dati relativi alle operazioni (modalità di *way-out*, tipologia degli investitori, ecc.), e da *AIDA Bureau Van Dijk* e *Camera di Commercio* per quanto concerne i dati di bilancio.

⁸La metodologia utilizzata per la selezione del campione di controllo è simile alla *Basic Comparable Firm Approach* utilizzata da Tian (2012). In particolare, per ogni impresa *target* è stata selezionata una comparabile seguendo tre criteri: stesso codice *ATECO 2007* a tre cifre; stessa classe di fatturato (il fatturato dell'impresa di controllo cade nel range $\pm 25\%$ di quello dell'impresa *target* - anno prima del disinvestimento); rapporto *EBITDA/Fatturato* molto prossimo.

⁹*Private Equity Monitor* è un osservatorio italiano sul *private equity* e *venture capital* gestito dall'Università "Carlo Cattaneo"

Nel periodo 2007-2011, il settore italiano delle operazioni di *PE* è risultato il quarto a livello europeo per ammontare investito¹⁰ e rappresenta un interessante campo di indagine per le caratteristiche del "sistema Italia" (Colombo e Grilli, 2010; Bertoni *et al.*, 2011).

Di seguito, la Tabella 1 riporta la distribuzione settoriale del campione di imprese *target* in base alla classificazione *ATECO 2007*, mentre nella Tabella 2 sono indicate: le statistiche descrittive delle variabili di profilo (anno prima del disinvestimento), le caratteristiche del *deal*, le modalità di *way-out* e le variazioni delle performance aziendali dopo il disinvestimento.

In genere, le aziende oggetto di una delle operazioni considerate sono più giovani rispetto alla equivalente di controllo e mostrano una produttività del capitale più bassa. Al contrario, la differenza tra la redditività (*ROA*) dei due sottocampioni non è mai significativa così come la variazione delle performance dopo il disinvestimento; differenze significative sono, invece, ravvisabili all'interno del campione di aziende *target*.

¹⁰Nel periodo 2007-2011, il settore italiano del *PE* ha prodotto investimenti per oltre 10 miliardi di euro. Fonte: *EVCA*.

Tab. 1 - Composizione campionaria

Ateco 2007 *	Settore	Imprese Target		VC	BO	BPE	NBPE
		Numero	%	%	%	%	%
10	Industrie Alimentari	5	4.24	1.69	2.54	2.88	1.92
26	Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica	8	6.78	5.08	1.69	0.96	6.73
28	Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature nca	10	8.47	1.69	6.78	6.73	2.88
30	Fabbricazione di altri mezzi di trasporto	5	4.24	2.54	1.69	2.88	1.92
46	Commercio all'ingrosso (escluso quello di autoveicoli e di motocicli)	9	7.63	4.24	3.39	1.92	2.88
47	Commercio al dettaglio (esclusi quelli di autoveicoli e motocicli)	5	4.24	1.69	2.54	1.92	1.92
62	Produzione di software, consulenza informatica e attività connesse	5	4.24	3.39	0.85	1.92	2.88
15	Fabbricazione di articoli in pelle e simili	4	3.39	0.85	2.54	0.96	2.88
22	Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparate farmaceutici	5	4.24	4.69	2.54	0.96	3.85
27	Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche	6	5.05	3.39	1.69	1.92	3.85
	Alto (oltre 30 settori)	56	47.46	27.97	19.49	22.12	23.08

* Per una migliore sintesi, le imprese sono qui raggruppate su due cifre ATECO 2007.

Tab. 2 - Statistiche descrittive

	Target (1)	Controll o (2)	(1) vs. (2)	ANOVA (Prob>F)	VC (3)	BO (4)	(3) vs. (4)	ANOVA (Prob>F)	BPE (5)	NBPE (6)	(5) vs. (6)	ANOVA (Prob>F)
Panel A – Caratteristiche dell’imprese (pre-disinvestimento)												
TA (€ mln)	156.43	139.77	16.66	0.6856	108.35	212.89	-104.84**	0.0459	178.16	164.41	-13.75	0.6503
Age (anni)	14.03	24.45	-10.42***	0.0000	12.97	15.28	-2.31	0.4199	17.60	10.86	6.73***	0.0000
CR (%)	28.95	29.72	-0.77	0.1982	28.24	29.80	-1.57	0.6015	28.53	29.78	-1.24	0.2608
PC	5.88	12.47	-6.59***	0.0000	4.73	7.23	-2.49	0.4973	5.52	7.00	-1.48	0.9480
PL (%)	19.77	33.25	-13.48	0.2071	19.82	19.72	0.10	0.3594	20.13	18.53	1.60	0.7025
ROA (%)	2.60	5.60	-3.00	0.1889	-0.03	5.66	-5.69	0.3388	2.22	2.56	-0.34	0.8658
EBITDA (€ mln)	16.05	11.43	4.61	0.1609	12.47	20.22	-7.76	0.1764	20.33	15.43	4.90**	0.0244
Panel B – Caratteristiche dell’operazione e strategia d’uscita:												
NPEI (unità)	1.35	0	-	-	1.25	1.45	-0.20	0.1914	1.40	1.32	0.08	0.3165
LI (anni)	3.90	0	-	-	4.13	3.62	0.50*	0.0997	4.04	3.74	-0.30	0.1004
IPO	0.19	0	-	-	0.20	0.19	0.01	0.8084	0.19	0.19	0.00	0.8953
Other	0.81	0	-	-	0.80	0.81	-0.01	0.8084	0.81	0.81	0.00	0.8953
Panel C – Variazioni in Performance (post- disinvestimento):												
ΔPerf ₁ (%)	-0.17	-1.89	1.71	0.2485	1.11	-1.68	-2.81	0.2884	0.18	0.55	-0.37	0.8970
ΔPerf ₂ (€ mln)	1.13	-0.47	1.60*	0.0998	2.01	0.09	1.92	0.2535	3.03	-0.23	3.26*	0.0829

Si veda la Tabella n. 3 per la descrizione delle variabili. Le imprese target sono state suddivise in VC e BO; BPE e NBPE. Il test per la differenza in media è sia il t-test per varianze diverse che ANOVA utilizzato, quest’ultimo, come test di controllo. L’apice *, **, *** indica rispettivamente un livello di significatività del 10%, 5% e 1%.

3.2. Variabile dipendente

La variabile dipendente scelta per indagare la persistenza dei benefici apportati dall'intervento di un investitore istituzionale è rappresentata dalla variazione della performance operativa ($\Delta Perf_1 = \Delta ROA$; $\Delta Perf_2 = \Delta EBITDA$), vale a dire dalla differenza tra le performance registrate negli anni successivi al disinvestimento (fino a tre anni dopo) e quella registrata nell'ultimo anno prima del disinvestimento:

$$\Delta Perf_{(1;2) i,t} = Perf_{(1;2) i,t} - Perf_{(1;2) j}$$

dove $Perf_{(1;2)}$, pari al *ROA* e all'*EBITDA*, indica la performance operativa dell'*i*-esima azienda ($i = 1, 2, \dots, 236$) al tempo t ($t = 0_{\text{anno disinvestimento}}, 1, 2, 3$), e j l'anno prima della cessione.¹¹

3.3. Variabili esplicative: caratteristiche delle operazioni

Seguendo gli studi precedenti (ad esempio: Levis, 2011) e per tener conto delle diversità esistenti tra le operazioni di *VC* e quelle di *BO*, sono state inserite nel modello due variabili *dummy*: la prima (*VC*) assume valore 1 in presenza di operazioni di *venture capital* (*early stage financing* e *expansion capital*); la seconda (*BO*) assume valore 1 nel caso di *buy-out* in senso stretto e *replacement capital*. Coerentemente con l'ipotesi (*H1*), ci si attende che solo la variabile *VC* mostri un coefficiente positivo e significativo.

Adottando l'approccio di Jain e Kini (1995) e Wang *et al.* (2003) si è aggiunto al modello, quali *proxy* della qualità degli investimenti, il numero degli investitori istituzionali presenti nell'*equity* aziendale (*NPEI*) e l'*holding period* (*LI*), inteso come differenza tra l'anno di investimento e quello del disinvestimento. La variabile *LI* è espressa anche attraverso il calcolo del quadrato del suo valore (LI^2).

¹¹ Il processo di riclassificazione, utile all'identificazione delle variabili dipendenti di base quali il *ROA* e l'*EBITDA*, segue quello utilizzato dal database *AIDA BvD*. Per agevolare la comprensione, si riportano di seguito le definizioni delle suddette.

$$ROA = \frac{RISULTATO OPERATIVO}{TOTALE ATTIVO}$$

Dove: RIS. OPER. = VAL. DELLA PROD.

(Ricavi vendite e prestazioni; Var. rimanenze prodotti; Var. lavori; Incrementi di immob.; Altri ricavi) - COSTI DELLA PROD. (Materie prime e consumo; Servizi; Godimento beni di terzi; Tot. costi del personale; Tot. ammort. e svalut.; Var. materie; Accantonamenti per rischi; Altri accantonamenti; Oneri diversi di gestione). L'*EBITDA*, invece, è pari alla somma tra il risultato operativo e il totale ammortamenti e svalutazioni.

Altre due *dummy* consentono, poi, di distinguere le imprese sostenute da investitori di matrice bancaria dalle altre. La *dummy BPE* controlla le imprese finanziate da investitori di matrice bancaria mentre la *dummy NBPE* è abbinata a imprese sostenute da operatori indipendenti¹².

La relazione tra modalità di *way-out* e performance aziendali, infine, viene indagata inserendo nel modello la *dummy IPO* e la *dummy Other*: la prima assume valore 1 quando il disinvestimento termina con la quotazione della *target*; la seconda assume un valore positivo se la cessione è avvenuta in maniera diversa (*trade sale*, *buy-back* e *secondary buy-out*).

3.4 Variabili di controllo

Le variabili principali sono state affiancate da una serie di indicatori utili a tenere sotto controllo le differenze *firm based* e gli effetti macroeconomici congiunturali (Berger e Ofek, 1995; Dushnitsky e Lenox, 2006).

Con riferimento alla prima categoria di variabili, si è utilizzato il logaritmo del totale attivo (*TA*), il logaritmo degli anni di vita (*Age*), e il *capital ratio* (*CR*), quale rapporto tra il patrimonio netto e totale attivo, come *proxy* rispettivamente della dimensione, dell'età e della struttura finanziaria aziendale.

Per cogliere la differente produttività delle imprese si sono utilizzati il logaritmo del rapporto costi del personale/fatturato per la produttività del lavoro (*LP*) e il logaritmo del rapporto fatturato/immobilizzazioni per la produttività del capitale (*PC*).

Infine, si è provveduto a scontare gli effetti macroeconomici congiunturali e settoriali introducendo tra le variabili, il tasso di crescita annuo del *PIL* regionale (*GDP*), una *dummy* (*Crisis*) che assume valore 1 in presenza di disinvestimenti avvenuti dopo il 2006 e le *dummy* settoriali, che nel modello appaiono sotto la voce *Industry*, basate su due cifre Ateco 2007.

4. Metodologia

Le cinque ipotesi di ricerca illustrate in precedenza sono state sottoposte a verifica utilizzando i modelli di regressione multivariata di seguito presentati.

Modello 1. H1

$$\Delta Perf_{(1;2)i,t} = f(VC_i; BO_i; Age_{i,t}; TA_{i,t}; CR_{i,t}; PC_{i,t}; PL_{i,t}; GDP_{i,t}; Crisis_i; Industry_i; \varepsilon_{i,t})$$

¹²La discriminazione *BPE-NBPE* è basata sulla natura dell'investitore *leader*, cioè quello di maggioranza.

dove, i denota la i -esima società ($i = 1, 2, \dots, 236$) e t indica l'anno ($t = 0_{\text{anno disinvestimento}}, 1, 2, 3$). $\Delta Perf$ è la variazione delle performance operative e VC e BO sono le variabili riferite alla diversa tipologia delle operazione considerate. Le variabili restanti rappresentano i fattori di controllo le cui definizioni sono riassunte nella Tabella n. 3, mentre ε è l'errore stocastico.

Mantenendo immutate le indicazioni circa pedici e variabili di controllo, gli altri modelli di regressione sono esplicitati come segue:

Modello 2. H2

$$\Delta Perf_{(1;2)i,t} = f(NPEI_i; Age_{i,t}; TA_{i,t}; CR_{i,t}; PC_{i,t}; PL_{i,t}; GDP_{i,t}; Crisis_i; Industry_i; \varepsilon_{i,t})$$

dove, $NPEI$ è il numero di investitori istituzionali presenti nell'*equity* aziendale.

Modello 3. H3

$$\Delta Perf_{(1;2)i,t} = f(LI_i; LI_i^2; Age_{i,t}; TA_{i,t}; CR_{i,t}; PC_{i,t}; PL_{i,t}; GDP_{i,t}; Crisis_i; Industry_i; \varepsilon_{i,t})$$

dove, LI è la durata dell'investimento espressa in anni e LI^2 è il suo quadrato.

Modello 4. H4

$$\Delta Perf_{(1;2)i,t} = f(BPE_i; NBPE_i; Age_{i,t}; TA_{i,t}; CR_{i,t}; PC_{i,t}; PL_{i,t}; GDP_{i,t}; Crisis_i; Industry_i; \varepsilon_{i,t})$$

dove, BPE e $NBPE$ sono le *dummy* che discriminano le imprese *target* sostenute da operatori di matrice bancaria da quelle finanziate da investitori indipendenti e dalle relative comparabili.

Modello 5. H5

$$\Delta Perf_{(1;2)i,t} = f(IPO_i; Other_i; Age_{i,t}; TA_{i,t}; CR_{i,t}; PC_{i,t}; PL_{i,t}; GDP_{i,t}; Crisis_i; Industry_i; \varepsilon_{i,t})$$

dove, IPO e $Other$ sono le *dummy* che distinguono le imprese per le quali il disinvestimento è avvenuto tramite quotazione da quelle in cui la stessa operazione è stata realizzata con altra modalità.

Si noti che, per ragioni legate alla collinearità causata dalla presenza di *dummy* che assumono sempre valore 0 per le imprese di controllo, non è stato possibile inserire contemporaneamente tutti i regressori in un unico modello.

Tab. 3 - Descrizione variabili

Variabile	Simbolo	Descrizione
Performance Operative 1	$\Delta Perf_1$	Differenza tra il <i>ROA</i> a tre anni dal disinvestimento e il <i>ROA</i> anno prima del disinvestimento ^a
Performance Operative 2	$\Delta Perf_2$	Differenza tra l' <i>EBITDA</i> a tre anni dal disinvestimento e l' <i>EBITDA</i> anno prima del disinvestimento ^a
Operazione Venture Capital	VC	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'investitore è un <i>Venture Capitalist</i> e 0 altrimenti ^b
Operazione Buy out	BO	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'investitore è un <i>Buy-outs Investor</i> e 0 altrimenti ^b
Numero investitori	NPEI	Numero di investitori istituzionali nell' <i>equity</i> aziendale ^b
Durata investimento	LI	Differenza tra anno disinvestimento e anno investimento ^b
Quadrato durata investimento	LI ²	Quadrato di LI ^b
Investitore a Matrice Bancaria	BPE	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'impresa è sostenuta da un investitore a matrice bancaria e 0 altrimenti ^b
Investitore Indipendente	NBPE	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'impresa è sostenuta da un investitore indipendente e 0 altrimenti ^b
Offerta Pubblica Iniziale	IPO	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'impresa è stata disinvestita tramite <i>IPO</i> e 0 altrimenti ^b
Altre Strategie di Uscita	Other	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'impresa è stata disinvestita tramite <i>trade sale</i> , <i>secondary buy out</i> o <i>buy back</i> e 0 altrimenti ^b
Dimensione	TA	Logaritmo naturale del totale attivo ^a
Età	Age	Logaritmo naturale dell'età ^a
Capital ratio	CR	Patrimonio netto diviso totale attivo ^a
Produttività del lavoro	LP	Logaritmo naturale fatturato diviso numero dipendenti ^a
Produttività del Capitale	CP	Logaritmo naturale fatturato diviso immobilizzazioni ^a
Tasso di crescita PIL regionale	GDP	Tasso di crescita del <i>PIL</i> regionale tra due anni consecutivi ^c
Crisi Finanziaria	Crisis	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 per i disinvestimenti dopo il 2006 e 0 altrimenti
Settore	Industry	Variabile <i>dummy</i> che assume valore 1 se l'azienda opera nel corrispondente settore e 0 altrimenti ^a

^a Fonte dati: AIDA Bureau Van Dijk e Camera di Commercio (TELEMACO)

^b Fonte dati: Private Equity Monitor (Università Carlo Cattaneo)

^c Fonte dati: ISTAT

5. Risultati

I risultati delle stime sono riportati nella Tabella 4. Si può notare in primo luogo il valore registrato dall' R^2 , che risulta essere compreso tra il 12% e il 23%. Al contempo, i valori della matrice di *Pearson pair-wise* (Tabella 5) sono confortanti, non evidenziando seri problemi di correlazione tra le variabili indipendenti. Sempre a livello generale, si può notare come le performance delle imprese risultino fortemente influenzate dalla solidità della loro struttura finanziaria - misurata dal *capital ratio* (*CR*) e dall'andamento più o meno favorevole del contesto economico di riferimento, misurato dalla crescita del *PIL* a livello regionale (*GDP*).

Per quanto riguarda, invece, le variabili esplicative introdotte in funzione delle diverse ipotesi formulate distinguiamo tra i diversi modelli.

Nel *modello 1*, la *dummy VC* è positiva e significativa, mentre la variabile *BO* mostra un coefficiente negativo, sebbene non significativo. Trova così conferma l'ipotesi H1, secondo la quale, le imprese oggetto di un intervento di *VC* sperimentano una redditività migliore nel periodo post-disinvestimento, rispetto a quelle di controllo e alle imprese oggetto di *BO*.

Questo non sorprende considerando che nel caso del *BO*, l'operazione è spesso orientata a una modifica degli assetti aziendali e mantiene connotati di natura spiccatamente finanziaria, per cui è logico attendersi che l'effetto dell'intervento si esaurisca con l'uscita dell'investitore. Nel caso del *VC*, invece, gli operatori sono soliti intervenire sulle scelte del management, spesso instaurano con il socio-imprenditore un rapporto di sinergia e di intensa comunicazione e svolgono una funzione formativa per l'intera organizzazione aziendale. In tal modo, essi stimolano, condividendoli, cambiamenti che dovrebbero essere in grado di modificare in maniera duratura la cultura, l'organizzazione, il suo funzionamento e quindi le performance dell'impresa.

Nel caso del *modello 2* i risultati ottenuti indicano che il numero di investitori istituzionali presenti in una stessa operazione (variabile *NPEI*) incide positivamente sulle performance aziendali post-cessione, così come postulato dall'ipotesi. Tuttavia, quest'ipotesi risulta essere parzialmente verificata giacché il coefficiente, per la variazione di *EBITDA*, non è significativo.

Allo stesso modo (ipotesi H3) risultano significativi i coefficienti relativi alle variabili espressione della lunghezza del periodo di investimento (*LI*) e del suo quadrato (LI^2). Il segno contrario dei due coefficienti, in particolare, segnala la presenza di una relazione variabile (a U capovolta) tra performance e durata dell'investimento. La stessa può essere interpretata considerando come se in una fase iniziale il tempo di permanenza dell'investitore in azienda può essere correlato alla qualità dell'intervento realizzato, protraendosi l'*holding period*,

questo può risultare un sintomo di difficoltà nel liquidare l'investimento (ad esempio a causa dalla scarsità di valore creato dall'impresa)¹³.

Il *modello 4*, che prova a catturare gli effetti sulle performance prodotti da investitori con diversi modelli di *governance* (matrice bancaria o indipendenti), riporta un coefficiente positivo e significativo per *BPE* e positivo, ma non significativo per *NBPE*, in linea con l'ipotesi H4. Rispetto a lavori precedenti (tra gli altri Dolvin *et al.*, 2007), i risultati sembrano suggerire che solo gli investitori di matrice bancaria sono in grado di generare un incremento del valore dell'impresa duraturo nel tempo. Coerentemente con le indicazioni di Hellman *et al.* (2008) riteniamo che, soprattutto in Italia, la matrice bancaria degli operatori faciliti l'adozione di valutazioni orientate al medio lungo termine e la ricerca di sinergie più generali compatibili con il *core business* del gruppo bancario di appartenenza.

Per quanto riguarda l'ultima delle ipotesi analizzate (ipotesi H5), i risultati forniscono interessanti spunti di riflessione. Confrontando il contributo delle variabili *IPO* e *Other* emerge chiaramente come, in Italia, solamente le imprese per le quali il disinvestimento avviene con modalità diversa dalla quotazione in Borsa, registrano performance significativamente superiori alle imprese del campione di controllo. Questo risultato potrebbe sembrare alquanto sorprendente poiché per la teoria (Forestieri, 2005) la quotazione in Borsa dovrebbe consentire alle imprese di conseguire ulteriori benefici di natura finanziaria, strategica e reputazionale. Tuttavia dal punto di vista empirico (su tutti: Jain e Kini, 1994; Pagano e Panetta, 1998), il declino delle performance aziendali negli anni successivi alla quotazione è stato interpretato come la naturale conseguenza di strategie manageriali orientate alla massimizzazione del valore dell'azienda in prossimità del collocamento dei titoli.

¹³Le difficoltà ad attivare il processo di creazione del valore possono essere ricondotte principalmente ad una cattiva selezione dell'azienda *target* (errori commessi nella fase di *screening*), o ad una convivenza difficile tra l'investitore ed il socio imprenditore.

Tab. 4 - Risultati delle regressioni OLS

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
	$\Delta Perf_1$	$\Delta Perf_1$	$\Delta Perf_1$	$\Delta Perf_1$	$\Delta Perf_1$	$\Delta Perf_2$	$\Delta Perf_2$	$\Delta Perf_2$	$\Delta Perf_2$	$\Delta Perf_2$
VC	0.048 (2.58)					0.242 (1.74)				
BO	-0.007 (-0.39)					0.152 (1.61)				
NPEI		0.025 [*] (1.83)					0.050 (0.71)			
LI			0.023 ^{**} (2.39) _{**}					0.174 ^{***} (3.06) _{**}		
LI ²			-0.003 ^{**} (-2.37)					-0.022 ^{**} (-2.47)		
BPE				0.034 ^{**} (2.01)					0.243 [*] (1.92)	
NBPE				0.021 (1.03)					0.133 (0.85)	
IPO					0.003 (0.12) _{**}					0.033 (0.11) _{**}
Other					0.032 (2.00)					0.232 ^{**} (2.39) _{**}
TA	-0.002 (-0.47) _{**}	-0.005 (-1.06) _{**}	-0.002 (-0.42) _{**}	-0.004 (-0.74) _{**}	-0.002 (-0.40) _{**}	0.115 ^{**} (2.36)	0.131 ^{**} (2.56)	0.129 ^{***} (2.68)	0.127 ^{**} (2.52)	0.133 ^{**} (2.70)
Age	-0.032 (-2.14) _{**}	-0.026 (-2.35) _{**}	-0.028 (-1.96) _{**}	-0.029 (-2.07) _{**}	-0.027 (-1.91) _{**}	-0.044 (-0.91) _{**}	-0.078 (-1.47) _{**}	-0.020 (-0.41) _{**}	-0.059 (-0.98) _{**}	-0.044 (-0.87) _{**}
CR	0.285 ^{**} (3.40) _{**}	0.287 ^{**} (3.41) _{**}	0.282 ^{**} (3.50) _{**}	0.284 ^{**} (3.36) _{**}	0.282 ^{**} (3.41) _{**}	0.362 ^{**} (2.11) _{**}	0.299 (1.60) _{**}	0.368 ^{**} (2.30) _{**}	0.322 (1.70) _{**}	0.315 (1.79) _{**}
PC	0.000 (2.25) _{**}	0.000 (1.94) _{**}	0.000 (2.45) _{**}	0.000 (2.10) _{**}	0.000 (2.14) _{**}	0.002 (4.13) _{**}	0.002 (3.71) _{**}	0.002 (4.32) _{**}	0.003 (4.12) _{**}	0.003 (3.62) _{**}
PL	-0.033 ^{**} (-2.16) _{**}	-0.029 (-1.89) _{**}	-0.034 ^{**} (-2.15) _{**}	-0.030 (-1.91) _{**}	-0.033 ^{**} (-2.09) _{**}	0.042 (1.03) _{**}	0.039 (1.03) _{**}	0.031 (0.82) _{**}	0.039 (1.03) _{**}	0.041 (1.04) _{**}
GDP	0.521 [*] (2.34) _{**}	0.535 [*] (2.38) _{**}	0.454 [*] (2.09) _{**}	0.534 [*] (2.35) _{**}	0.514 [*] (2.32) _{**}	5.947 ^{**} (3.24) _{**}	5.949 ^{**} (3.21) _{**}	5.809 ^{**} (3.77) _{**}	5.862 ^{**} (3.15) _{**}	5.752 ^{**} (3.19) _{**}
Crisis	-0.024 [*] (-1.66) _{**}	-0.025 (-1.64) _{**}	-0.024 [*] (-1.71) _{**}	-0.027 [*] (-1.71) _{**}	-0.026 [*] (-1.75) _{**}	-0.069 (-0.75) _{**}	-0.055 (-0.58) _{**}	-0.048 (-0.54) _{**}	-0.066 (-0.70) _{**}	-0.065 (-0.70) _{**}
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	-0.001 (-0.08)	0.026 (0.39)	-0.007 (-0.10)	0.021 (0.32)	-0.013 (-0.20)	-1.756 ^{***} (-3.17)	-1.271 ^{**} (-2.40)	-1.602 ^{***} (-3.08)	-1.277 ^{**} (-2.35)	-1.512 ^{***} (-2.96)
N	740	722	737	710	740	740	722	737	710	740
AdjR ²	0.2227	0.2245	0.2306	0.2177	0.2167	0.1053	0.1196	0.1267	0.1228	0.1230

L'apice *, **, *** indica, rispettivamente, un livello di significatività del 10%, 5% e 1%. Si veda la Tabella n. 3 per la descrizione delle variabili.

Tab. 5 - Matrice di correlazione tra le variabili indipendenti usate nella Tabella 4

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 VC	1.000															
2 BO	-0.332	1.000														
3 LI	-	-	1.000													
4 LI ²	-	-	-	1.000												
5 NPEI	-	-	-	-	1.000											
6 BPE	-	-	-	-	-	1.000										
7 NBPE	-	-	-	-0.121	-	-0.308	1.000									
8 IPO	-	-	-	-	-	-	-	1.000								
9 Other	-	-	-	-	-	-	-	-0.270	1.000							
10 Age	-0.202	-0.239	-0.255	-0.157	-0.350	-0.073	-0.378	-0.026	-0.372	1.000						
11 TA	0.006	0.201	0.132	0.109	0.208	0.106	0.148	0.190	0.062	0.013	1.000					
12 CR	-0.099	0.002	-0.149	-0.174	-0.159	-0.086	-0.025	-0.120	-0.016	0.060	0.083	1.000				
13 PC	-0.020	-0.018	-0.028	-0.020	-0.025	-0.018	-0.020	-0.011	-0.027	-0.065	0.023	-0.005	1.000			
14 PL	0.029	-0.066	-0.026	-0.031	-0.040	-0.013	-0.033	-0.059	0.005	-0.072	-0.309	-0.004	0.052	1.000		
15 GDP	0.001	0.006	-0.053	-0.067	0.012	-0.016	0.024	0.016	-0.003	-0.018	0.024	0.041	0.013	-0.027	1.000	
16 Crisis	-0.019	0.021	0.111	0.139	-0.016	0.018	-0.022	-0.026	0.016	0.047	-0.034	-0.054	-	0.053	-0.352	1.000

La tavola riporta la matrice di correlazione di Pearson. I valori in grassetto indicano un livello di significatività dell'1% o più. Si veda la Tabella n. 3 per la descrizione delle variabili.

6. Conclusioni

L'obiettivo del presente studio è comprendere se gli interventi sul capitale di rischio realizzati in Italia negli ultimi dieci anni abbiano prodotto, per le imprese, benefici strutturali (*long-term value-added hypothesis*) e non meramente transitori (*short-term value-added hypothesis*). La questione ha rilevanti implicazioni di *policy*, considerando che il dibattito sulla necessità di attribuire alle operazioni di *VC* e *BO* un ruolo nella ripresa economica è in gran parte alimentato da analisi concentrate sulle performance aziendali durante il periodo di detenzione della partecipazione, cioè proprio nella fase in cui l'esigenza dell'investitore istituzionale di ottimizzare i propri profitti coincide con l'interesse per la crescita dell'impresa. La permanenza nel tempo dei risultati ottenuti, cioè dopo l'uscita dell'investitore, rappresentavano per la letteratura e i *polycemaker* una *black box* ancora da decifrare.

Al fine di contribuire alla discussione, il presente lavoro si è concentrato sull'analisi delle performance ottenute da un campione di imprese interessate da un'operazione di *VC* o di *BO* a tre anni di distanza dal disinvestimento. I risultati ottenuti evidenziano nel complesso significative differenze di comportamento tra le imprese *target* e il *peer group*, di controllo.

Il primo risultato ottenuto sembrerebbe indicare che solo le operazioni di *VC* generano benefici di lungo periodo sulle performance aziendali, mentre gli effetti degli interventi finalizzati alla riallocazione proprietaria, tenderebbero a esaurirsi con l'uscita dell'investitore.

In secondo luogo, è emersa la presenza di una relazione statisticamente significativa tra la durata dell'investimento e le performance post-cessione. Il tempo di permanenza in azienda da parte dell'investitore istituzionale, inizialmente associata a ottime performance aziendali, al suo protrarsi segnala una situazione di difficoltà di uscita e decrescenti performance dell'impresa.

Tra i risultati di maggiore rilievo, si segnalano quelli relativi alla tipologia dell'investitore istituzionale. In particolare, le imprese *target* sostenute da operatori di matrice bancaria sembrano sperimentare performance migliori sia rispetto a quelle sostenute da *investors* indipendenti sia rispetto al campione di controllo. Troviamo le ragioni di ciò, nel diverso fine e nel diverso tipo di relazioni che gli operatori a matrice bancaria instaurano con le imprese *target*. Appare del tutto ragionevole che gli investitori istituzionali di tipo bancario siano interessati ad un rapporto di lungo periodo, sfruttabile anche dopo il disinvestimento, e compatibile con la propria attività *core*: quella bancaria. Nel perseguire tale interesse, intraprenderebbero degli investimenti meno speculativi e volti alla salvaguardia della buona crescita aziendale, sia di breve che di lungo periodo. Viceversa, quelli indipendenti, non essendo interessati ad un rapporto duraturo, intraprenderebbero investimenti fruttuosi nel breve periodo ma con scarsa incidenza, nel lungo periodo, sulla redditività aziendale.

Una relazione statisticamente significativa è stata, infine, documentata anche tra le performance aziendali e la modalità utilizzata dall'investitore per liquidare la propria partecipazione. In particolare, la quotazione in Borsa della società *target*

non sembra produrre effetti favorevoli per l'azienda e per i soci che mantengono la loro partecipazione.

Le conclusioni alle quali si perviene sembrano confermare il positivo contributo fornito dagli investitori istituzionali, operanti nel comparto del VC, alla crescita delle imprese e, più in generale, di un sistema economico. Parallelamente, si evidenzia l'esigenza di difendere gli imprenditori dall'opportunismo che talvolta sembra caratterizzare il comportamento di alcuni operatori finanziari. In particolare, appare necessario, per l'imprenditore che decida di ricorrere a finanziamenti *equity* mantenere un rapporto equilibrato con i propri partner finanziari evitando comportamenti e scelte strategiche che rispondendo alle loro richieste generino effetti indesiderati nel medio-lungo termine.

Bibliografia

- Barringer B. R., Jones F. F., Neubaum, D. O. (2005), "A quantitative content analysis of the characteristics of rapid-growth firms and their founders", *Journal of Business Venturing*, vol. 20, n. 5, pp. 663-687.
- Berger P. G., Ofek, E. (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 1, pp. 39-65.
- Bertoni F., Colombo M. G., Grilli, L. (2011), "Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects", *Research Policy*, vol. 40 n. 7, pp. 1028-1043.
- Bracchi G., Gervasoni A. (2006), *Venti anni di private equity*, Egea, Milano.
- Coakley J., Hadass L., Wood A. (2007), "Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years" *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.34, n. 9-10, pp. 1423-1446.
- Colombo M. G., Grilli L. (2010), "On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital", *Journal of Business Venturing*, vol.25, n. 6, pp. 610-626.
- Croce A., Marti J., Murtinu S. (2013), "The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'screening' or 'value added' effect?", *Journal of Business Venturing*, vol. 28, n. 4, pp. 489-510.
- Cumming D. J., Johan S. A. (2009), "Venture capital and private equity contracting: An international perspective" in Academic Press.
- Dolvin S. D., Mullineaux D. J., Pyles M. K. (2007), "The impact of bank venture capital on initial public offerings", *Venture Capital*, vol. 9, n. 2, pp. 145-164.
- Dushnitsky G., Lenox M. J. (2006), "When does corporate venture capital investment create firm value?", *Journal of Business Venturing*, vol. 21, n. 6, pp. 753-772.
- Forestieri G. (2005) "Impresa, banche e mercati finanziari", Università Bocconi Editore, Milano.

- Guo S., Hotchkiss E. S., Song W. (2011), "Do buyouts (still) create value?", *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 2, pp. 479-517.
- Guo Bing, Yun Lou, David Pérez-Castrillo (2012), "Investment, Duration, and Exit Strategies for Corporate and Independent Venture Capital-backed Start-ups" Working paper.
- Heirman A., Clarysse B. (2005), "The imprinting effect of initial resources and market strategy on the early growth path of start-ups", *Academy of Management Proceedings*, vol. 200, pp. A1-6.
- Hellmann T., Puri M. (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, vol.57, n. 1, pp. 169-197.
- Hellmann T., Lindsey L., Puri M. (2008), "Building relationships early: Banks in venture capital", *Review of Financial Studies*, vol.21, n. 2, pp. 513-541.
- Jain B. A., Kini O. (1994), "The post-issue operating performance of IPO firms", *The Journal of Finance*, vol. 49, n. 5, pp. 1699-1726.
- Jain B. A., Kini O. (1995), "Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms", *Managerial and Decision Economics*, vol.16, n. 6, pp. 593-606.
- Kaplan S. (1989), "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n. 2, pp. 217-254.
- Levis M. (2011), "The Performance of Private Equity-Backed IPOs", *Financial Management*, vol. 40, n. 1, pp. 253-277.
- Meles A. (2009) "I costi di quotazione per le società venture backed: un'analisi per il mercato italiano", *Bancaria*, vol. 10, pp. 33-46.
- Meles A. (2011), "Do Private Equity Investors Create Value for Italian Initial Public Offerings?", *International Review of Finance*, vol. 11, n.3, pp. 391-416.
- Morris P. (2010), "Private equity, Public loss?", Centre for the Study of Financial Innovation working paper.
- Opler T. C. (1992), "Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989", *Financial Management*, vol. 21, n. 1, pp. 27-34.
- Packalen K. A. (2007), "Complementing capital: The role of status, demographic features, and social capital in founding teams' abilities to obtain resources", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 31, n. 6, pp. 873-891.
- Pagano M., Panetta F. (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, vol. 53, n. 1, pp. 27-64.
- Singh H. (1990), "Management buyouts: Distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 111-129.
- Sørensen M. (2007), "How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital", *The Journal of Finance*, vol. 62, n. 6, pp. 2725-2762.
- Stromberg P. (2008), "The new demography of private equity. In The global impact of private equity report 2008, globalization of alternative investments" Working Papers vol. 1, ed. J. Lerner and A. Gurung, 3-26. New York: World Economic Forum.

- Tian X. (2012), "The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms", *Review of Finance*, vol. 16, n. 1, pp. 245-283.
- Tyková T., Borell M. (2012), "Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n. 1, pp. 138-150.
- Wang C. K., Wang K., Lu Q. (2003), "Effects of venture capitalists' participation in listed companies", *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, n. 10, pp. 2015-2034.
- Wright M., Gilligan J., Amess K. (2009), "The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know", *Venture Capital*, vol. 11, n. 1, pp. 1-21.

Appendice

Tab. A1 - Il Mercato europeo: buyout & venture capital

Paese	Venture Capital Buyout Totale	Ammontare (€migl.)	Numero Imprese	Posizione Mercato	Posizione Mercato (costo medio deal)
Europa	VC	4,447,329.50	3,181.33	-	-
	BO	33,424,055.67	936.17	-	-
	TOT	45,127,233.50	5,056.33	-	-
UK	VC	1,018,063.67	434.83	1	1
	BO	9,066,377.83	188.50	1	1
	TOT	11,874,777.83	766.17	1	2
Francia	VC	816,128.83	381.33	2	2
	BO	5,749,884.33	232.17	2	7
	TOT	7,616,589.50	775.00	2	4
Germania	VC	760,885.50	909.17	3	7
	BO	5,306,132.33	128.33	3	5
	TOT	6,845,371.67	1,264.17	3	7
Italia	VC	86,612.00	43.50	7	3
	BO	2,114,134.67	50.17	4	4
	TOT	2,657,335.44	138.50	4	1
Olanda	VC	207,486.50	167.17	6	5
	BO	1,754,373.83	56.33	6	6
	TOT	2,432,927.33	299.83	5	5

	VC	289,457.67	323.00	4	6
Svezia	BO	1,984,573.17	45.33	5	2
	TOT	2,511,518.33	400.17	6	6
	VC	235,371.33	121.17	5	4
Spagna	BO	1,545,748.67	35.83	7	3
	TOT	2,384,509.17	193.83	7	3

La Tabella A1 riporta i valori medi per ammontare investito e per numero di imprese oggetto di investimento nell'arco temporale 2007-2012. Inoltre, le ultime due colonne indicano, rispettivamente, la posizione del corrispondente Paese, nel mercato europeo, per ammontare medio investito e per costo medio del deal. Per una migliore sintesi, sono state escluse le operazioni di *growth financing*, *turnaround* e *replacement capital* il quale ammontare è facilmente calcolabile sottraendo dal totale VC e BO. Pertanto, il mercato italiano risulta essere la quarta realtà Europea per ammontare totale investito e la prima per costo medio del deal. Ns elaborazione su dati EVCA

Tab. A2 - Mercato italiano del private equity

Stage focus	Ammontare (€ migl.)	%	Numero Imprese	%
+ Seed	5,023.77	0.19	5.83	4.21
+ Start-up	43,262.71	1.63	26.50	19.13
+ Later stage venture	38,325.39	1.44	11.83	8.54
= Totale Venture	86,611.86	3.26	43.50	31.41
+ Growth	272,021.13	10.24	32.33	23.35
+ Rescue/Turnaround	44,641.13	1.68	4.17	3.01
+ Replacement capital	139,926.60	5.27	10.50	7.58
+ Buyout	2,114,134.72	79.56	50.17	36.22
= Totale Investimenti	2,657,335.44	100.00	138.50	100.00

La Tabella A2 riporta un esplosione dimensionale del mercato italiano del private equity per ammontare medio investito e per numero di deal. I suddetti sono calcolati come media semplice dei valori annui registrati nell'arco temporale 2007-2012. Ns elaborazione su dati EVCA.

Antonio Meles

Associato di Economia degli intermediari finanziari
Dipartimento di Economia
Seconda Università degli Studi di Napoli
Corso Gran Priorato di Malta, 81043, Capua
e-mail: antonio.meles @ unina2.it

Stefano Monferrà

Ordinario di Economia degli intermediari finanziari
Dipartimento di Studi Aziendali e Quantitativi
Università degli Studi di Napoli Parthenope
Via Generale Parisi, 13, 80132, Napoli
e-mail: stefano.monferra @ uniparthenope.it

Claudio Porzio

Ordinario di Economia degli intermediari finanziari
Dipartimento di Studi Aziendali e Quantitativi
Università degli Studi di Napoli Parthenope
Via Generale Parisi, 13, 80132, Napoli
e-mail: claudio.porzio @ uniparthenope.it

Vincenzo Verdoliva

Lecturer in Finance
Department of Accounting, finance and informatics
Kingston University of London
Kingston Hill, Kingston Upon Thames, Surrey, KT2 7LB
e-mail: v.verdoliva @ kingston.ac.uk