

CARATTERISTICHE STRUTTURALI ED OPERATIVE DEI FONDI PANEUROPEI DI INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO

Anna Gervasoni, Jonathan Donadonibus, Pierpaolo Papilj

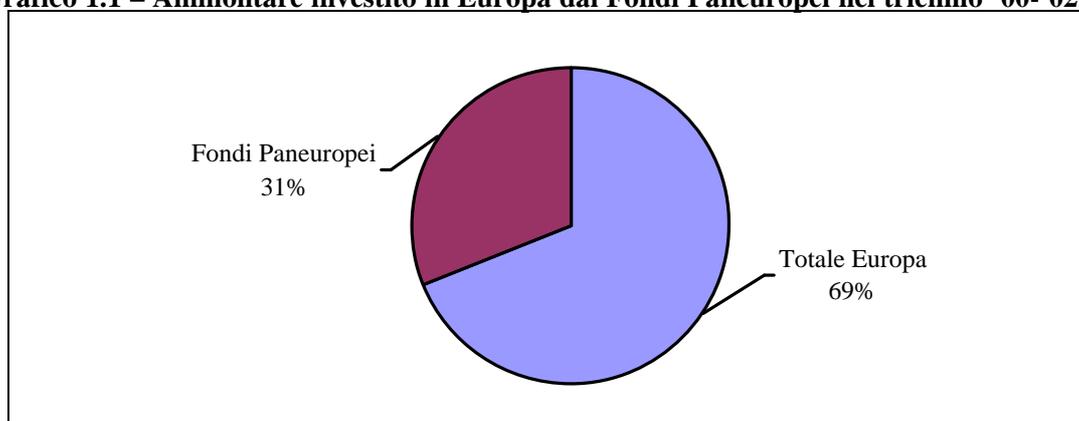
1. Executive summary
 2. Introduzione
 3. La metodologia e il campione
 4. Il mercato europeo del capitale di rischio
 5. Le caratteristiche strutturali dei fondi paneuropei
 6. L'operativita' dei fondi paneuropei nel triennio 2000-2002
 7. Conclusioni
- Bibliografia

1. Executive summary

Le principali evidenze che emergono dal presente studio sono sintetizzabili come segue:

1. Nel corso del triennio 2000-2002, i fondi paneuropei hanno confermato la loro crescente importanza per lo sviluppo del mercato europeo del capitale di rischio. Durante il periodo di riferimento, oltre il 30% degli 87 miliardi di Euro investiti in Europa è riconducibile a questa tipologia di fondi.

Grafico 1.1 – Ammontare investito in Europa dai Fondi Paneuropei nel triennio '00-'02



Fonte: Elaborazione propria

2. Il 50% delle 220 operazioni analizzate, pari ad un ammontare di 13,6 miliardi di Euro, sono state realizzate nel Regno Unito, che si conferma così il principale mercato di riferimento per gli operatori del campione.

Tuttavia, nonostante tale primato, la riduzione del 30,9% (in termini di numero di operazioni) che ha interessato il mercato britannico nel corso del triennio di riferimento, sembra confermare un crescente interesse verso il mercato continentale, ed in particolar modo verso la Francia, l'Italia, la Spagna e la Germania.

Gli incrementi più evidenti, misurati in termini di numero di operazioni, riguardano paesi come Spagna e Francia, che hanno rispettivamente registrato aumenti del 450% e dell'89%. Inoltre, quest'ultima, risulta essere l'unico Paese in cui tutti gli operatori del campione sono presenti con almeno un *advisor*.

3. Il primato raggiunto dal mercato britannico rispetto agli altri Paesi considerati nel seguente lavoro, sembra dovuto principalmente alla maggiore maturità del settore rispetto al resto del continente. Tra i fattori che più contribuiscono alla competitività di questo Paese, vi sono l'utilizzo della struttura per la gestione dei fondi cosiddetta a "Limited Partnership". La Gran Bretagna, infatti, ha rappresentato il primo Paese europeo ad adottare tale modello di gestione del fondo, godendo fin da subito dell'ampia gamma di benefici che tale struttura ha il potenziale di generare. Questa affermazione è confermata dal fatto che, circa il 66% dei fondi appartenenti al campione risulta essere *Uk based* e caratterizzato da una vita media pari a circa 27 anni.
4. Le strategie d'investimento adottate dai fondi oggetto di studio, riguardano principalmente la realizzazione di operazioni di buy out. Infatti, se si considera la distribuzione degli investimenti per tipologia, le 220 operazioni individuate risultano per lo più distribuite tra buy out (48,8%) ed expansion (39,6%). Le categorie di early-stage e replacement capital occupano invece una posizione marginale. In particolare, risulta interessante sottolineare come, solo due degli operatori considerati, abbiano realizzato operazioni di early-stage tra il 2000 e il 2002.

2. Introduzione

Il presente lavoro è stato realizzato da un gruppo di ricerca dell'Università Carlo Cattaneo – LIUC, coordinato da Anna Gervasoni e composto da Jonathan Donadonibus e Pierpaolo Papilj.

La ricerca ha come oggetto di studio il mercato di riferimento e l'attività posta in essere dai fondi chiusi paneuropei, ovvero, fondi d'investimento in capitale di rischio in imprese non

quotate che pongono il rispettivo focus anche oltre i confini nazionali, grazie all'utilizzo di società *advisor* collocate nelle aree paese ritenute più interessanti.

L'obiettivo finale del seguente elaborato, è quello di giungere ad una definizione delle caratteristiche strutturali, nonché, del profilo operativo, dei principali fondi paneuropei attivi durante il periodo temporale di riferimento dello studio, costituito dal triennio 2000-2002.

Al fine di illustrare i risultati raggiunti, il *paper* si divide in tre sezioni:

1. la prima descrive, a scopo introduttivo, l'evoluzione del mercato europeo del private equity e del venture capital dal 2000 al 2002 considerato a livello aggregato;
2. la seconda, più specifica, illustra le caratteristiche strutturali degli operatori oggetto d'analisi;
3. la terza, ed ultima parte, analizza le operazioni di investimento realizzate dal campione nel corso del triennio, con lo scopo di fornirne un quadro sintetico con riferimento alle loro caratteristiche operative.

3. La metodologia e il campione

Il presente studio è stato elaborato attraverso l'utilizzo esclusivo di informazioni di tipo pubblico, con particolare riferimento sia alle notizie sia ai dati rilasciati direttamente dagli operatori, nonché, dalle istituzioni europee di essi rappresentative ed, in particolar modo, l'*European Venture Capital Association* (EVCA).

I dati raccolti possono essere ricondotti a due principali macro categorie:

1. informazioni di tipo strutturale, utilizzate per la redazione della seconda parte di questo studio;
2. informazioni di tipo operativo, quindi relative all'attività d'investimento, utilizzate per la terza parte del presente elaborato.

L'orizzonte temporale di riferimento è stato individuato nel triennio 2000-2002, quindi, tutti i dati raccolti e le successive rielaborazioni sono da intendersi riferite a tale periodo.

Per quanto riguarda gli aspetti operativi dei fondi, nell'ambito del triennio sono stati presi in considerazione soltanto i nuovi investimenti realizzati da investitori istituzionali di matrice privata e di carattere internazionale.

Essendo l'attività d'investimento di questi fondi realizzata su scala continentale, si è reso necessario individuare un'area geografica di riferimento per l'analisi. Relativamente a tale aspetto, lo studio ha preso in considerazione l'attività d'investimento posta in essere in quei Paesi che, nel corso degli ultimi anni, hanno mostrato un maggiore sviluppo sia sotto il profilo qualitativo che quantitativo, ovvero: Regno Unito, Italia, Germania, Francia e Spagna.

Infine, per quanto il campione, esso si compone dei principali *players* attivi sul mercato europeo del capitale di rischio negli ultimi anni:

1. 3i;
2. Advent International;
3. Apax Partners;
4. Argos Soditic;
5. Bc Partners Limited;
6. Bridgepoint Capital;
7. CVC Capital Partners Limited;
8. Doughty Hanson & Co;
9. Montagu PrivateEquity (Ex HSBC Private Equity);
10. Permira Advisers LTD;
11. The Carlyle Group;
12. Vestar Capital Partners.

4. Il mercato europeo del capitale di rischio

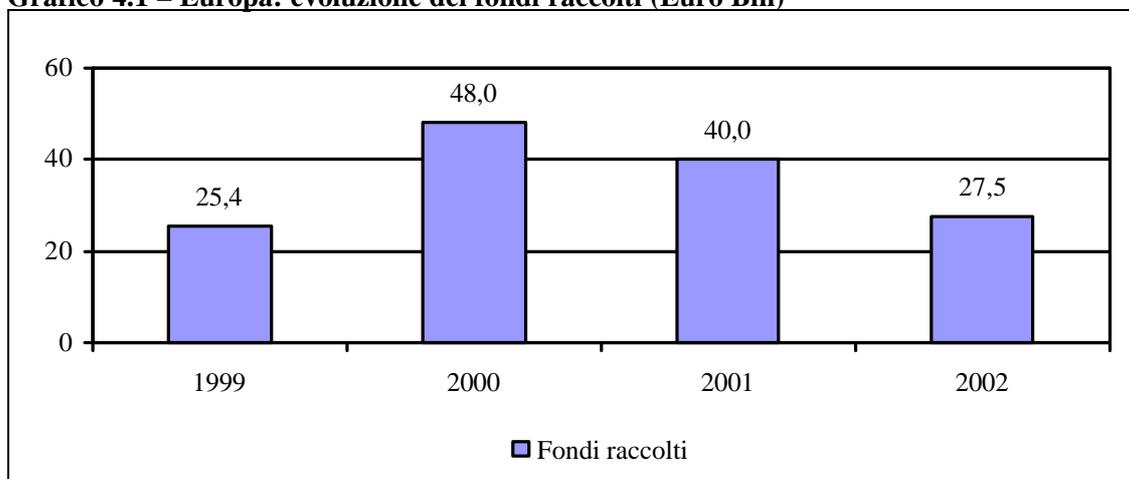
In questa prima parte del lavoro, si ritiene utile fornire un quadro sintetico dell'attività d'investimento nel capitale di rischio posta in essere in Europa¹ nel triennio di riferimento (2000, 2001, 2002), con l'obiettivo di fornire al lettore uno spaccato sintetico, ma esaustivo, dell'ambiente esterno nel quale si sono trovati ad operare i fondi paneuropei oggetto della ricerca.

Prima di procedere, tuttavia, si rende necessario specificare che quando parliamo di Private Equity intendiamo identificare l'intero settore dell'investimento in capitale di rischio. A sua volta, possiamo distinguere al suo interno in operazioni di Venture Capital e di Buy out². Le prime, riguardano tutti gli investimenti appartenenti alla fase di early stage (seed e start-up) ed expansion, le seconde sono riconducibili ad operazioni di acquisizione di una partecipazione di maggioranza azionaria in un'impresa, oltre che alle operazioni di replacement capital (investimenti effettuati con l'obiettivo di risolvere problematiche legale all'assetto societario dell'impresa).

L'analisi che verrà condotta di seguito si svilupperà seguendo quelle che sono le tre principali fasi caratterizzanti il ciclo di vita di un fondo chiuso d'investimento in capitale di rischio, ovvero: la raccolta, gli investimenti e il loro successivo disinvestimento³. In relazione a ciascuna delle tre fasi, si analizzeranno sia i dati europei considerati nel loro complesso sia con

riferimento ai cinque Paesi che più di altri hanno dimostrato un certo fermento durante il triennio 2000-2002, ovvero: Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Spagna.

Grafico 4.1 – Europa: evoluzione dei fondi raccolti (Euro Bln)

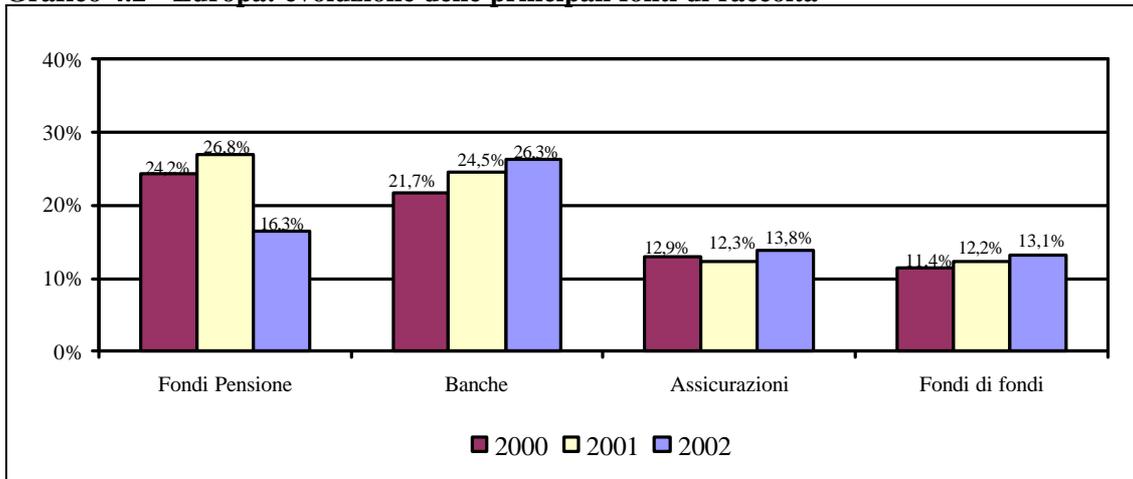


Fonte: EVCA

Per quanto riguarda la raccolta di capitali si evidenzia, a partire dall'anno 2000, una sensibile riduzione delle risorse monetarie destinate a questo tipo di impiego, che sono passate dai circa 48 miliardi di Euro agli oltre 27,5 miliardi di Euro con una riduzione pari ad oltre il 42% nel corso del triennio (Grafico 4.1). Inoltre, con riferimento all'anno 2000, è interessante sottolineare come esso rappresenti l'anno nel quale i fondi raccolti hanno raggiunto livelli mai verificatesi in precedenza.

Dal punto di vista delle fonti di provenienza dei capitali (Grafico 4.2), banche e fondi pensione rappresentano, con riferimento al periodo 2000-2002, i principali fornitori di risorse finanziarie destinate all'investimento in imprese non quotate. In particolare, i fondi pensione sono i soggetti che più di altri hanno contribuito al processo di raccolta (25,14 miliardi di Euro nei tre anni), seguiti dalle banche (17,31 miliardi di Euro), dalle assicurazioni (9,74 miliardi di Euro) e dai fondi di fondi (8,57 miliardi di Euro). Nonostante il primato dei fondi pensione, è interessante notare come essi abbiano registrato, nel corso del 2002, una sensibile riduzione (superiore al 10%) dei capitali destinati ad investimenti in capitale di rischio, a fronte di un trend sempre crescente degli altri soggetti.

Grafico 4.2 - Europa: evoluzione delle principali fonti di raccolta



Fonte: EVCA

Tabella 4.1 – Europa: distribuzione della raccolta per tipologia di investitore

INVESTITORE	2000	2001	2002
FONDI DI FONDI	11,4%	12,2%	13,1%
ASSICURAZIONI	12,9%	12,3%	13,8%
FONDI PENSIONE	24,2%	26,8%	16,3%
BANCHE	21,7%	24,5%	26,3%
AGENZIE GOVERNATIVE	5,6%	6,0%	11,1%
INVESTITORI PRIVATI	7,4%	6,0%	6,0%
INVESTITORI INDUSTRIALI	10,9%	5,8%	7,3%
ALTRO	5,9%	6,4%	6,1%

Fonte: EVCA

Analizzando il contributo fornito alla raccolta dai cinque Paesi ai quali lo studio farà riferimento nel suo proseguo (Tabella 4.2), il Regno Unito risulta essere il Paese che, con i suoi 54,1 miliardi di Euro, ha partecipato in via maggioritaria al processo di *fund raising*, seguito dalla Francia (17,7 miliardi di Euro), dalla Germania (11,4 miliardi di Euro), dall'Italia (6,8 miliardi di Euro) ed infine dalla Spagna (3,3 miliardi di Euro).

Tabella 4.2 - Fondi raccolti per Paese (Euro Mln)

PAESE	2000	VAR. %*	2001	VAR. %	2002	VAR. %
UK	17.662	78,9%	22.278	16,0%	14.201	-36,0%
FRANCIA	7.481	74,9%	5.492	-27,0%	4.799	-12,6%
GERMANIA	6.144	60,4%	3.713	-39,0%	1.644	-55,7%
ITALIA	2.925	66,7%	1.875	-36,0%	1.996	6,4%
SPAGNA	1.914	203,8%	751	-61,0%	640	-14,7%

Fonte: EVCA * variazione rispetto il 1999

Da un punto di vista del trend temporale, dalla Tabella 4.2 emerge una generale riduzione della raccolta per tutti i paesi considerati, sia pur con dinamiche diverse tra loro. In particolare, si segnala il dato 2002 per l'Italia (unico paese ad aver registrato una crescita dell'ammontare raccolto) e quello del 2001 per il Regno Unito (anche in questo caso, l'unico paese ad aver registrato nel corso dell'anno una crescita dei capitali raccolti).

Infine, la Germania risulta essere il Paese che più di ogni altro ha subito una contrazione della raccolta (-73%), passata dai 6,1 miliardi di Euro del 2000 ai 1,6 miliardi di Euro del 2002.

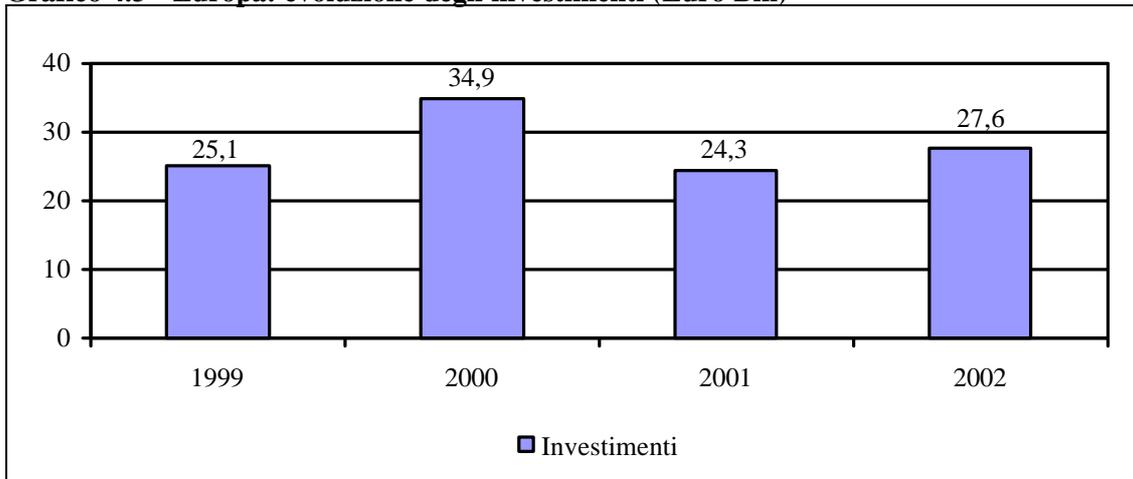
Passando all'analisi della fase relativa al processo di investimento, così come avvenuto per la raccolta, è necessario sottolineare l'ottima performance registrata nel corso 2000 (Grafico 4.3). Il totale investito durante l'anno ha raggiunto, infatti, quota 34,9 miliardi di Euro, una cifra record che rappresenta un incremento del 39% rispetto ai 25,1 miliardi di Euro investiti nel 1999.

Con riferimento agli anni successivi, si registra una diminuzione dell'attività solo per il 2001, seguito da un 2002 di nuovo in crescita che, nonostante non abbia raggiunto i livelli eccezionali del 2000, si attesta a quota 27,6 miliardi di Euro (più 14% rispetto all'anno precedente e per ammontare secondo solo al 2000).

In merito alla distribuzione per tipologia d'investimento, considerando l'ammontare totale investito nel corso del triennio, il 48% delle risorse è confluito verso operazioni di venture capital, mentre il restante 52% è stato impiegato in operazioni di buy out (Grafico 4.4).

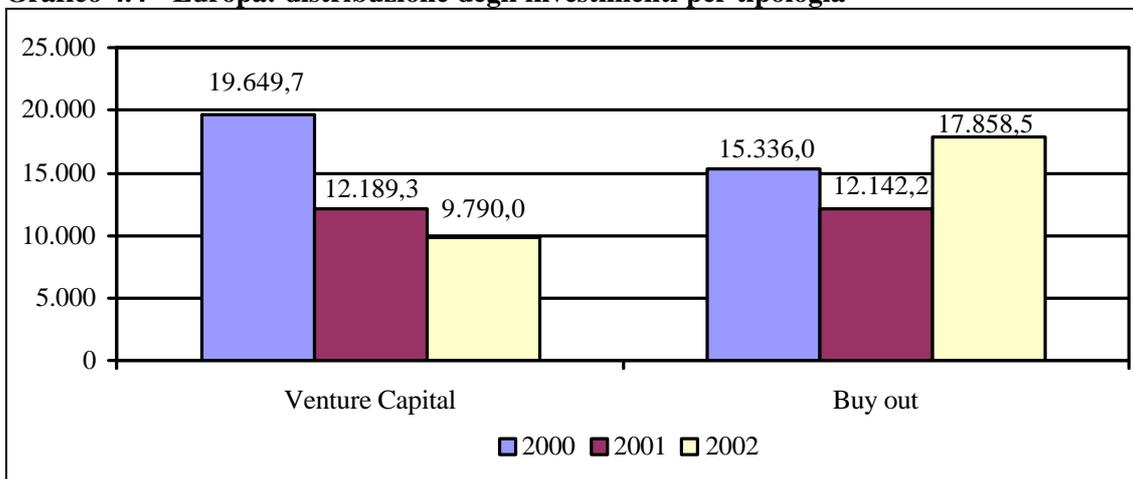
In termini di trend, il venture capital ha conosciuto, a partire dal 2001, una riduzione dei capitali investiti pari al 50%, mentre le risorse confluite in operazioni di buy out hanno registrato un incremento del 16%.

Grafico 4.3 - Europa: evoluzione degli investimenti (Euro Bln)



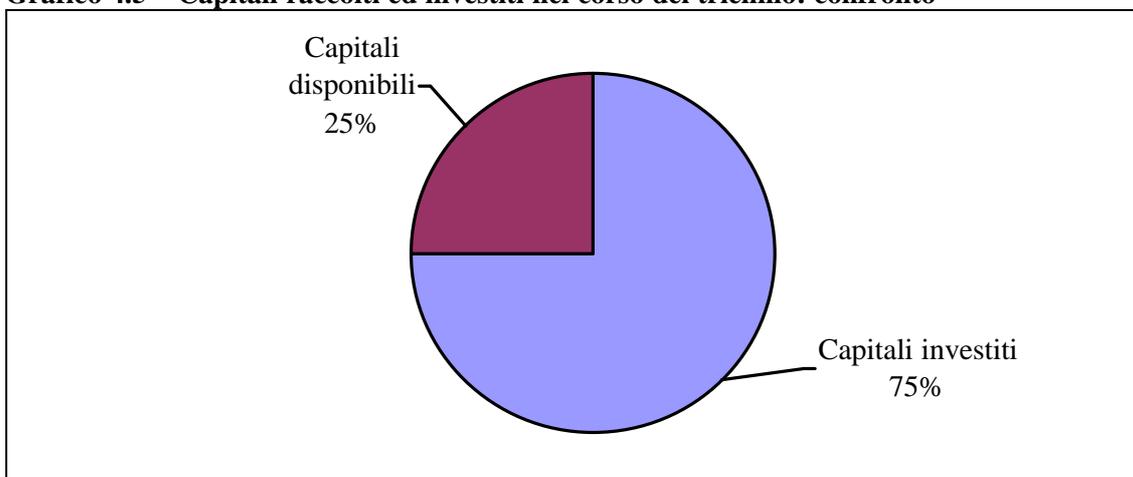
Fonte: EVCA

Grafico 4.4 - Europa: distribuzione degli investimenti per tipologia



Fonte:EVCA

Grafico 4.5 - Capitali raccolti ed investiti nel corso del triennio: confronto



Fonte:EVCA

Confrontando il dato sui capitali raccolti nel corso del triennio con quello sull'ammontare confluito in operazioni d'investimento nello stesso periodo, è possibile stimare nella misura di circa il 25% (28,6 miliardi di Euro) il surplus di capitali ancora disponibili per l'attività d'investimento. (Grafico 4.5).

Se si osserva la riclassificazione degli investimenti su base nazionale (Tabella 4.3), si può notare come il Regno Unito rappresenti il mercato più ampio, con circa 30,5 miliardi di Euro investiti, pari al 35% dell'ammontare complessivo investito in Europa. La Francia si posiziona al secondo posto nella classifica europea, con una quota del 17% (14,4 miliardi di Euro), seguita da vicino dalla Germania con il 13% (11,7 miliardi di Euro), dall'Italia (9%) e dalla Spagna (4%). In totale, i cinque paesi hanno visto confluire verso di se circa il 78% delle risorse complessivamente investite in Europa.

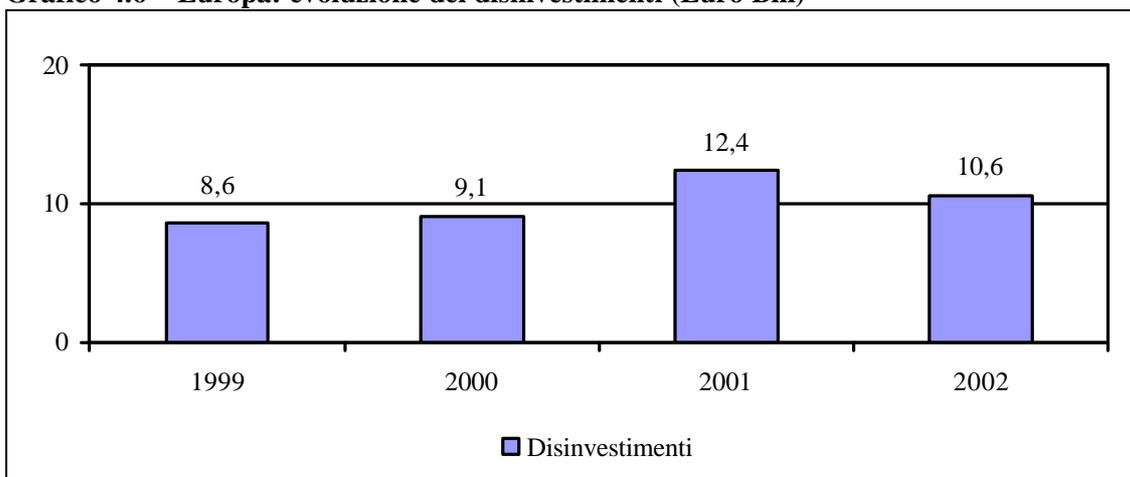
Tabella 4.3 - Europa: distribuzione degli investimenti per Paese (Euro Mln)

PAESE	2000	VAR. %*	2001	VAR. %	2002	VAR. %
UK	13.180,0	15,0%	6.926,0	-47,0%	10.385,0	50,0%
FRANCIA	5.304,0	88,0%	3.287,0	-38,0%	5.851,0	78,0%
GERMANIA	4.767,0	51,0%	4.435,0	-7,0%	2.506,0	-43,0%
ITALIA	2.969,0	67,0%	2.185,0	-26,0%	2.626,0	20,0%
SPAGNA	1.127,0	56,0%	1.199,0	-6,0%	968,0	-19,0%

Fonte: EVCA * variazione rispetto il 1999

Per quanto riguarda l'analisi del processo di disinvestimento, si sottolinea innanzitutto che i capitali disinvestiti in Europa, attraverso i diversi canali di way out, hanno raggiunto un ammontare superiore ai 32 miliardi di Euro nel corso del triennio (Grafico 4.6).

Grafico 4.6 – Europa: evoluzione dei disinvestimenti (Euro Bln)

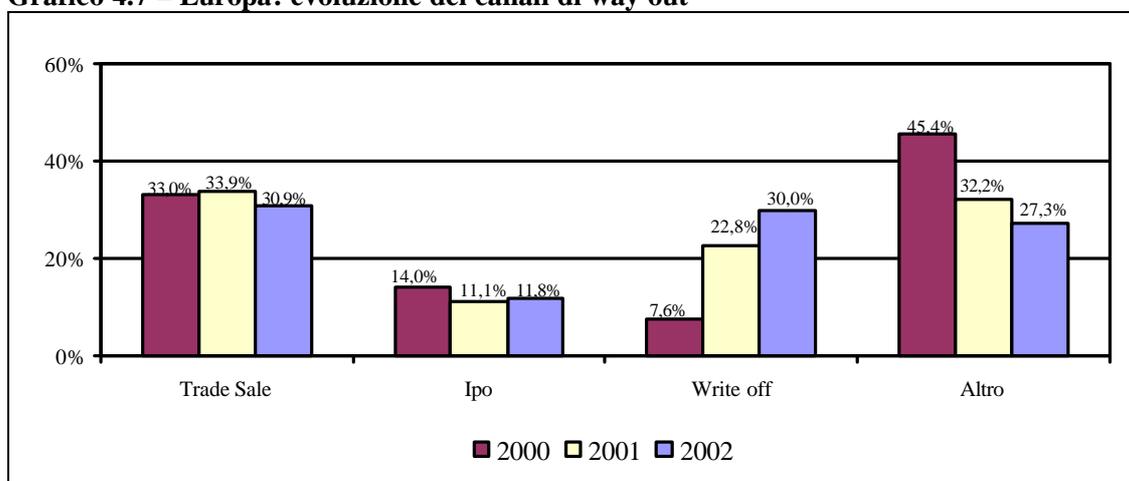


Fonte: EVCA

In tale ambito, a differenza di quanto illustrato relativamente alla fase di raccolta e di investimento, è stato il 2001 a rappresentare un anno record. Infatti, i capitali disinvestiti nel corso dello stesso anno sono stati superiori ai 12,4 miliardi di Euro, facendo così registrare un incremento del 37% rispetto all'anno precedente. Nel 2002, nonostante una riduzione del 14% rispetto al 2001, si evidenzia comunque un incremento significativo (+17,2%) rispetto ai 9,1 miliardi di Euro disinvestiti nel 2000.

Se si considera la suddivisione delle operazioni per tipologia di way out, il canale più importante in termini di volumi è stata la vendita a partner industriali (*trade sale*) che, nel corso del triennio, ha riguardato circa un terzo dei disinvestimenti (Grafico 4.7).

Grafico 4.7 – Europa: evoluzione dei canali di way out



Fonte: EVCA

In termini di trend, è importante sottolineare che, a partire dal 2000, tutti i canali di way out hanno subito una riduzione in termini di ammontare disinvestito, fatta eccezione per i write off. Gli stessi hanno infatti rappresentato nel 2002 il 30,0% del valore dei disinvestimenti, salendo da 0,7 miliardi di Euro nel 2000 agli oltre 3,2 miliardi di Euro nel 2002.

Con riferimento alla distribuzione dei capitali disinvestiti su base nazionale (Tabella 4.4), si evidenzia come, anche in questo caso, il Regno Unito rappresenti il mercato più ampio con oltre 13,5 miliardi di Euro disinvestiti, pari al 42% dell'ammontare complessivo disinvestito in Europa nel corso dello stesso triennio.

In tale ambito, a differenza di quanto rilevato per gli investimenti, è la Germania, con una quota del 16,4% (5,3 miliardi di Euro), a collocarsi al secondo posto, seguita dalla Francia (15,5%), dall'Italia (6%) e dalla Spagna (2,4%).

Nonostante tale primato, è comunque importante considerare, che il Regno Unito risulta essere l'unico paese in cui è possibile rilevare una riduzione dei capitali disinvestiti durante l'arco temporale di riferimento. Dai circa 4,3 miliardi di Euro del 2000, si è infatti passati agli oltre 3,6 miliardi di Euro nel 2002, per una diminuzione complessiva pari al 14,8%.

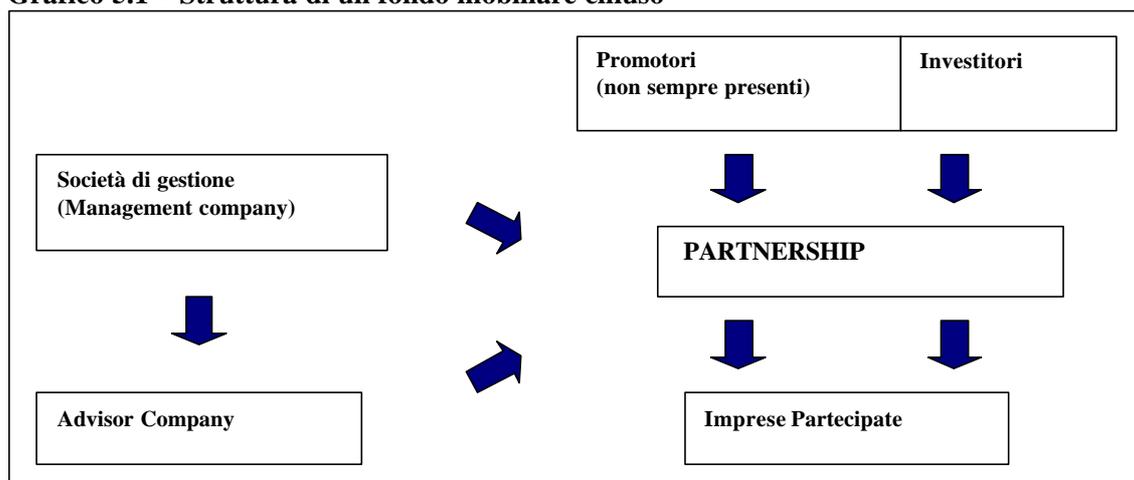
Tabella 4.4 - Europa: distribuzione dei disinvestimenti per Paese (Euro Mln)

PAESE	2000	VAR. %*	2001	VAR. %	2002	VAR. %
UK	4.297,2	24,0%	5.570,0	30,0%	3.657,6	-34,0%
FRANCIA	1.052,9	-56,0%	1714,0	63,0%	2.232,0	30,0%
GERMANIA	1.307,1	57,0%	1855,0	42,0%	2.131,8	15,0%
ITALIA	464,5	-20,0%	909,0	96,0%	588,5	-35,0%
SPAGNA	217,0	11,0%	184	-15,0%	387,9	111,0%

Fonte: EVCA * variazione rispetto il 1999

5. Le caratteristiche strutturali dei fondi paneuropei

Il primo elemento che ha costituito materia d'analisi nell'ambito delle caratteristiche strutturali del campione d'analisi, è rappresentato dal modello organizzativo adottato dagli operatori, ovvero il fondo chiuso.

Grafico 5.1 – Struttura di un fondo mobiliare chiuso

Fonte: EVCA

Astraendo dal fatto che la struttura di un fondo mobiliare chiuso consta di una serie di soggetti che sono coinvolti nel funzionamento del fondo stesso (Grafico 5.1), è importante precisare che, sotto il profilo giuridico, tale struttura può assumere forme diverse, che risultano dagli schemi di riferimento previsti dai Paesi aventi una normativa specifica volta alla regolamentazione dei fondi chiusi.

Con riguardo agli investitori sui quali si è focalizzata l'attenzione di questo studio, si evince che la totalità del campione ha utilizzato il modello della Limited Partnership come veicolo di investimento per le attività di private equity e di venture capital (Tabella 5.2).

Specificatamente approvato nel Regno Unito dall' *Inland Revenue* e dal *Department of Trade*

and Industry nel 1987, tale modello presenta degli indubbi vantaggi rispetto alle altre tipologie di fondo presenti in Europa. Prima di procedere a presentare questi vantaggi, si precisa che la struttura di una Limited Partnership, può essere così sintetizzata⁴: la società di gestione dei fondi chiusi è una partnership (simile alle nostre società di persone), in cui i soci sono le persone che si faranno carico della gestione dei fondi (raccogliendo i capitali necessari principalmente presso fondi pensione, assicurazioni, istituzioni bancarie, grandi imprese), investendoli in iniziative promettenti.

I gestori hanno solidamente maturato esperienze imprenditoriali o manageriali dirette ed operano in piccoli gruppi dove, alle competenze tecniche di alcuni, si associano le competenze finanziarie degli altri. Nel consiglio di amministrazione della partnership di gestione, spesso, sono chiamate persone di gran prestigio e rinomanza: industriali, professionisti, accademici, manager. Non è raro il caso in cui nel board della partnership siedano rappresentanti dei principali sottoscrittori del fondo, proprio in quanto è ritenuto fondamentale partecipare alle scelte strategiche di investimento e fornire la collaborazione propria e della istituzione che si rappresenta, al fine di realizzare il progetto di sviluppo delle partecipate.

La partnership, tradizionalmente, sottoscrive una quota minima (solitamente l'1%) ed opera in qualità di *general partner* del fondo, assumendosi così la facoltà di gestione e le relative responsabilità, ricevendo una commissione di gestione annuale, solitamente pari al 2%-3% del patrimonio del fondo, in modo da coprire gli oneri di gestione.

I sottoscrittori del fondo assumono la qualità di *limited partner* del fondo, e hanno diritto nella ripartizione finale del guadagno di capitale realizzato in una percentuale di ripartizione (solitamente l'80%) inferiore rispetto alla percentuale (99%) di quote sottoscritte, in quanto ai gestori spetta una percentuale maggiore (solitamente il 20%) stabilita dal regolamento. In molti casi il regolamento stabilisce che tale proporzione si applichi solo se viene superata una soglia minima di ritorno (*hurdle rate*), rispetto all'investimento iniziale da parte dei sottoscrittori.

I fondi chiusi gestiti secondo il modello della partnership si prestano ad assumere due fisionomie: fondi indipendenti, qualora i soci della partnership di gestione siano professionisti indipendenti; fondi *captive*, quando la partnership sia di diretta emanazione di un gruppo di interesse economico (istituzione bancaria o industriale) ed i gestori siano manager di tale gruppo, che diviene poi il principale sottoscrittore delle quote del fondo e ne determina l'impostazione strategica. In ogni caso, maggiore è il peso relativo dei sottoscrittori all'interno di un fondo, maggiore è il legame con i gestori.

In linea generale i principali vantaggi che derivano dall'impiego di tale modello sono sintetizzabili come segue⁵:

- trasparenza fiscale per i proventi incassati;

- responsabilità limitata degli investitori (limitatamente ai *limited partner*);
- minore restrizione regolamentare rispetto agli altri veicoli di investimento in Europa;

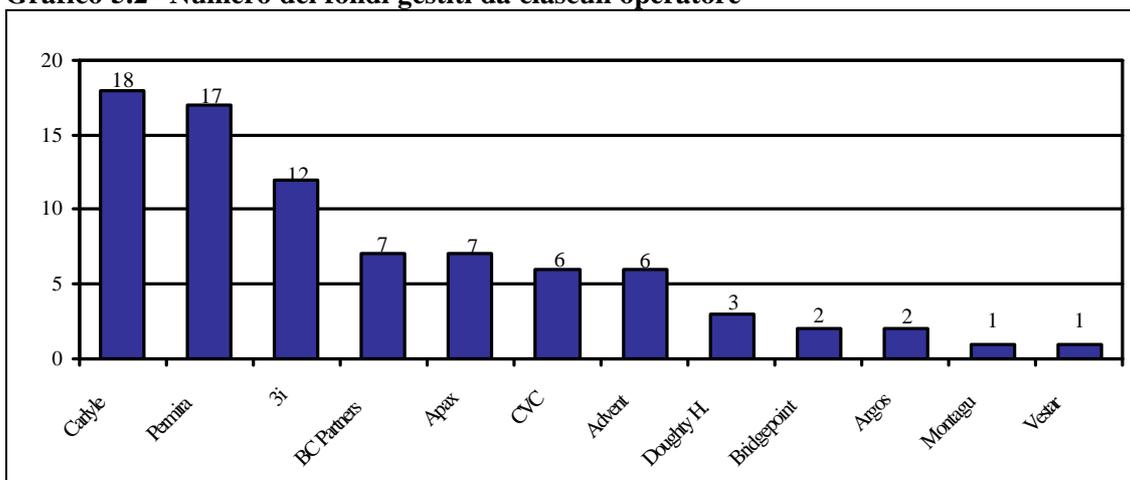
Dall'altro lato, è comunque importante considerare che la Limited Partnership presenta i seguenti svantaggi:

- la trasparenza fiscale del veicolo comporta che l'imposizione avvenga nel momento in cui i proventi vengono percepiti dalla partnership, di conseguenza, se tali proventi vengono reinvestiti (o comunque non distribuiti), gli investitori partner restano soggetti al pagamento dell'imposta pur non avendo ricevuto alcun provento;
- l'esistenza di un limite nel numero delle persone che possono essere partner in una Limited Partnership (20);

Continuando con l'analisi, in termini aggregati risulta che i 12 operatori appartenenti al campione di riferimento, ad oggi, gestiscono un totale di 82 fondi, pari ad un ammontare di capitali disponibili per gli investimenti di 73,6 miliardi di Euro, per un portafoglio complessivo costituito da 3.122 imprese target.

Con riferimento al numero dei fondi, il campione si presenta estremamente eterogeneo.

Grafico 5.2– Numero dei fondi gestiti da ciascun operatore



Fonte: Rielaborazione propria su dati Evca/BVCA

Il Grafico 5.2 evidenzia come, da un minimo di un solo fondo gestito dalla Montagu Private Equity e da Vestar Capital Partners, si passi ad un massimo di 18 fondi gestiti dal Carlyle Group (pari al 22% del totale). Lo stesso trend si riscontra anche con riguardo all'ammontare del fondo e alla dimensione del portafoglio.

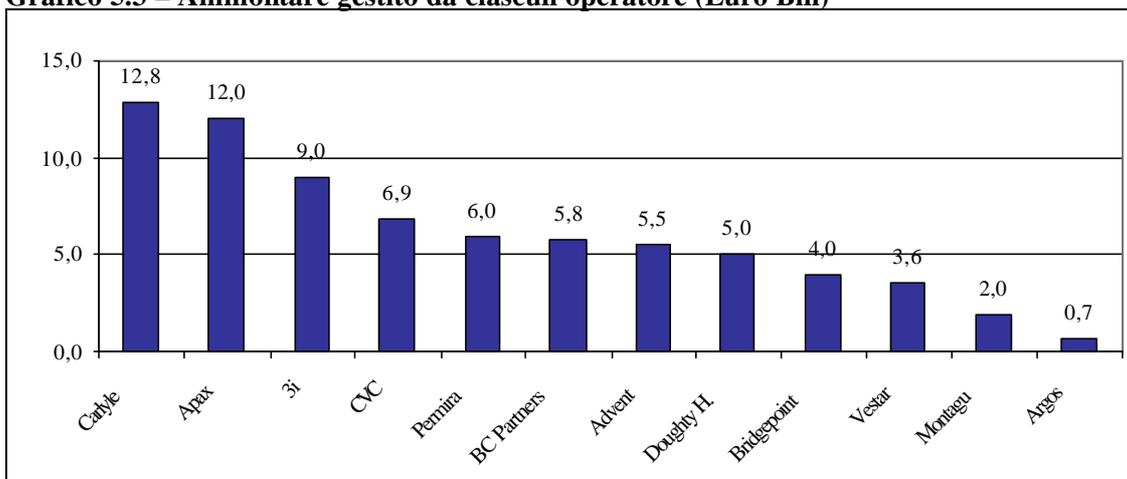
Nel primo caso, dai 740 milioni di Euro gestiti dai 2 fondi di Argos Soditic, si raggiungono i 12,8 miliardi di Euro raccolti dai 18 fondi del Carlyle Group, per una media di circa 6 miliardi di Euro gestiti da ciascun operatore (Grafico 5.3).

In merito alla dimensione del portafoglio (Grafico 5.4), diversamente, nonostante risulti una

presenza media di 264 imprese target per ciascun operatore, in dettaglio, si evince l'estrema variabilità del dato che passa da un minimo di 9 (Vestar Capital Partner) fino ad un massimo di 2.300 imprese (3i) presenti nel portafoglio di un solo investitore⁶.

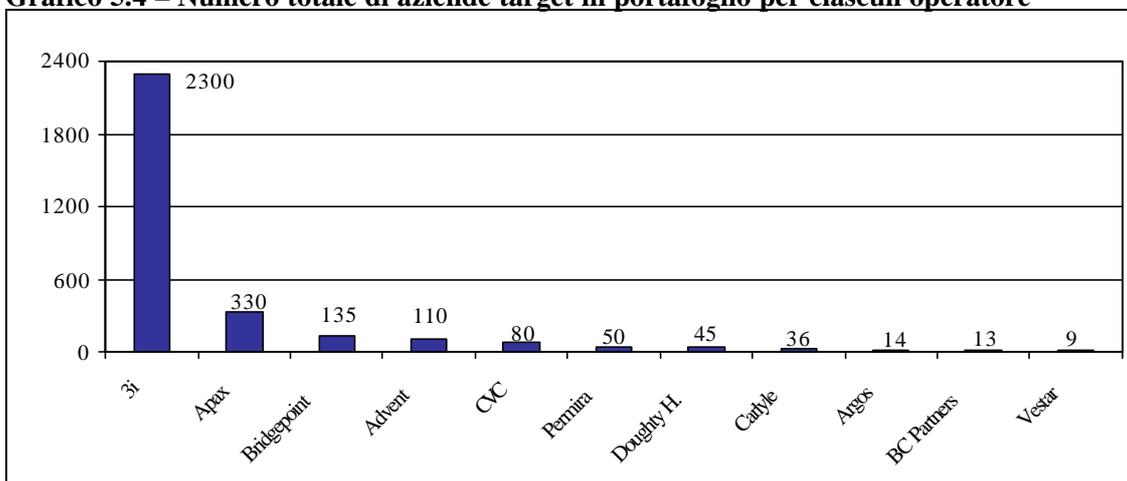
Anche con riferimento al taglio medio di investimento, il campione si presenta estremamente variegato. Infatti, come illustrato dal Grafico 5.5, ai 2,37 milioni di Euro mediamente investiti dalla 3i, si contrappongono i 323 milioni di Euro che, Vestar Capital Partner, investe mediamente in ciascun *deal*.

Grafico 5.3 – Ammontare gestito da ciascun operatore (Euro Bln)

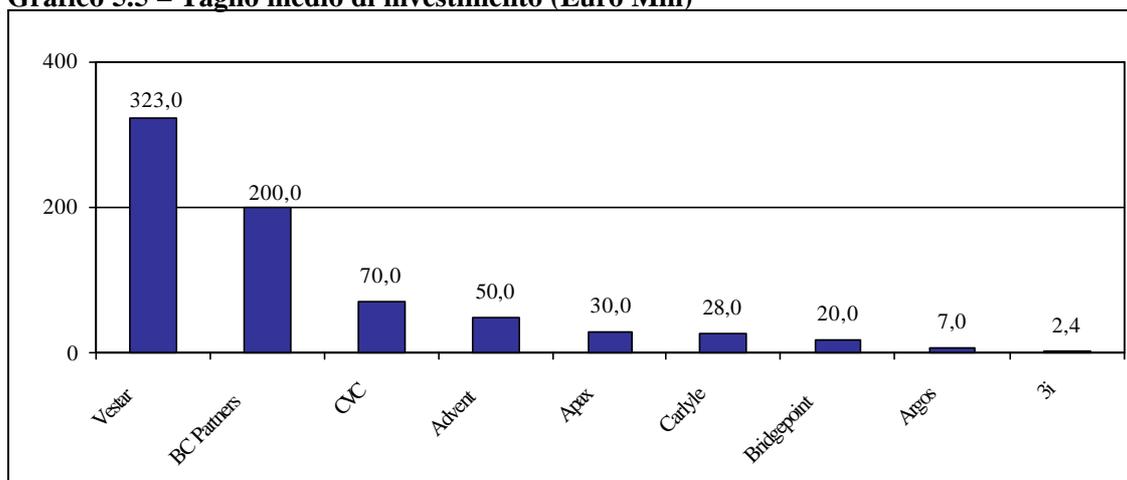


Fonte: Rielaborazione propria su dati Evca/BVCA

Grafico 5.4 – Numero totale di aziende target in portafoglio per ciascun operatore



Fonte: Rielaborazione propria su dati Evca/BVCA

Grafico 5.5 – Taglio medio di investimento (Euro Mln)

Fonte: Evca/BVCA

Questo enorme divario è in primo luogo riconducibile al fatto che, ogni operatore, pur effettuando diverse tipologie di operazioni, ha normalmente una maggiore competenza e specializzazione in una delle diverse categorie di investimento. Tale *focus*, inevitabilmente, influenza anche la dimensione del portafoglio di ciascuno di essi.

A titolo di esempio è infatti possibile dimostrare che, se da un lato Vestar Capital Partners detiene il primato relativo al taglio medio di investimento, dall'altro rappresenta l'operatore con il minor numero di imprese target nel portafoglio. Inoltre, è stato anche verificato che, con riferimento alla tipologia di operazione, i 2 *deal* realizzati da tale operatore nel 2002, appartengono entrambi alla categoria dei buy out (categoria che, per la sua complessità, nella maggior parte dei casi richiede un maggior utilizzo di risorse rispetto alle altre tipologie di operazioni). Al contrario 3i, che effettua investimenti pari ad un ammontare medio di 2,37 milioni di Euro, rappresenta l'operatore che, oltre ad avere un portafoglio costituito da 2.300 imprese, ha effettuato 10 delle 12 operazioni di early stage rilevate nel corso dell'orizzonte temporale in esame.

Prima di proseguire con il commento dei risultati emersi dallo studio, è necessario specificare che l'informazione sull'investimento medio riportata nel Grafico 5.5, non costituisce un dato frutto di rielaborazione propria ma, bensì, il dato ufficiale dichiarato dai singoli operatori e raccolto e diffuso dalle Istituzioni nazionali e internazionali che li rappresentano.

Infine, prima di procedere nel presentare i risultati relativi alla terza ed ultima parte, si analizzano le informazioni relative alla distribuzione e alla presenza geografica degli operatori considerati nel campione (Tabella 5.1).

Innanzitutto, con riferimento al numero di *advisors*, si segnala una possibile correlazione tra questa variabile e il totale del patrimonio gestito. Infatti, sono gli operatori con un maggior numero di *advisors* a gestire un patrimonio di maggiori dimensioni, a dimostrazione che la

presenza di una filiale su un determinato territorio nazionale, oltre a favorire l'individuazione di rilevanti opportunità di investimento, consente anche di facilitare le operazioni di raccolta dei capitali. Inoltre, risulta importante considerare che 49 dei 120 *advisors* mappati (pari al 40,8% del totale) sono presenti nei cinque Paesi oggetto di analisi. Questo dato è estremamente significativo poiché sottolinea ulteriormente l'importanza del ruolo assunto da tali mercati non solo all'interno del contesto europeo, ma anche in ambito mondiale. Con riguardo alla distribuzione geografica, si sottolinea che il 50% degli operatori considerati è presente in ciascuno dei cinque Paesi oggetto di questo studio, mentre, tra questi, è solo la Francia ad avere una "copertura" completa, ad essere cioè il Paese in cui tutti gli operatori del campione sono presenti con un *advisor*.

Tabella 5.1 – Presenza geografica degli operatori – N° advisors

OPERATORE	N° ADVISORS	PRESENZA GEOGRAFICA ADVISORS					
		ITALIA	UK	FRANCIA	GERMANIA	SPAGNA	ALTRO
Advent International	14	1	1	1	1	1	9
Apax Partners	11	1	1	1	1	1	6
Argos Soditic	4	1	0	1	0	0	2
BC Partners Limited	5	1	1	1	1	0	1
Bridgepoint Capital	7	1	1	1	1	1	2
Carlyle Group	21	1	1	1	1	1	16
CVC Capital Partners	12	1	1	1	1	1	7
DoughtyHanson& Co	10	1	1	1	1	0	6
Montagu Private Equity	4	0	1	1	1	0	1
Permira Advisers Ltd	6	1	1	1	1	0	2
Vestar Capital Partners	4	1	0	1	0	0	2
3i	22	1	1	1	1	1	17

Fonte: BVCA

Tabella 5.2 – Caratteristiche strutturali dei fondi paneuropei

OPERATORE	TIPO SOCIETA'	N° FONDI	TOTALE GESTITO	PORTAFOGLIO ATTUALE	INVESTIMENTO MEDIO
Advent International	Limited Partnership	6	€5.532.000.000	110	€50.000.000
Apax Partners	Limited Partnership	7	€12.000.000.000	330	€30.000.000
Argos Soditic	Limited Partnership	2	€740.000.000	14	€7.000.000
BC Partners Limited	Limited Partnership	7	€5.800.000.000	13	€200.000.000
Bridgepoint Capital	Limited Partnership	2	€4.000.000.000	135	€20.000.000
Carlyle Group	Limited Partnership	18	€12.816.000.000	36	€28.000.000
CVC Capital Partners Limited	Limited Partnership	6	€6.972.000.000	80	€70.000.000
DoughtyHanson& Co	Limited Partnership	3	€5.000.000.000	45	n.a.
HSBC Private Equity (Montagu P.E.)	Limited Partnership	1	€2.000.000.000	0	n.a.
Permira Advisers Ltd	Limited Partnership	17	€6.000.000.000	50	n.a.
Vestar Capital Partners	Limited Partnership	1	€3.688.000.000	9	€323.000.000
3i	Limited Partnership	12	€9.061.000.000	2.300	€2.370.000

Fonte: Elaborazione propria

6. L'operatività dei fondi paneuropei nel triennio 2000-2002

L'obiettivo di questa terza ed ultima parte del lavoro, è quella di fornire al lettore uno studio analitico su quella che è stata l'attività d'investimento posta in essere dai Fondi nel triennio di riferimento.

Per ogni operazione individuata, le informazioni acquisite sono state suddivise tra:

1) *caratteristiche dei deal*, nell'ambito delle quali si è distinto tra:

- il nome dell'impresa target, cioè l'impresa oggetto di investimento;
- il principale investitore istituzionale o *lead investor*⁷;
- l'anno d'investimento;
- l'ammontare totale di equity investito nell'operazione;
- la tipologia dell'operazione, distinguendo tra le categorie di *Early Stage*, *Expansion*, *Replacement* e *Buy-out* (*Management Buy-out* e *Leverage Buy-out*).

2) *caratteristiche dell'impresa target*, nell'ambito delle quali si è distinto tra:

- la localizzazione geografica, con riferimento al Paese in cui la target ha la sua sede;
- la descrizione di dettaglio dell'attività svolta;
- il settore industriale, codificato sulla base della classificazione settoriale internazionale proposta dalla Standard Industrial Classification (SIC).

Prima di procedere a presentare i risultati dell'analisi condotta, si ritiene necessario sottolineare come la metodologia di ricerca sopra illustrata comporti un dimensionamento del mercato di riferimento più ridotto rispetto a quanto evincibile dai dati relativi al mercato del private equity e venture capital pubblicati da fonti istituzionali.

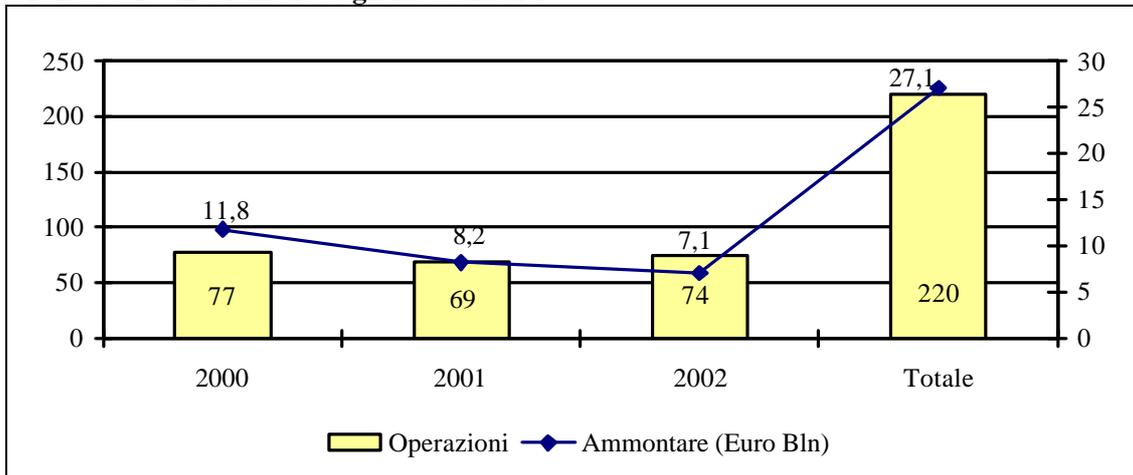
In particolare, al di là delle esclusioni determinate dal focus specifico della ricerca, l'utilizzo esclusivo di fonti pubbliche ha cagionato, nella maggior parte dei casi, l'impossibilità di acquisizione di informazioni con riferimento alla quota di capitale acquisita dal principale investitore, alla motivazione del deal (ossia cosa ha spinto l'azienda target ad aprire il capitale ad un investitore istituzionale) ed alla partecipazione di eventuali coinvestitori (ovvero tutti gli altri investitori di matrice finanziaria istituzionale che sono stati coinvolti nell'operazione).

La difficoltà nel reperire tali categorie di dati, dovuta principalmente alla scarsa propensione delle imprese e degli operatori a rendere pubbliche alcune tipologie di informazioni, ne ha comportato necessariamente l'esclusione dal campione d'indagine, da considerarsi, comunque, estremamente rappresentativo dell'universo di riferimento.

In termini aggregati, la ricerca ha permesso di individuare un totale di 220 operazioni, pari ad un ammontare complessivo superiore ai 27 miliardi di Euro (Grafico 6.1). Considerando il

numero di investimenti, si nota come nel corso del 2002, nonostante non siano stati raggiunti gli eccezionali livelli del 2000, si sia registrato un incremento del 7,2% rispetto al valore minimo di 69 operazioni che ha interessato il 2001. L'ammontare investito, a differenza del numero di investimenti, ha invece raggiunto il suo valore minimo, pari a 7.138,4 milioni di Euro, nel corso del 2002, facendo registrare una riduzione complessiva del 39,6% rispetto al 2000.

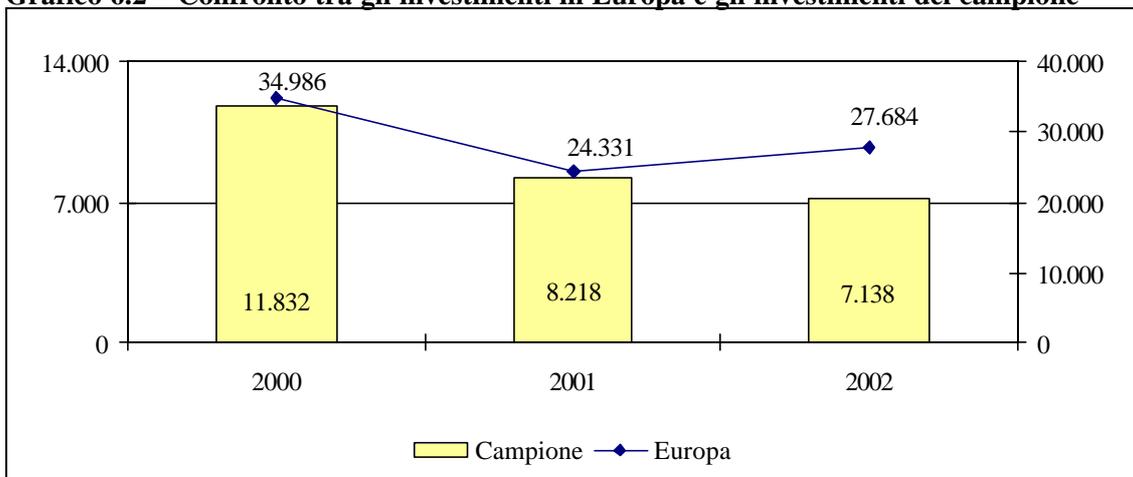
Grafico 6.1 – Evoluzione degli investimenti



Fonte: Elaborazione propria

Se si effettua un confronto con i dati relativi all'evoluzione dell'ammontare investito in Europa (Grafico 6.2), si evince che gli investimenti effettuati dagli operatori appartenenti al campione di riferimento, hanno registrato un'inversione di tendenza rispetto a quanto desumibile dai risultati relativi all'intero mercato europeo del capitale di rischio⁸. Infatti, se nel corso degli anni 2000-2001, tali operatori hanno contribuito con un ammontare pari a circa il 34% del totale, durante il 2002 tale contributo si è ridotto al 25,7%.

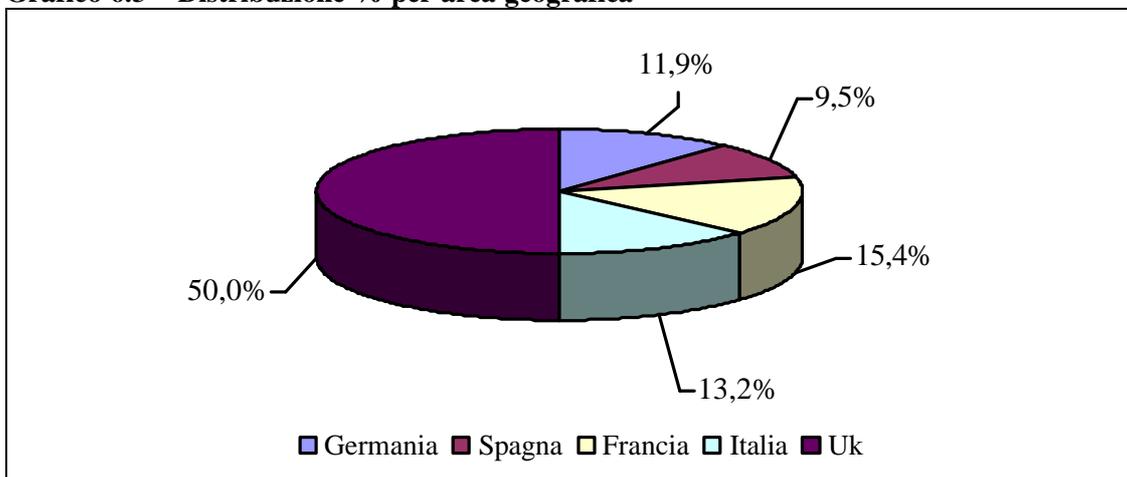
Grafico 6.2 – Confronto tra gli investimenti in Europa e gli investimenti del campione



Fonte: Elaborazione propria

Da un punto di vista dell'area geografica nella quale si sono concentrati gli operatori, risulta che il maggior numero di investimenti sono stati posti in essere nel Regno Unito (50% sul totale), in linea con la tendenza generale del mercato europeo registrata nel periodo di riferimento (Grafico 6.3).

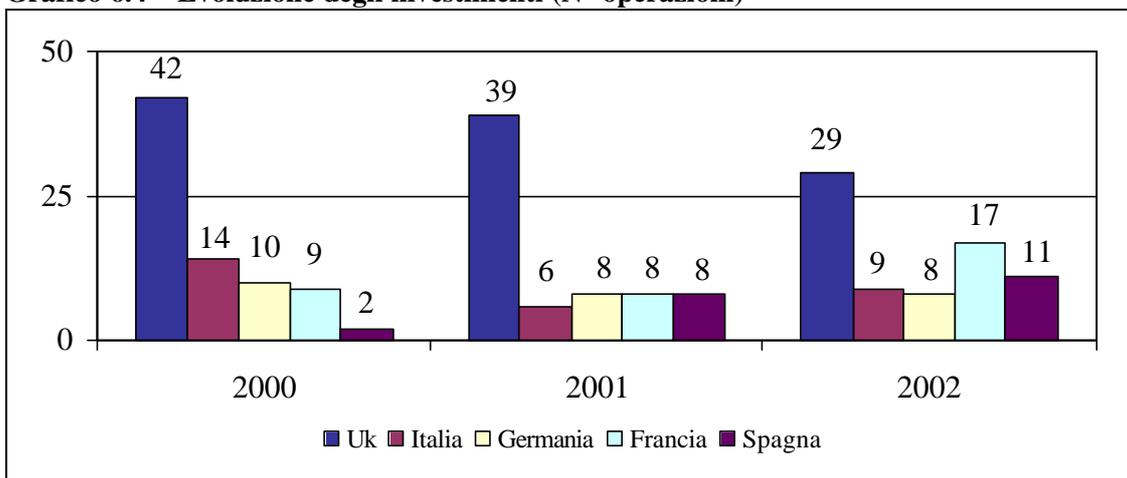
Grafico 6.3 – Distribuzione % per area geografica



Fonte: Elaborazione propria

In Gran Bretagna, infatti, sono state effettuate 110 operazioni, pari ad un ammontare di 13,6 miliardi di Euro, nonostante sia necessario precisare che, tra il 2000 e il 2002, il numero degli investimenti realizzati nel Regno Unito ha subito una riduzione complessiva del 30,9%, passando dalle 42 operazioni rilevate nel 2000 alle 29 del 2002 (Grafico 6.4).

Grafico 6.4 – Evoluzione degli investimenti (N° operazioni)



Fonte: Elaborazione propria

In tale contesto, la Francia si posiziona al secondo posto, con 34 operazioni rilevate, un incremento dell' 89% tra il 2000 e il 2002 e un ammontare investito pari a circa 4 miliardi di Euro.

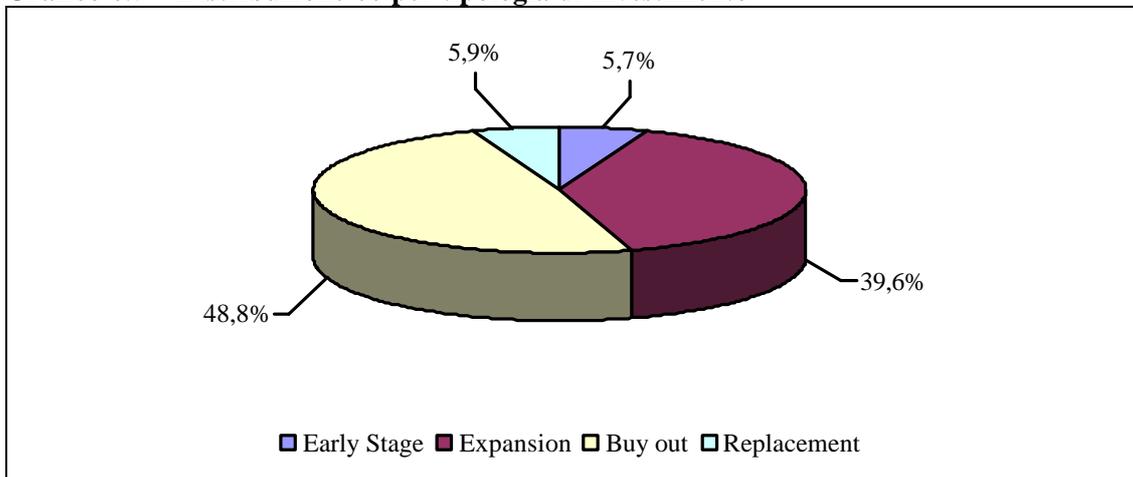
L'Italia, con un numero complessivo di operazioni rilevate pari a 29 ed un ammontare investito di 2,8 miliardi di Euro, si posiziona al terzo posto, seguita da vicino dalla Germania che, sebbene sia stata interessata da 26 investimenti, ha raggiunto i 5,4 miliardi di Euro in termini di ammontare investito.

La Spagna, sembra essere il Paese ad aver attirato una crescente attenzione durante il periodo di riferimento. Si è assistito, nel corso del periodo temporale oggetto di analisi, ad un incremento complessivo degli investimenti pari al 450%: dalle 2 operazioni realizzate nel 2000, si è arrivati ad 11 nel 2002, per un totale di 21 operazioni e per un ammontare di 1,3 miliardi di Euro.

Sotto il profilo della distribuzione per tipologia di investimento (Grafico 6.5), il 45,3% delle risorse investite è confluito verso operazioni di Venture Capital, mentre, il restante 54,7% ha riguardato la categoria dei Buy out. Più in dettaglio, le 220 operazioni rilevate risultano per lo più distribuite tra operazioni di buy out (48,8%) e di expansion (39,6%). La percentuale residua è invece confluita verso iniziative aventi per oggetto la sostituzione della compagine azionaria o replacement capital (5,9%) e la nascita di nuove attività o early stage (5,7%).⁹

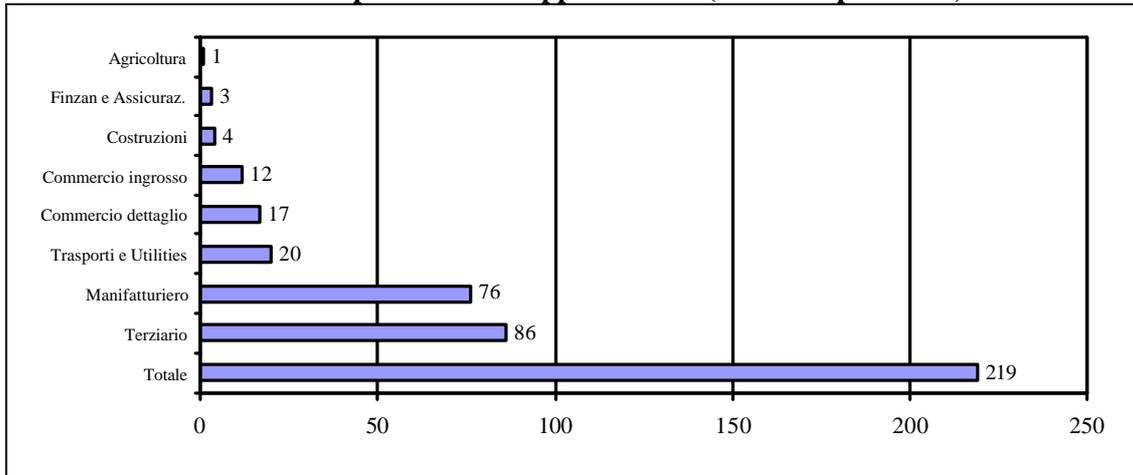
In merito al settore di appartenenza (Grafico 6.6), nonostante una parte consistente delle risorse sia affluita verso i settori tradizionali dei servizi (39,3%) e della produzione di beni industriali (34,7%), anche altre tipologie di attività sono state considerate dagli operatori, quali ad esempio la distribuzione (13,2%) e i trasporti (9,1%).

Grafico 6.5 – Distribuzione % per tipologia di investimento



Fonte: Elaborazione propria

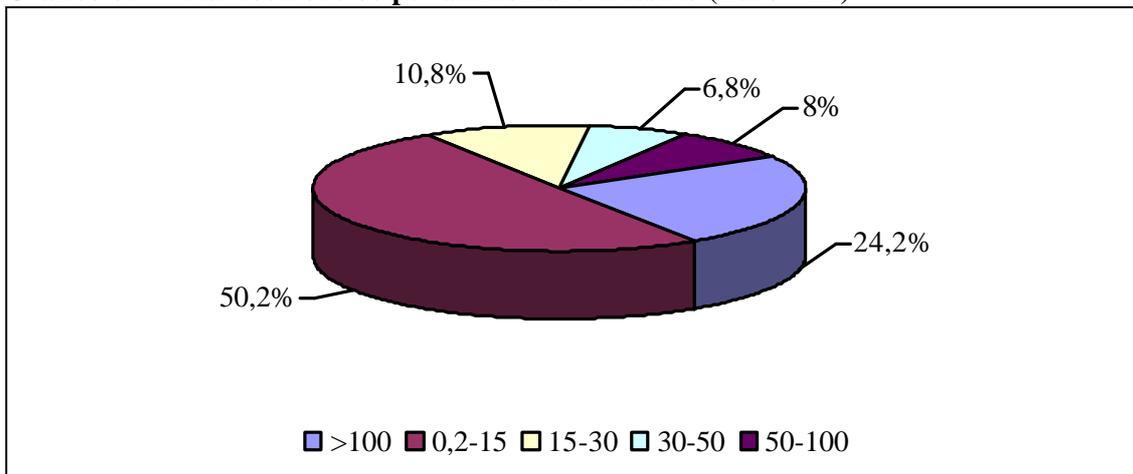
Grafico 6.6 – Distribuzione per settore di appartenenza (numero operazioni)



Fonte: Elaborazione propria

Infine, in tema di ammontare investito, come si evince dal Grafico 6.7, il 50% delle operazioni per le quali il dato si è reso disponibile¹⁰, ha coinvolto risorse inferiori a 15 milioni di Euro.

Grafico 6.7 – Distribuzione % per ammontare investito (Euro Mln)

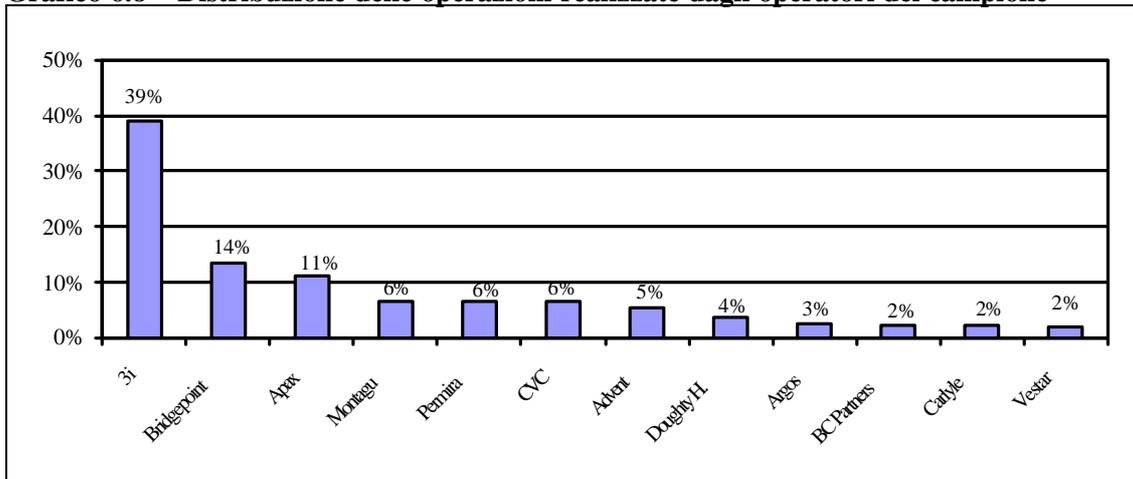


Fonte: Elaborazione propria

Se i risultati presentati fino a questo punto hanno permesso di descrivere il contesto di analisi in termini aggregati, procedendo ad una suddivisione dei dati per ciascun operatore, è possibile ottenere delle informazioni utili a delineare con un maggior grado di dettaglio il profilo dell'attività posta in essere da ciascuno di essi durante l'arco temporale di riferimento.

A tal proposito, in termini di numero di operazioni, si evince che la 3i, con 86 deal realizzati (pari al 39,1% del totale), rappresenta l'operatore ad aver effettuato il maggior numero di operazioni nel corso dei tre anni. Grazie al supporto del Grafico 6.8, l'enorme divario esistente tra la 3i e gli altri operatori è facilmente riscontrabile.

Grafico 6.8 – Distribuzione delle operazioni realizzate dagli operatori del campione

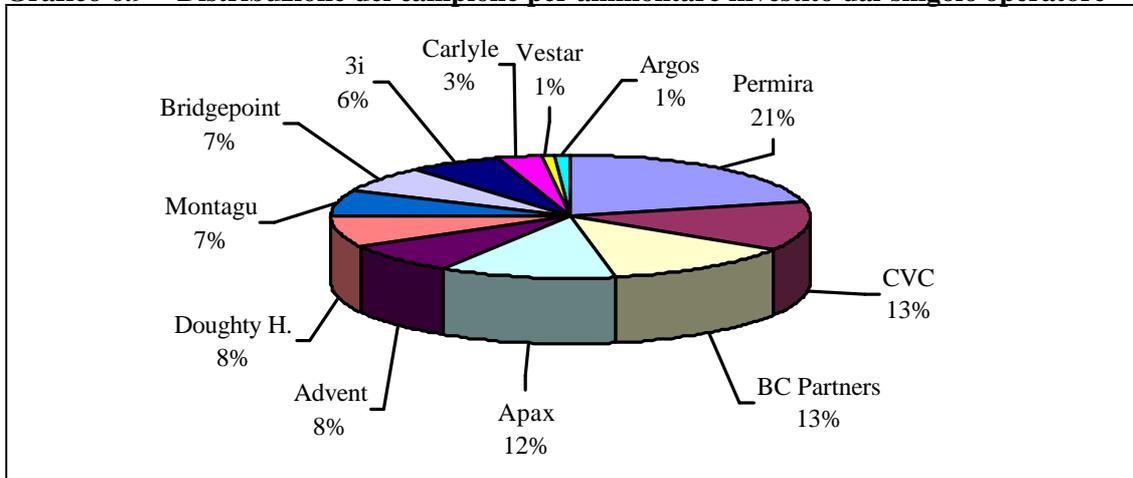


Fonte: Elaborazione propria

Infatti, fatta eccezione per Apax e Bridgepoint Capital che si attestano rispettivamente a quota 11% e 13,6% sul totale delle operazioni rilevate, risulta che gli altri operatori del campione hanno realizzato in media il 4% dei *deal* rilevati.

In termini di ammontare investito, invece, il contesto di riferimento si configura in modo estremamente diverso rispetto a quanto emerge dall'analisi del numero di operazioni realizzate (Grafico 6.9).

Grafico 6.9 – Distribuzione del campione per ammontare investito dal singolo operatore



Fonte: Elaborazione propria

Infatti, nonostante Permira abbia effettuato un numero complessivo di 14 operazioni (-84% rispetto alle 86 realizzate da 3i), risulta che tale operatore ha investito un ammontare pari a 5,97 miliardi di Euro. Tale cifra, oltre a rappresentare il 22% degli oltre 27 miliardi di Euro investiti dal campione durante il triennio di riferimento, è superiore di ben 241% rispetto agli 1,74 miliardi di Euro investiti da 3i¹¹.

Se estendiamo tali considerazioni anche agli altri operatori, si rileva che sono proprio gli investitori ad aver effettuato un numero minore di operazioni, ad aver investito delle risorse più ingenti in termini di ammontare, focalizzando, quindi, le loro strategie, alla realizzazione di *deal* di grandi dimensioni.

In merito alla distribuzione geografica delle operazioni (Grafici 6.10-6.14), è possibile rilevare che sette tra gli operatori del campione, hanno privilegiato il mercato del Regno Unito per la realizzazione dei propri investimenti. All'interno di tale contesto, si evince che Apax ha mostrato uguale interesse sia per il mercato britannico che per quello francese, effettuando in entrambi, un numero di operazioni pari a 9.

Con riferimento alla Francia, si precisa che Argos Soditic ha realizzato il 50% dei propri investimenti (3 operazioni) in tale mercato, indirizzando la stessa attenzione verso l'Italia, dove è stato effettuato il rimanente 50%.

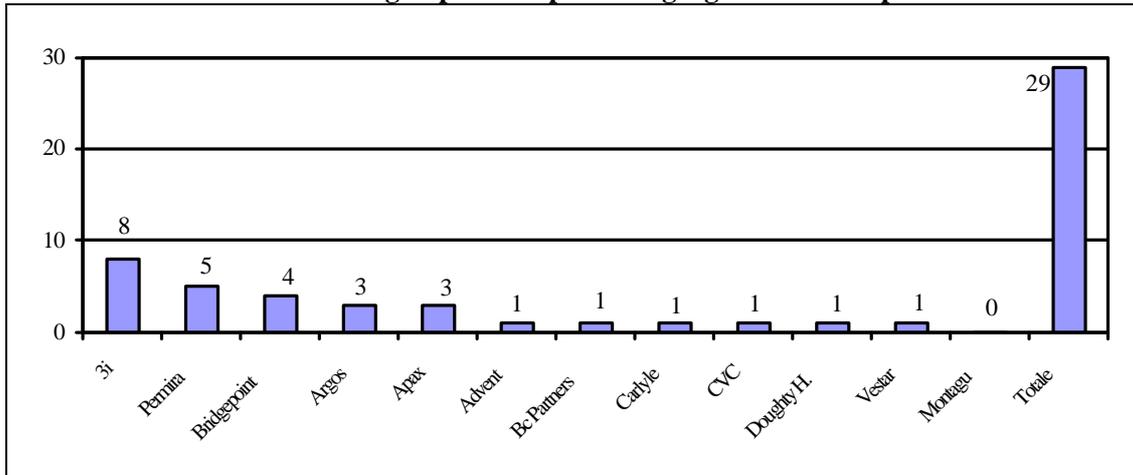
Nonostante ciò, l'operatore ad aver realizzato il maggior numero di *deal* all'interno del mercato italiano è la 3i (8 operazioni), seguita da vicino da Permira (5 operazioni), che si rileva essere il primo operatore in Germania. Infatti, in entrambi i Paesi tale operatore ha effettuato un numero complessivo di 10 operazioni, pari al 71% dei 14 *deal* rilevati durante il triennio. La 3i dimostra di essere il primo investitore anche in Spagna, dove ha realizzato 15 delle 21 operazioni che hanno interessato tale Paese. Inoltre, sempre con riferimento al mercato spagnolo, ad eccezione di CVC Capital Partners (4 operazioni), Bridgepoint Capital e Apax (entrambi 1 operazione), si segnala che gli altri operatori non hanno effettuato alcuna operazione all'interno di tale mercato.

Infine, se si considera la distribuzione per categoria di operazione (Grafici 6.15-6.18), è possibile notare che il 75% degli operatori del campione ha realizzato un maggior numero operazioni di buy out, mentre il rimanente 25% (costituito da Apax, Doughty Hanson e 3i) ha mostrato un maggior interesse per la realizzazione di operazioni di expansion financing.

Le categorie di early stage e replacement capital occupano invece una posizione marginale. In particolare, con riferimento alle operazioni di early Stage, oltre a segnalare che solo il 5,5% del totale delle operazioni rilevate appartengono a tale categoria, è interessante notare che solo 2 degli operatori del campione (Apax e 3i) hanno realizzato questa tipologia di operazioni. In tale ambito, si precisa che la 3i rappresenta l'unico operatore ad aver effettuato almeno una operazione per ciascuna categoria considerata, mentre Vestar Capital Partner dimostra di essere l'unico investitore ad aver focalizzato il proprio interesse verso la sola categoria dei buy out.

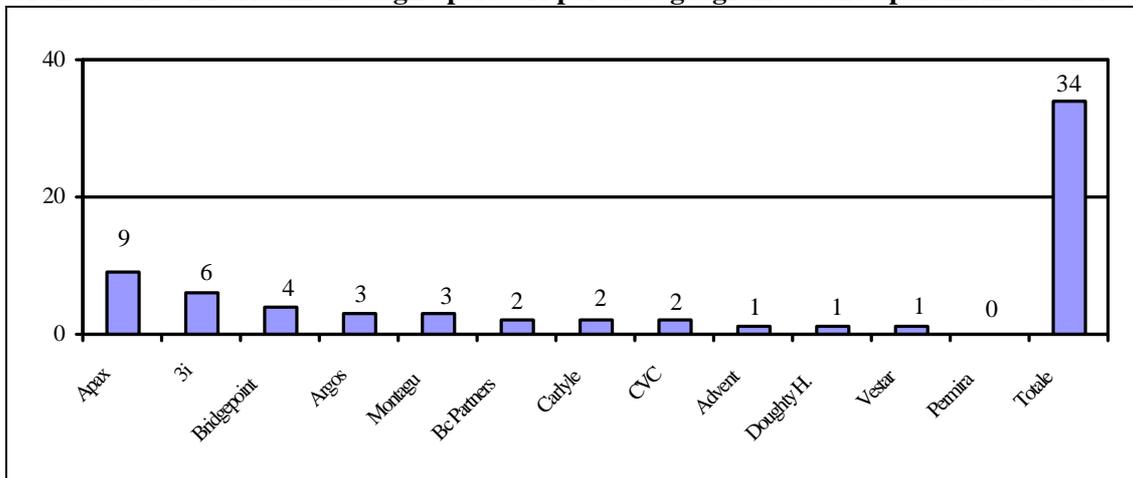
Di seguito si riportano i grafici di dettaglio relativi alla distribuzione dei singoli operatori per area geografica e per tipologia d'investimento.

Grafico 6.10- Distribuzione degli operatori per area geografica delle operazioni: Italia



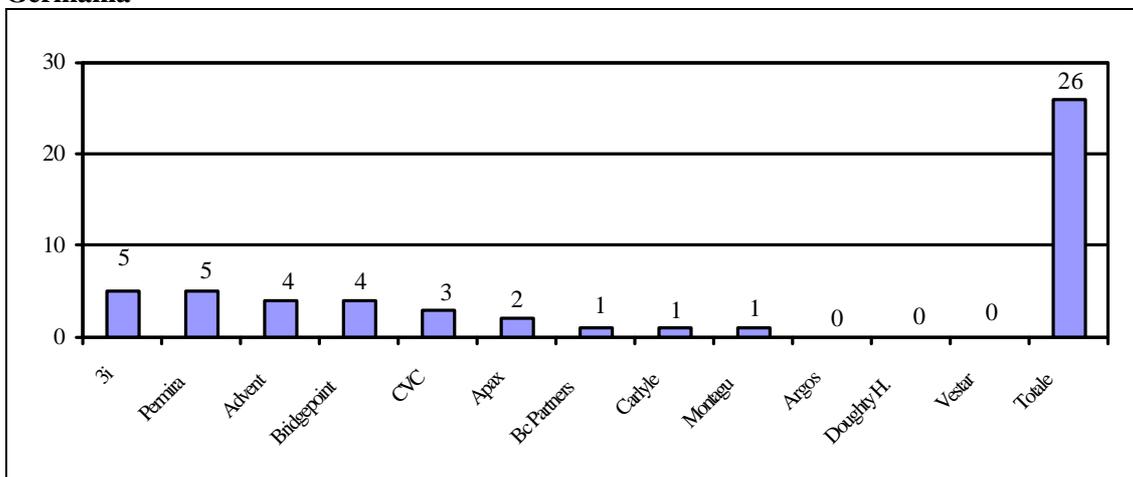
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.11 - Distribuzione degli operatori per area geografica delle operazioni: Francia



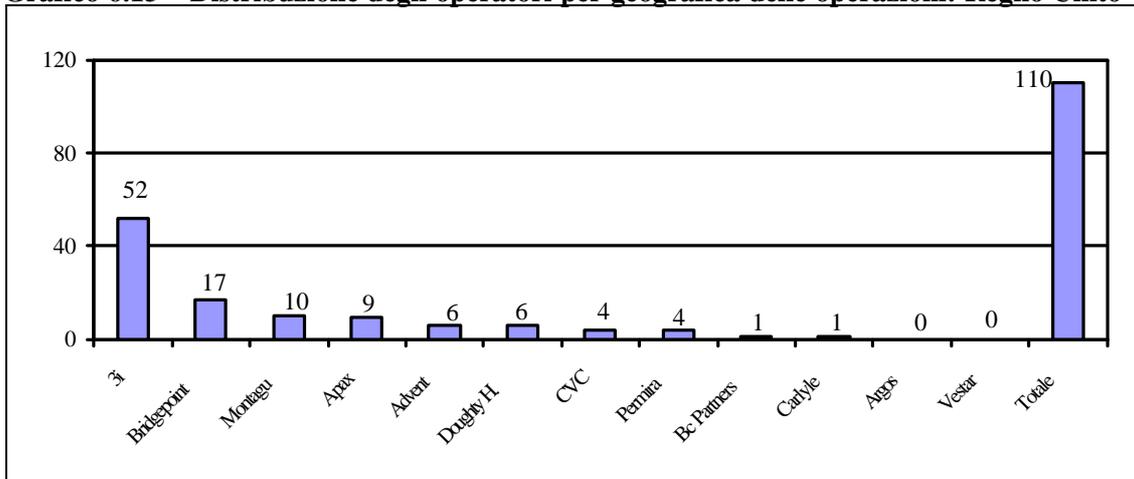
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.12 - Distribuzione degli operatori per area geografica delle operazioni: Germania



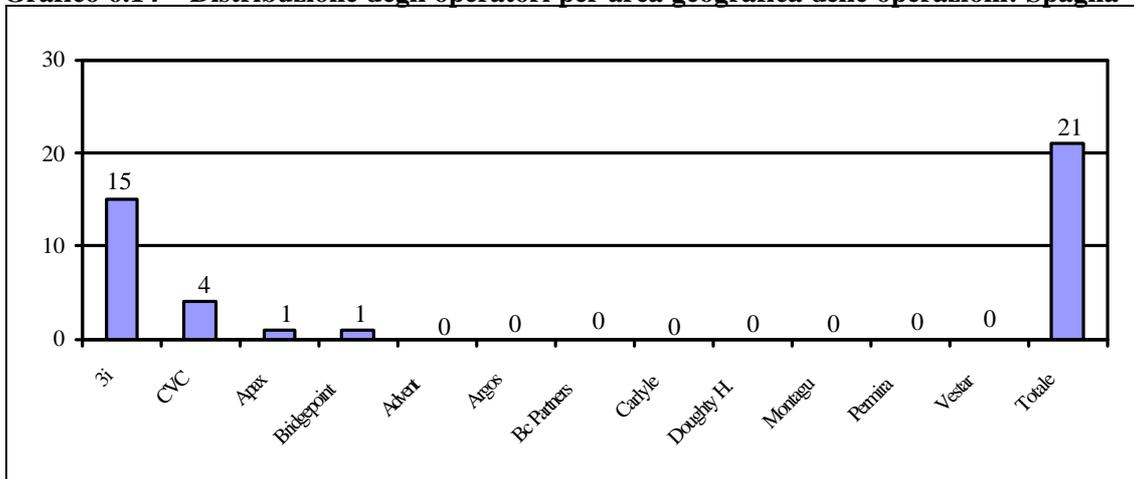
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.13 – Distribuzione degli operatori per geografica delle operazioni: Regno Unito



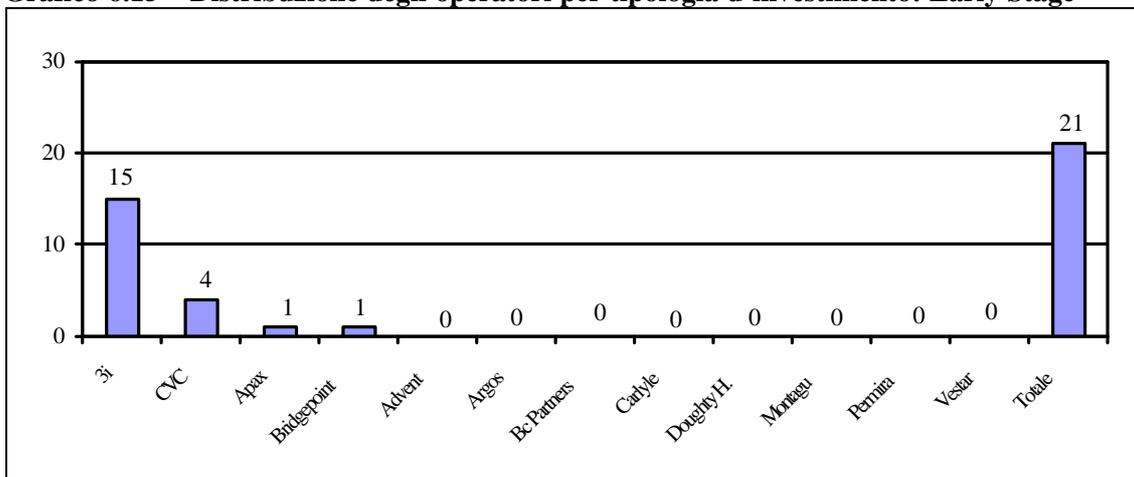
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.14 – Distribuzione degli operatori per area geografica delle operazioni: Spagna



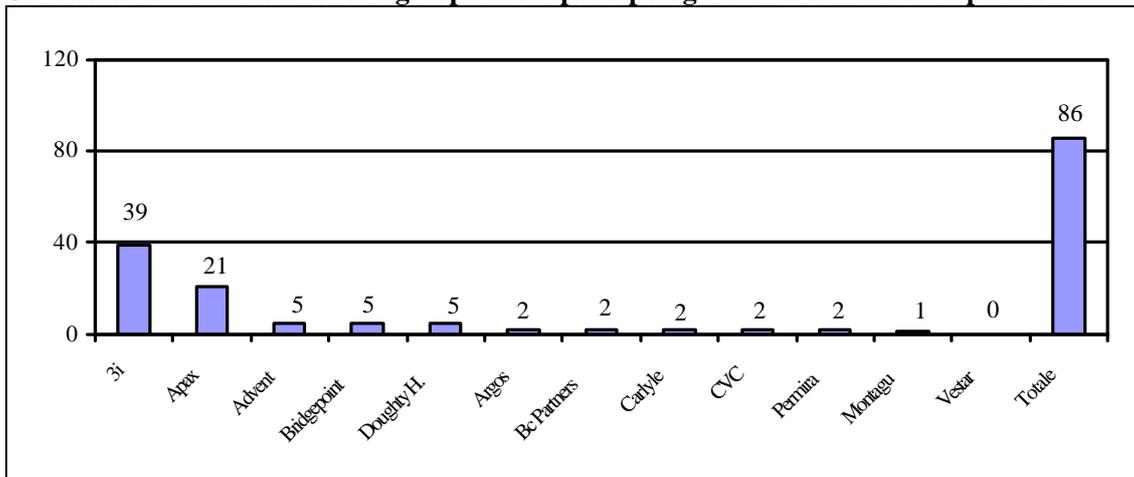
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.15 – Distribuzione degli operatori per tipologia d'investimento: Early Stage



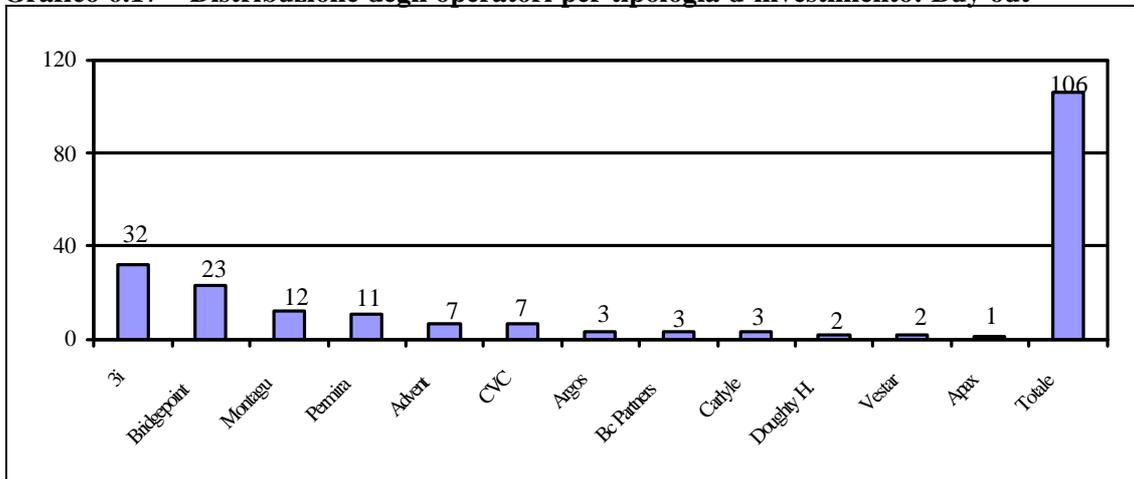
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.16 – Distribuzione degli operatori per tipologia d'investimento: Expansion



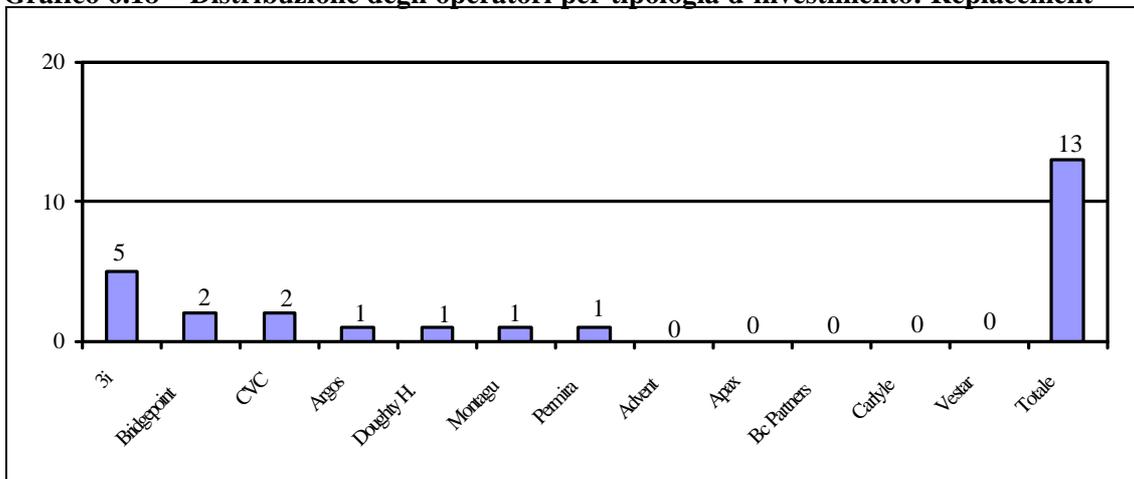
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.17 – Distribuzione degli operatori per tipologia d'investimento: Buy out



Fonte: Elaborazione propria

Grafico 6.18 – Distribuzione degli operatori per tipologia d'investimento: Replacement



Fonte: Elaborazione propria

7. Conclusioni

Alla luce dei dati raccolti ed analizzati è possibile affermare che, ad oggi, i fondi di investimento paneuropei rappresentano un'importante realtà all'interno del panorama europeo del capitale di rischio. La tesi è confermata dal dato relativo all'ammontare totale di risorse finanziarie investite da parte dei dodici soggetti inclusi nel campione. Infatti, fatto cento il totale investito in Europa nel triennio 2000-2002, ben il 31% è riconducibile a questa tipologia di operatori.

La notevole rilevanza assunta da questi fondi all'interno del mercato europeo deriva dalle grandi dimensioni che generalmente questi operatori riescono a raggiungere, sia in termini di raccolta (la dimensione media di ciascun fondo è di circa 6 miliardi di Euro) che di conseguente attività d'investimento.

Per poter raggiungere tali caratteristiche operative e strutturali, questi fondi sono obbligatoriamente portati all'adozione di una strategia di ampio raggio, che impone loro di dirigere la propria attenzione anche oltre i confini nazionali.

Infatti, solo grazie all'adozione di una strategia di questo tipo è possibile raccogliere un simile ammontare di risorse e di conseguenza impiegarlo in imprese non quotate.

Inoltre, dati i capitali a disposizione per l'attività di investimento e la necessità di procedere alla loro liquidazione entro una scadenza stabilita a priori, l'ammontare medio investito da ciascun fondo paneuropeo risulta necessariamente molto elevato. Ciò implica una forte specializzazione di questi fondi in operazioni di buy out, le quali per loro natura, richiedono un ammontare di equity investito molto consistente. Delle 220 operazioni effettuate dal campione nel triennio 2000-2002, ben 106 si sono rivelate appartenenti a questa categoria di interventi.

Infine, se da un lato è stato dimostrato che questi fondi presentano un *business model* comune, dall'altro è comunque necessario evidenziare la presenza di alcune diversità.

Tali differenze possono derivare da una maggiore o minore specializzazione in una delle diverse categorie di investimento, dalla conoscenza più o meno elevata di un settore, dalla qualità del proprio *deal flow* e da altri specifici fattori che dipendono dalle modalità con le quali ciascun fondo pone in essere la propria attività.

Bibliografia

- AIFI, *Capitale di rischio per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Gennaio 1990.
- AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Sesto Rapporto Biennale 1997-1998*, Guerini e Associati, Milano 1997.
- AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Settimo Rapporto Biennale 1999-2000*, Il Sole 24 Ore, Novembre 1999.
- AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Ottavo Rapporto Biennale 2001-2002*, Il sole 24 Ore, Settembre 2001.
- EVCA, *Private Equity Fund Structures in Europe*, Pubblicazione interna, July 1999.
- EVCA, *Venture Capital Fund Structures in Europe*, Special Paper.
- Gervasoni A., *I fondi chiusi: aspetti di gestione e di strategia*, EGEA, Milano 1989.
- Gervasoni A., *I fondi mobiliari chiusi*, Il Sole 24 Ore Libri, Marzo 2000.
- Gervasoni A., Satin F.L., *PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati, Milano, Febbraio 2000.

Riviste di settore

- European Venture Capital Journal*, Venture Economics Publishing Inc., New York.
- Initiative Europe*, Redhill, UK.
- Southern Europe Unquote*, by Initiative Europe, Redhill, UK.
- UK Venture Capital Journal*, Venture Economics Publishing Inc., New York.
- Venture Capital Journal*, Venture Economics Publishing Inc., New York.

Siti internet

- www.aifi.it
- www.bvca.co.uk
- www.evca.com
- www.ventureeconomics.com

Note

- ¹ Per consentire una più rapida lettura dei dati presentati nonché una miglior interpretazione, è opportuno precisare che: quando si parla di Europa si intende l'insieme di 26 Stati europei, comprese le nove regioni del Centro Europa, ad esclusione di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania. Il campione europeo comprende anche i dati di Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia. Con riferimento agli anni 2001-2002, l'analisi effettuata è comprensiva dei dati relativi a Bulgaria, Croazia, Estonia, Romania, Slovenia, Lituania e Lettonia. Tutti i dati riportati nel presente paragrafo sono di fonte Evca ed elaborati secondo la metodologia utilizzata a livello internazionale.
- ² Per approfondimenti sulla nuova metodologia di classificazione internazionale si veda www.evca.com
- ³ Per approfondimenti si veda A. Gervasoni, F. Satin *"Private equity e venture capital"*, Ed. Guerini e associati, Milano 2000.
- ⁴ Cfr. Gervasoni A., *I fondi chiusi: aspetti di gestione e di strategia*, EGEA, Milano 1989.
- ⁵ Cfr. EVCA, *Venture Capital Fund Structures in Europe*, Special Paper.
- ⁶ Il numero di imprese target presenti nel portafoglio della Montagu P.E. risulta pari a zero poiché tale operatore ha iniziato la propria attività nel 2003. Per questo motivo, nel Grafico 5.4 il campione risulta costituito da 11 operatori.
- ⁷ Il *lead investor* rappresenta l'operatore che ha investito la quota maggiore di capitale o che ha promosso il sindacato di investitori coinvolti nel deal.
- ⁸ Tale affermazione è presumibilmente giustificata dal fatto che 22 delle 45 operazioni di cui non sono state rilevate informazioni circa l'ammontare, sono state realizzate nel 2002.
- ⁹ Si precisa che le percentuali sono calcolate su un totale di 217 operazioni, a causa dell'impossibilità di reperire informazioni circa la natura di 3 *deal*.
- ¹⁰ A causa dell'impossibilità di reperire informazioni relative all'ammontare investito per la realizzazione di 45 dei 220 *deal* rilevati, si segnala che le percentuali sono calcolate su un totale di 175 operazioni.
- ¹¹ In tale ambito, si segnala che, anche in questo caso, lo scarso ammontare che risulta investito da Argos Sodic è il risultato dell'impossibilità di reperire informazioni relative alle dimensioni di 4 dei 6 *deal* realizzati dall'operatore durante il triennio di riferimento.