

# LA RECENTE EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

*Roberto Del Giudice, Anna Gervasoni*

## 1. Premessa metodologica

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di descrivere e analizzare le caratteristiche del mercato italiano del private equity e venture capital<sup>1</sup> nel corso degli anni più recenti, al fine di approfondirne i principali trend e definirne il posizionamento rispetto alle principali realtà comparabili.

L'attività di private equity si caratterizza tipicamente come un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine.

In tale ambito, l'attività di venture capital non costituisce attività "ontologicamente" diversa e distinta dal private equity, ma un suo particolare segmento, rivolto, per alcuni, al solo finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo (normale) di vita, per altri anche alle fasi di suo successivo sviluppo.

Nell'ambito del presente lavoro verranno utilizzati i dati provenienti da una ricerca condotta dall'AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, in collaborazione con PricewaterhouseCoopers (PwC) Transaction Services, elaborati sulla base dei principi metodologici definiti a livello internazionale dalla European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), di cui di seguito si riporta una breve sintesi.

In particolare, lo studio, realizzato attraverso l'invio di questionari agli investitori, analizza l'attività di investimento, di disinvestimento e di raccolta di nuovi capitali posta in essere nel periodo considerato. L'unità di rilevazione è rappresentata dalle strutture di investimento – società di gestione del risparmio, advisors, società finanziarie e banche – e non dai singoli fondi gestiti dalle stesse.

Con riferimento all'attività di investimento, i dati aggregati si riferiscono alle sole quote di equity e quasi equity complessivamente versate per l'operazione e non al valore totale della transazione. La dimensione globale del mercato è composta da:

- l’ammontare investito, in aziende italiane e non, dagli operatori “locali”;
- l’ammontare investito in aziende italiane dagli operatori internazionali, aventi focus di investimento continentale o mondiale (cosiddetti operatori “pan-europei” o “worldwide”) e un ufficio (advisor) sul territorio italiano.

Sotto il profilo delle definizioni, l’intero settore del capitale di rischio viene poi ripartito tra:

- attività di “venture capital”, in cui rientrano le operazioni di investimento finalizzate all’avvio di nuove imprese (ricomprese, a livello internazionale, nell’attività di early stage o di seed e start up financing) e quelle orientate a sostenere lo sviluppo di aziende già esistenti (expansion financing);
- attività di “buy out”, in cui vengono fatte rientrare sia tutte le operazioni di acquisizioni della totalità o della maggioranza dell’azienda (buy out in senso stretto), che quelle di replacement capital, cioè di acquisizioni di quote di minoranza da soci in uscita.

I dati aggregati relativi all’attività di disinvestimento si riferiscono, invece, al valore complessivo delle dismissioni considerate al costo di acquisto della partecipazione ceduta e non al prezzo di vendita.

Infine, sempre sulla base della metodologia internazionale, l’attività di raccolta di nuovi capitali (fund raising) analizzata riguarda:

- gli operatori indipendenti aventi focus specifico di investimento sul mercato italiano (country funds);
- gli altri operatori italiani che non effettuano attività di raccolta indipendente, ma ricevono i capitali dalla casamadre (si tratta dei cosiddetti operatori “captive”, come, ad esempio, le divisioni di banche commerciali che utilizzano parte del patrimonio della banca stessa per svolgere attività di private equity). In questo caso i capitali investiti nel periodo sono, per convenzione, assunti anche come risorse raccolte nello stesso arco temporale.

Nelle statistiche relative alla raccolta di nuovi capitali non vengono inclusi gli operatori pan-europei o worldwide, in quanto non prevedono una formale pre-allocazione delle risorse disponibili tra i diversi paesi target di investimento. Tali investitori, infatti, tendono ad impiegare gli ingenti patrimoni a loro disposizione in funzione delle opportunità di investimento che via via si presentano nell’arco della loro vita utile e non in base a rigide distribuzioni geografiche.

## 2. Gli operatori

Negli ultimi tre anni in Italia sono stati stabilmente rilevati circa 100 investitori di private equity e venture capital, con una punta massima di 108 riferita al 2003 ed un valore puntuale del 2004 pari a 97.

Sotto il profilo del profilo giuridico e organizzativo, si tratta di un panorama estremamente composito, ripartito, convenzionalmente, tra<sup>2</sup>:

- Società di Gestione del Risparmio che gestiscono fondi mobiliari chiusi di diritto italiano e altri fondi o società aventi focus di investimento specifico sul mercato italiano;
- Advisor di fondi pan-europei;
- Banche italiane aventi divisioni specializzate in private equity e finanziarie di emanazione bancaria;
- Operatori specializzati in attività di early stage;
- Operatori regionali e pubblici.

Con riferimento all'ultimo anno analizzato, la categoria più numerosa è costituita dal primo dei raggruppamenti sopra evidenziati, il cui insieme di operatori rappresenta più del 50% dell'intero mercato. Questi mediamente gestiscono circa 140 milioni di Euro per fondo, e sono focalizzati sul cosiddetto middle market (investimenti in quote di maggioranza e di minoranza di imprese di medie dimensioni) e sul later stage (operazioni di replacement e buy out). Di fatto, per lo più a seguito della nascita di nuove società di gestione di diritto italiano, si tratta dell'unica categoria risultante in crescita tra il 2003 e il 2004, rispetto ad una contrazione più o meno marcata delle altre tipologie di operatori.

Il secondo aggregato, per numerosità, è rappresentato dai fondi pan-europei, che rappresentano il 20% del totale e che sono prevalentemente attivi nel comparto dei buy out aventi ad oggetto imprese di grandi dimensioni.

Le banche italiane, invece, che in passato hanno giocato un ruolo fondamentale nel contesto del mercato del capitale di rischio domestico, stanno sempre più sostituendo la loro attività di investimento diretto con la promozione di società di gestione del risparmio aventi una struttura separata (ad oggi il 50% delle SGR sono di emanazione bancaria). Gli investitori di natura bancaria hanno rappresentato, comunque, il 14% del totale degli operatori.

I fondi specializzati in early stage, penalizzati dal difficile contesto riguardante gli investimenti high tech, hanno visto diminuire ulteriormente la loro presenza sul mercato, attestandosi al 7% del totale degli operatori.

Da ultimo, il 9% dell'intero mercato è rappresentato dagli operatori regionali e pubblici, il cui numero è risultato quello che ha subito la maggiore contrazione tra il 2003 e il 2004.

Tabella 1 - Matrice degli operatori oggetto di rilevazione

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
SGR e country funds generalisti	41	47	49
Fondi pan-europei	21	22	19
Banche italiane e finanziarie bancarie	13	15	13
Operatori regionali e pubblici	12	14	9
Advisor di fondi di early stage	11	10	7
<b>Totale</b>	<b>98</b>	<b>108</b>	<b>97</b>

Fonte: AIFI – PwC

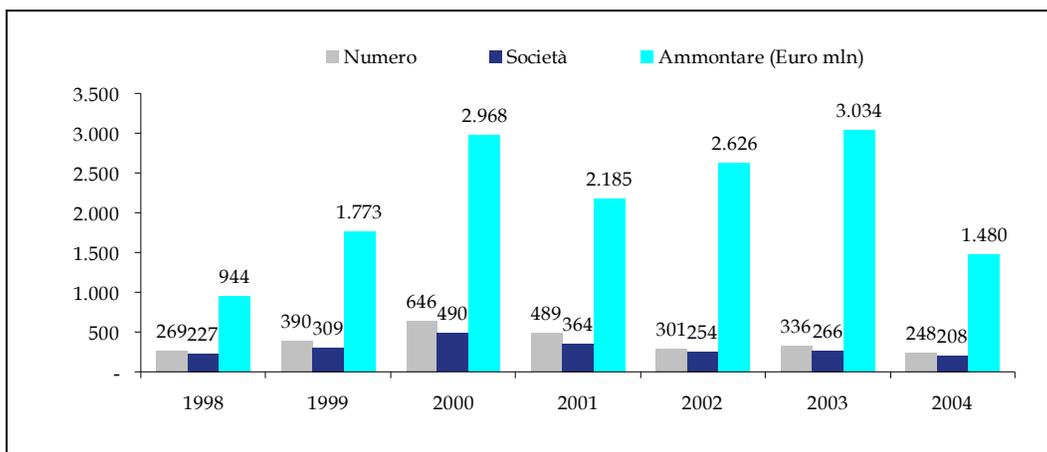
È importante sottolineare come dei 97 operatori censiti nel 2004, 73 risultano aver svolto, durante l'anno, almeno una delle attività di investimento, disinvestimento o raccolta di capitali (fund raising), per mezzo delle quali si analizza l'andamento del mercato. Tale valore era risultato pari a 82 nel corso del 2003 e a 71 nel 2002, evidenziandosi, anche in questo caso, una leggera contrazione negli ultimi dodici mesi, per lo più riconducibile al processo di riorganizzazione interna di alcune strutture di tipo "captive".

### **3. Gli investimenti**

Tra il 2002 e il 2004, sono stati mediamente investiti ogni anno in Italia circa 2.400 milioni di Euro, distribuiti su un numero di quasi 300 operazioni medie annue.

Con riferimento ai singoli anni, nel corso del 2004 l'attività di investimento si è attestata a quota 1.480 milioni di Euro, distribuiti su 248 operazioni e riguardando un numero totale di 208 imprese<sup>3</sup>. Rispetto al 2003, tutti i valori risultano in sensibile contrazione, a partire dalla riduzione del 51,2% dell'ammontare investito, che aveva raggiunto nei dodici mesi precedenti il livello record di 3.034 milioni di Euro. In termini di numero di operazioni e di imprese oggetto di investimento, la diminuzione risulta più lieve, essendo pari al 26,2% nel primo caso (nel 2003 erano stati effettuate 336 operazioni) e al 21,8% nel secondo (nel 2003 erano state oggetto di investimento 266 diverse società). I valori registrati nel 2004 risultano sostanzialmente più contenuti anche rispetto a quanto era stato fatto nel 2002, quando con 2.626 milioni di Euro di investimenti, distribuiti su 301 operazioni, erano state coinvolte 254 diverse imprese.

Grafico 1 - Evoluzione dell'attività di investimento

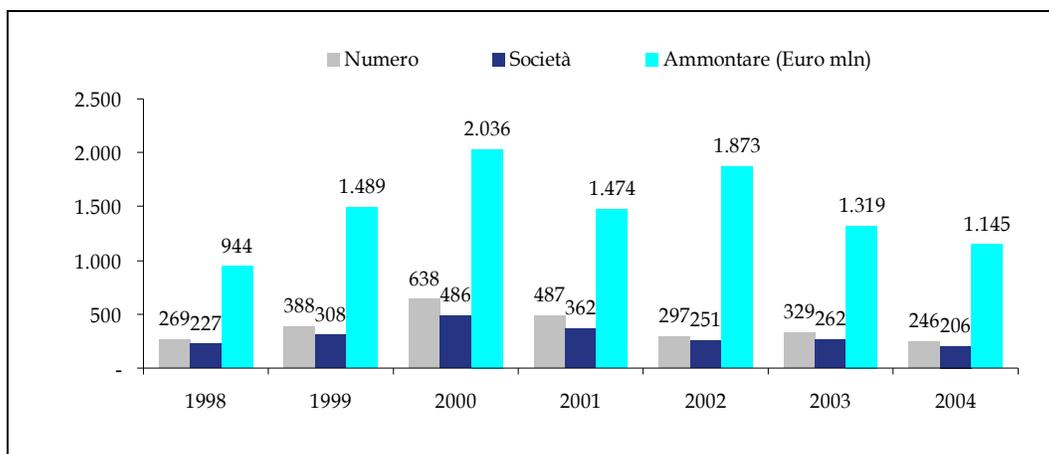


Fonte: AIFI - PwC

In particolare, nel confronto con gli anni passati il settore ha fortemente risentito della quasi totale assenza dei cosiddetti mega deals (nel 2004 ne sono stati chiusi due), gli investimenti cioè caratterizzati da un ammontare investito a titolo di equity dagli operatori finanziari uguale o superiore ai 150 milioni di Euro.

Analizzando l'andamento del mercato "normalizzato", depurato cioè da tali operazioni, si evince come in realtà la contrazione rispetto agli anni passati sia molto più contenuta, e come lo "zoccolo duro" del settore, rappresentato dal cosiddetto middle market, sia rimasto sostanzialmente stabile rispetto al passato più prossimo.

Grafico 2 - Il mercato italiano esclusi i mega deals\*



\* Investimenti il cui equity investito dagli operatori finanziari è maggiore o uguale a 150 milioni di Euro.

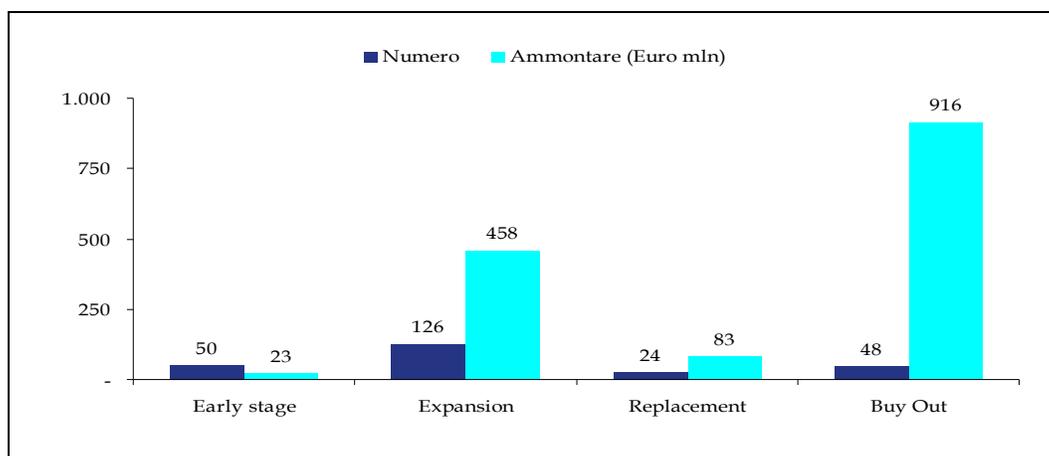
Fonte: AIFI - PwC

Inoltre, la contrazione del mercato italiano del private equity e venture capital avutasi nel 2004 è da inquadrare all'interno del più generale andamento del mercato dell'M&A che,

secondo i dati elaborati da KPMG Corporate Finance, ha visto ridursi il controvalore delle operazioni del 65% rispetto al 2003. In tale ambito, il ruolo dei fondi di private equity è comunque cresciuto, essendo ad essi riconducibile circa l'11% delle acquisizioni realizzate in Italia, contro il 10% del 2003 e solo il 2% del 2000.

Analizzando più nel dettaglio il mercato del 2004, è possibile evidenziare come la maggior parte delle risorse investite sia confluita nelle operazioni di buy out (916 milioni di Euro, pari al 62% del totale), seguite da quelle di expansion (458 milioni di Euro, pari al 31% del totale). In termini di numero invece, vi è da registrare la netta prevalenza degli investimenti di expansion (126 operazioni, 51% del totale), seguiti dagli early stage (50 investimenti, 20% del totale).

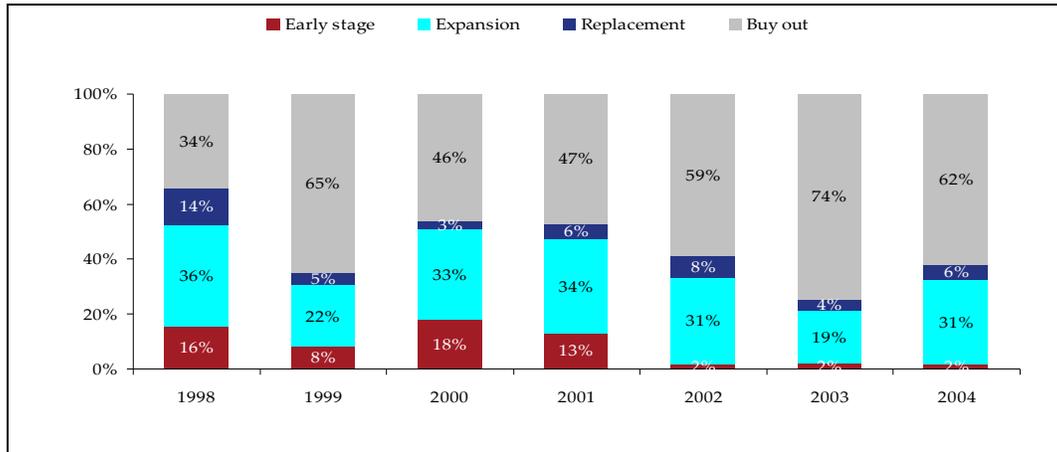
Grafico 3 - Distribuzione degli investimenti 2004 per tipologia



Fonte: AIFI - PwC

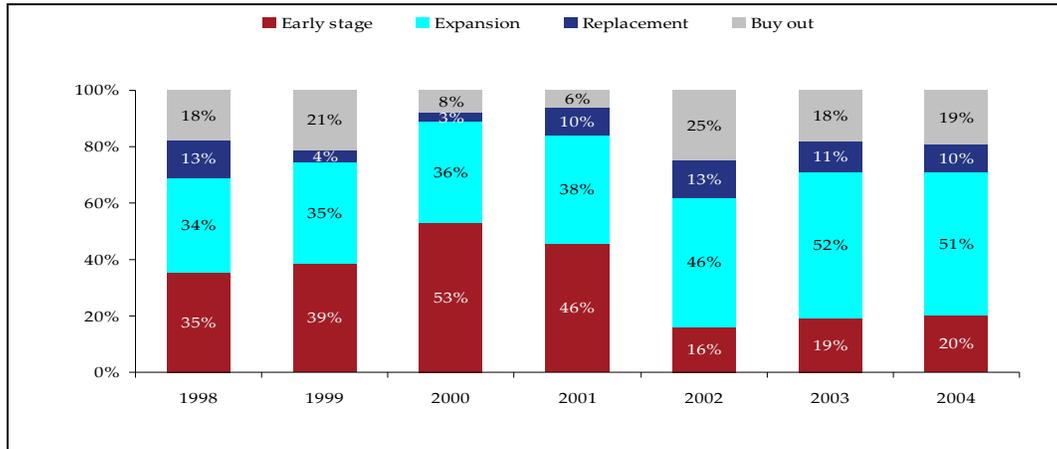
Rispetto a quanto avvenuto negli anni precedenti, la ripartizione dell'ammontare investito mostra una diminuzione della quota destinata ai buy out ed un aumento di quella relativa agli expansion, mentre, in termini di numero, la situazione è rimasta praticamente invariata, con la maggioranza assoluta indirizzata verso le operazioni di expansion.

Gráfico 4 - Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare investito per tipologia



Fonte: AIFI - PwC

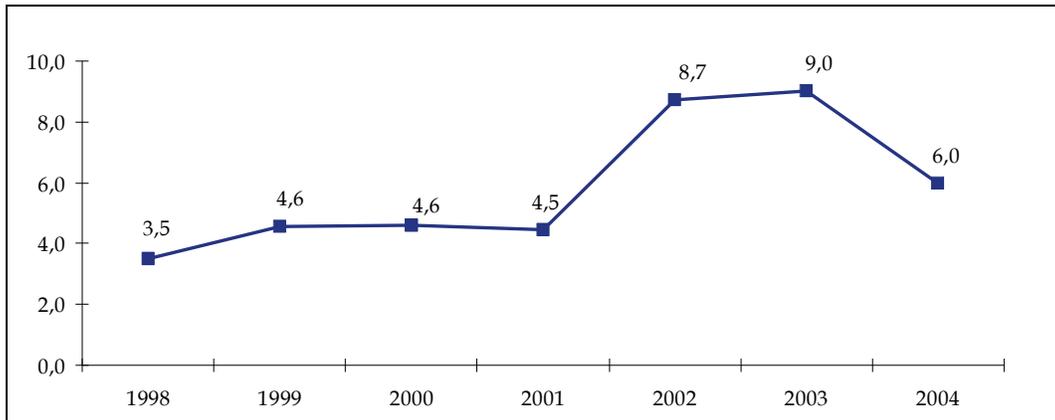
Gráfico 5 - Evoluzione della distribuzione % del numero degli investimenti per tipologia



Fonte: AIFI - PwC

Per quel che riguarda il mercato nel suo complesso, vi è da registrare una sensibile riduzione del taglio medio dell'investimento per singola operazione, passato dai circa 9 milioni di Euro del 2002 e 2003, ai 6 milioni del 2004.

Grafico 6 - Evoluzione dell'ammontare medio investito (Euro mln)

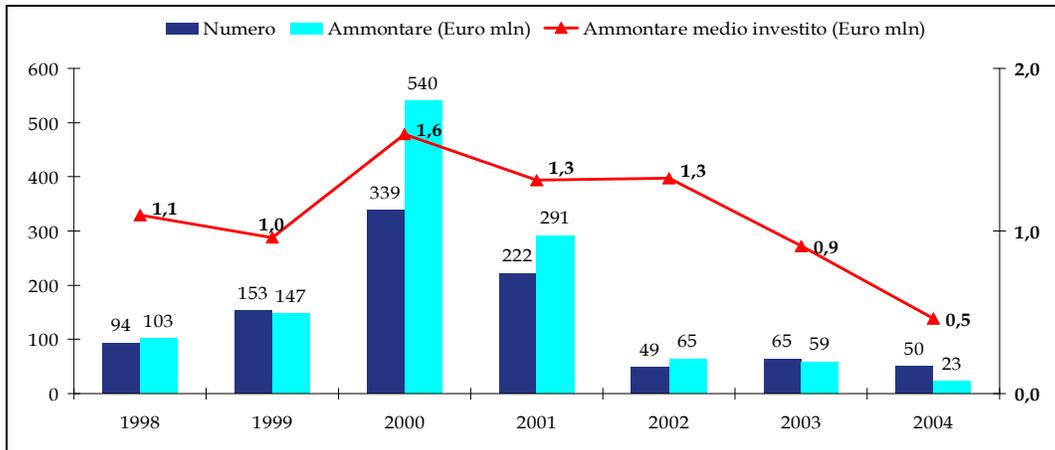


Fonte: AIFI - PwC

Spunti interessanti provengono dall'analisi dei singoli segmenti.

Con riferimento al comparto dell'early stage (seed e start up), nel corso del 2004 si sono ridotte ulteriormente sia le risorse investite che le operazioni portate a termine dal ridotto numero di operatori attivi nel segmento. Questo trend ha comportato una contrazione ulteriore del taglio medio degli investimenti, che era già passato da 1,3 a 0,9 milioni di Euro tra il 2002 e il 2003, ed ha poi raggiunto gli attuali 0,5 milioni di Euro.

Grafico 7 - Trend storico degli investimenti di early stage

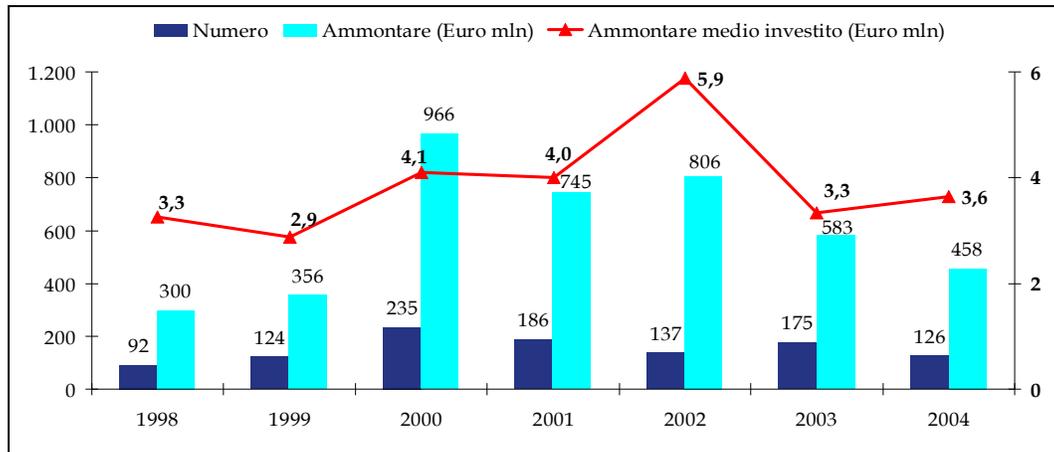


Fonte: AIFI - PwC

Spostandosi sul fronte degli expansion, il segmento è stato caratterizzato da una sostanziale stabilità in termini di volumi investiti, rispetto al 2003, anno in cui si era verificata una sensibile contrazione. Sotto il profilo del numero delle operazioni, invece, i valori registrati nel 2004 risultano ridursi sensibilmente e riapprossimarsi a quelli del 2002.

Sempre per quel che riguarda la macro categoria dell'expansion, vanno sottolineate le 10 operazioni finalizzate al salvataggio di imprese in crisi (turnaround), che hanno catalizzato risorse per oltre 32 milioni di Euro. Lo sviluppo di questo sotto-segno del mercato del capitale di rischio è molto importante, soprattutto alla luce del sempre maggior numero di imprese che presentano tensioni finanziarie.

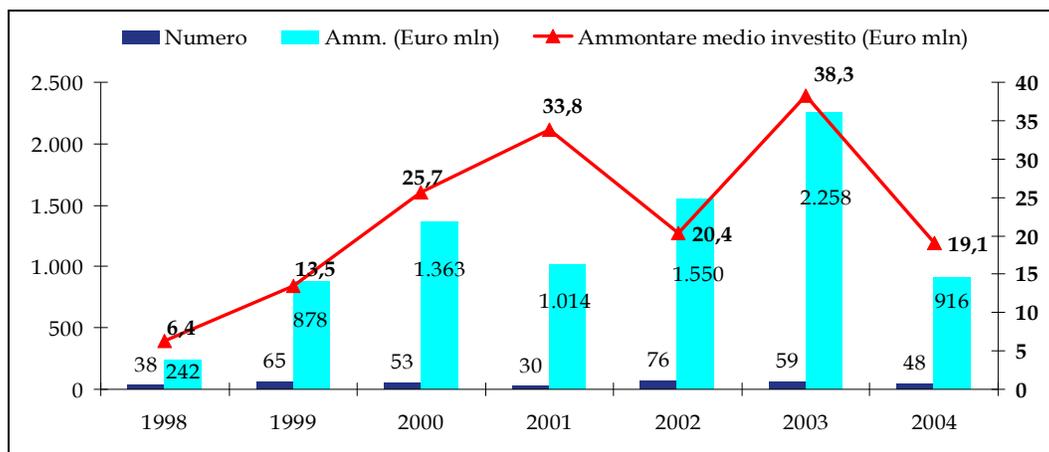
Grafico 8 - Trend storico degli investimenti di expansion



Fonte: AIFI - PwC

Infine, in materia di buy out, la già citata contenuta presenza di mega deals ha indubbiamente ridotto il taglio medio degli investimenti, quasi dimezzatosi rispetto al 2003 e passato da 38,3 a 19,1 milioni di Euro. Se il calcolo dell'investimento medio viene invece realizzato ponendo al centro dell'attenzione le aziende target, invece che il numero di operazioni, è possibile evidenziare che l'ammontare di equity mediamente investito durante l'anno nelle imprese oggetto di buy out è sceso su livelli più ordinari a circa 23 milioni di Euro, contro gli eccezionali 47 milioni di Euro del 2003.

Grafico 9 - Trend storico degli investimenti di buy out



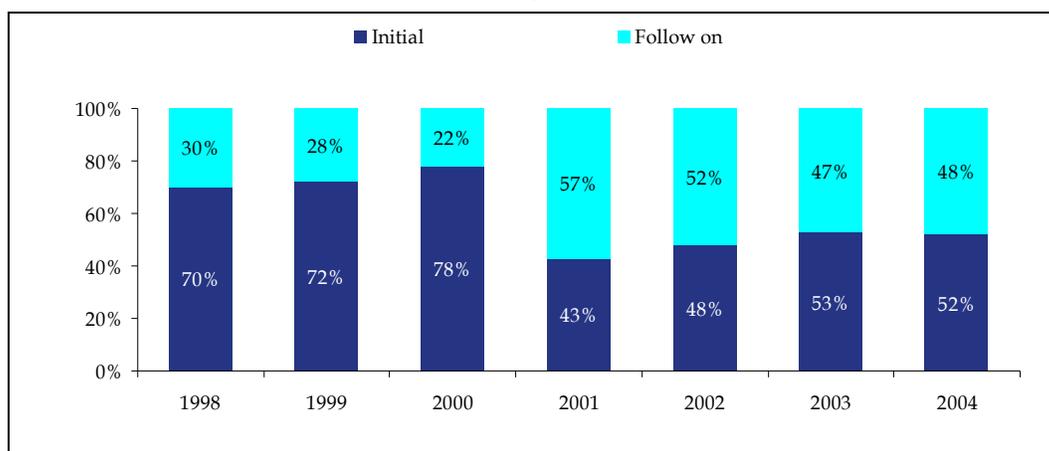
Fonte: AIFI - PwC

Con riferimento alle operazioni di grandi dimensioni, nel corso del 2004 le acquisizioni il cui equity investito dagli operatori finanziari ha superato i 150 milioni di Euro sono state due, rappresentando così il 23% del mercato totale in ammontare, rispetto alle quattro del 2003 (57% del mercato), alle tre del 2002 (33%) e alle quattro del 2000 (31%).

Il grado di leva (rapporto debito/equity) mediamente utilizzato nelle operazioni oggetto di analisi nel corso dell'anno si è attestato intorno all'1,5, in diminuzione rispetto all'1,9 del 2003. Considerando anche l'impatto di tale rapporto, è quindi possibile stimare che il totale delle risorse (debito più equity) coinvolte in operazioni di buy out nel corso del 2004 sia stato pari a circa 2,3 miliardi di Euro, portando l'ammontare complessivo di capitale apportato dal private equity e venture capital italiano (quindi aggiungendo anche le altre tipologie di operazioni) ad oltre 2,8 miliardi di Euro.

Sempre nell'ambito dell'analisi delle tipologie di operazioni, risulta importante sottolineare come, nel corso del 2004, gli investimenti "iniziali", cioè le operazioni in aziende non già partecipate dallo stesso o altri investitori, continuino per il secondo anno consecutivo a rappresentare la maggioranza. Infatti, rispetto ai 248 deal complessivi del 2004, gli initial investments sono stati il 52%, in linea con il 53% del 2003. La componente rimanente di investimenti è invece rappresentata da interventi fatti nel capitale di imprese già partecipate dallo stesso operatore (follow on), spesso finalizzati a "rafforzare" l'iniezione di capitale precedentemente apportata, oppure a correggere situazioni di squilibrio finanziario non previste.

Grafico 10 - Evoluzione della distribuzione del numero degli investimenti tra initial e follow on

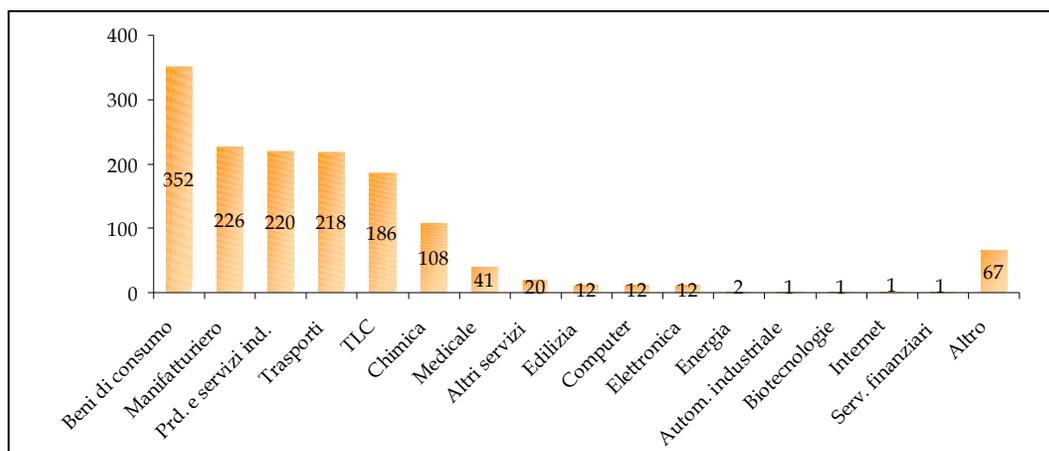


Fonte: AIFI - PwC

A livello di settori di attività delle imprese target, nel 2004 il mercato ha evidenziato uno stabile interesse per i comparti tradizionali, quali quello dei prodotti e servizi per l'industria, quello manifatturiero e quello dei beni di consumo (complessivamente pari al 54% del totale in ammontare e al 40% in numero). In particolare, è importante sottolineare il crescente interesse degli operatori per le società dotate di marchi ben riconosciuti e famosi, società cioè che rappresentano all'interno del sistema economico il cosiddetto "made in Italy".

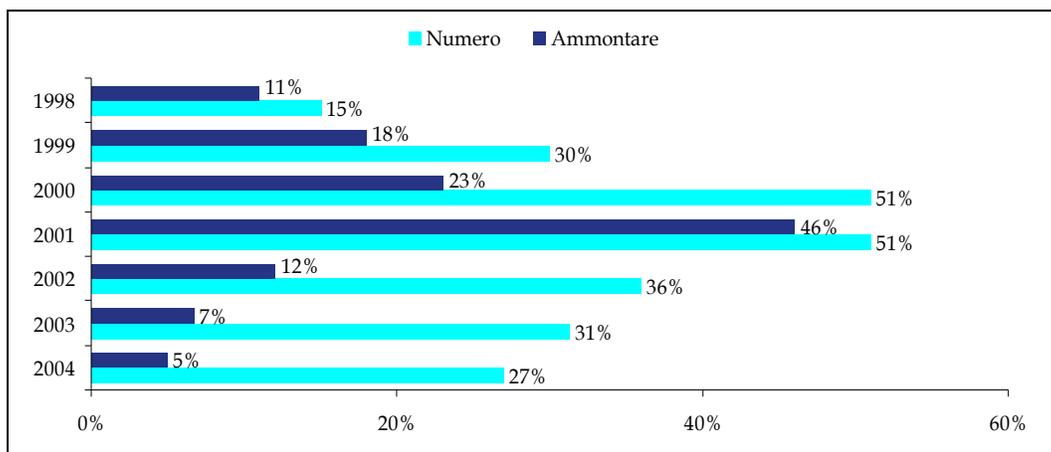
Sempre con riferimento alla tipologia di imprese target, il peso delle operazioni effettuate in aziende definite dagli stessi operatori high tech si è ulteriormente contratto sia a livello di numero di investimenti (passando dal 31% del 2003 al 27% attuale), sia, e ancor più, in termini di risorse investite. I capitali affluiti verso questa tipologia di aziende rappresentano, infatti, solo il 5% del totale.

Grafico 11 - Distribuzione settoriale dell'ammontare investito nel 2004 (Euro mln)



Fonte: AIFI - PwC

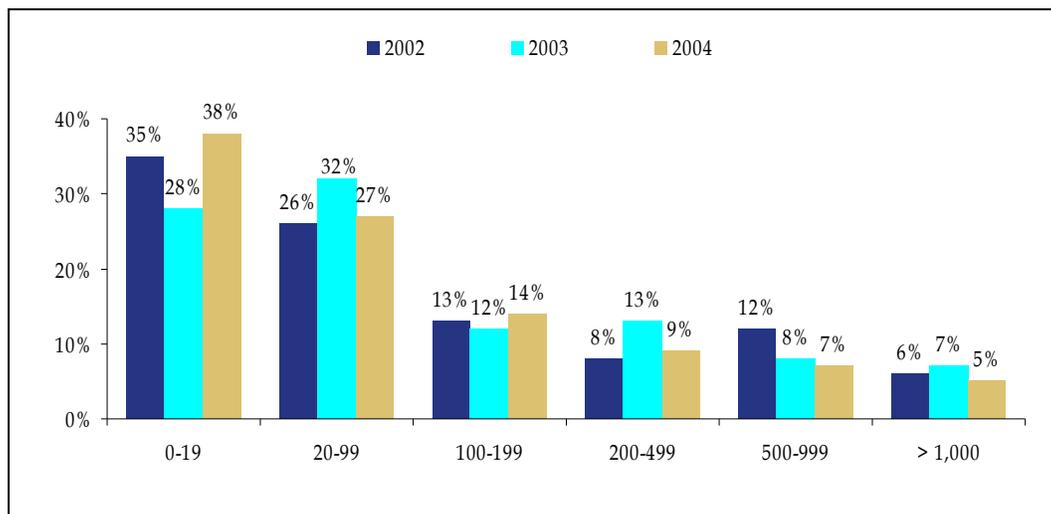
Grafico 12 - Evoluzione del peso percentuale degli investimenti in imprese high tech



Fonte: AIFI - PwC

La distribuzione degli investimenti, in numero, per dimensione d'impresa conferma la tendenza ad una concentrazione delle operazioni realizzate sulle aziende di piccole e medie dimensioni, avendo le realtà imprenditoriali con un numero di dipendenti inferiore alle 10 unità registrato un incremento di circa il 30% rispetto al 2003. Risulta inoltre importante sottolineare come non siano mancate anche iniziative rivolte ad aziende di maggiore dimensione (il 12% delle operazioni si è indirizzato verso imprese con un numero di dipendenti superiore alle 500 unità).

Grafico 13 - Distribuzione % del numero degli investimenti per classi di dipendenti delle aziende target

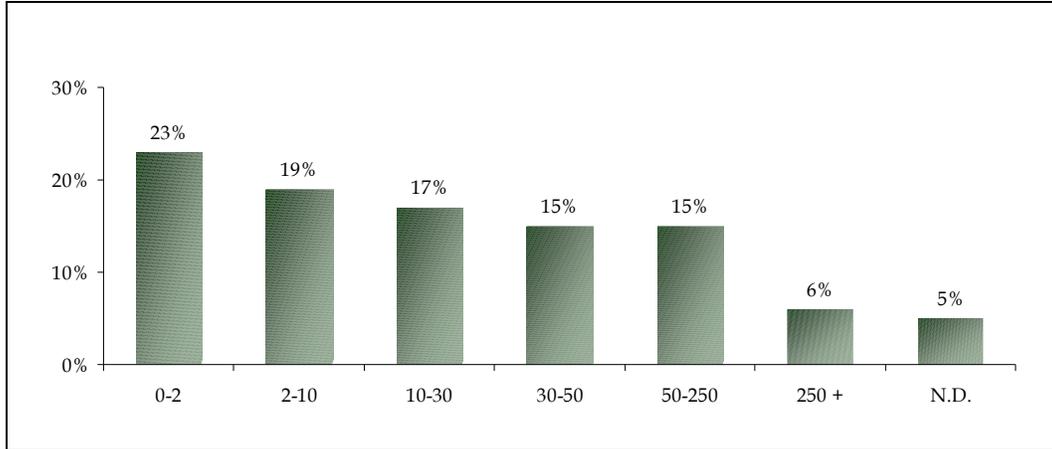


Fonte: AIFI - PwC

Questa focalizzazione sulle piccole medie imprese è confermata anche dai dati riguardanti la ripartizione degli investimenti per classi di fatturato delle aziende oggetto di investimento nel

2004: l'89% degli investimenti ha riguardato, infatti, società con un fatturato inferiore a 250 milioni di Euro.

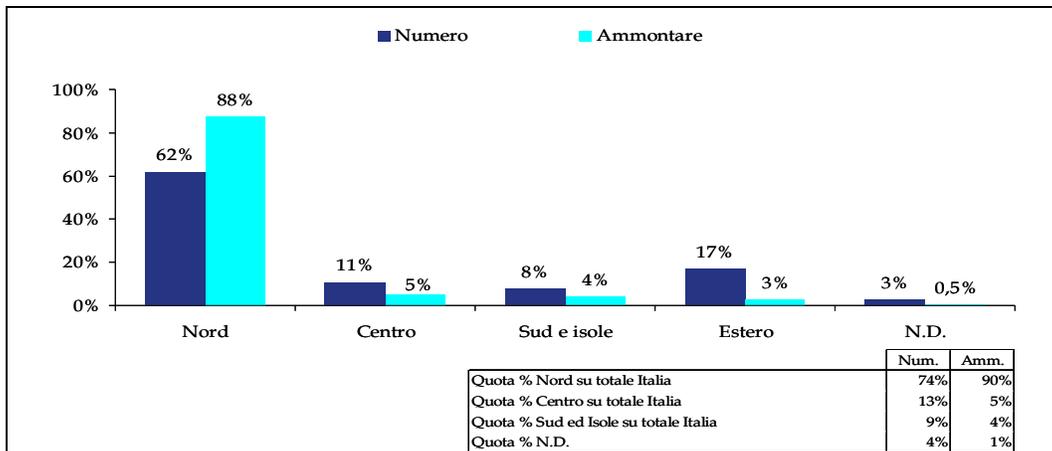
Grafico 14 - Distribuzione % del numero degli investimenti 2004 per classi di fatturato delle aziende target (Euro mln)



Fonte: AIFI - PwC

Con riferimento alla distribuzione geografica degli investimenti è innanzitutto da sottolineare un incremento negli anni dell'attività svolta nei confronti di aziende operanti in paesi al di fuori dell'Unione Europea. Nel corso del 2004, poi, per quanto attiene le operazioni rivolte ad imprese italiane (pari all'83% del totale), la maggior attenzione degli operatori si è concentrata, così come accaduto negli anni passati, nel Nord del Paese (88% in ammontare e 62% in numero).

Grafico 15 - Distribuzione geografica degli investimenti realizzati nel 2004



Fonte: AIFI - PwC

A livello regionale, è stato confermato il primato della Lombardia, che ha catalizzato il 22% delle operazioni effettuate sul territorio italiano, seguita dal Friuli Venezia Giulia con il 13% e dal Piemonte con il 10%.

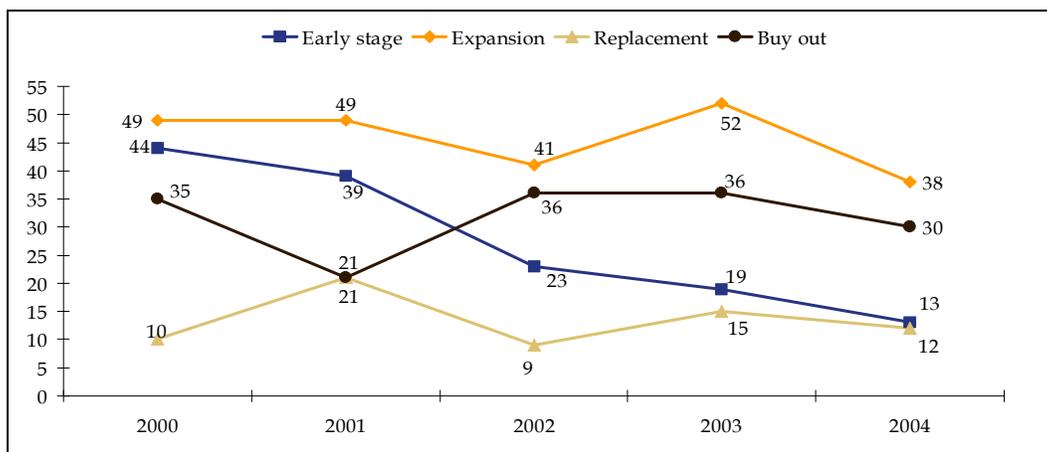
L'analisi della distribuzione degli investimenti sul territorio assume maggiore significatività se confrontata con le dimensioni del tessuto industriale di riferimento. A questo proposito, sono stati presi in considerazione i risultati dell'ultima ricerca su "Le medie imprese industriali italiane" (2005), effettuata da Mediobanca ed Unioncamere<sup>4</sup>, che ha individuato, con riferimento all'intero territorio nazionale, un numero complessivo di 3.925 imprese manifatturiere indipendenti caratterizzate da un numero di addetti compresi tra 50 e 499 ed un fatturato annuo tra i 13 ed i 260 milioni di Euro. Poiché sono proprio le medie imprese industriali il principale target di riferimento degli investitori italiani di private equity si è deciso di utilizzare tali dati come base per elaborare un indice avente al numeratore il numero delle aziende oggetto di investimento da parte degli operatori di private equity nel 2004 con le medesime caratteristiche di quelle rilevate dall'analisi Mediobanca-Unioncamere e al denominatore la totalità di queste ultime.

In tal modo, è stato possibile costruire il "grado di penetrazione" annuale del capitale di rischio, rivelatosi sostanzialmente molto contenuto, e pari mediamente al 2,2%. Disaggregando tale valore per macro area geografica, contrariamente alle aspettative, è possibile evidenziare che il livello più elevato viene raggiunto al Sud (3,6%), dove il grado di penetrazione del mercato è più che doppio rispetto al Nord-Est (1,7%). Valori intermedi si registrano al Nord-Ovest (2,5%) e al Centro (2,0%).

Tornando al mercato del private equity e venture capital nella sua globalità, al 31 dicembre 2004 il portafoglio complessivo degli investitori operanti in Italia risultava composto da 1.149 aziende, per un controvalore delle partecipazioni detenute, valutato al costo di acquisto, pari a più di 9 miliardi di Euro.

Analizzando, poi, l'operatività dei singoli investitori, il numero di operatori che, durante il 2004, ha concluso almeno un investimento è stato pari a 61. Nel dettaglio, sono state 38 le società che hanno effettuato almeno un'operazione di expansion (contro le 41 del 2002 e le 52 del 2003), 30 quelle che hanno portato a termine almeno un buy out (36 sia nel 2002 che nel 2003), 13 gli operatori attivi nell'early stage (23 nel 2002 e 19 nel 2003) e 12 nel segmento dei replacement (9 nel 2002, 15 nel 2003).

Grafico 16 - Operatori attivi nei diversi segmenti



Fonte: AIFI - PwC

Per quanto riguarda la ripartizione dell'attività svolta nel corso del 2004 tra le diverse categorie di operatori, si evidenzia, in termini di numero di investimenti, una prevalenza di quanto realizzato dalle SGR e dagli altri country funds generalisti (36% del totale), seguiti, seppur a distanza, dagli operatori pubblici e regionali (23%). Tanto il posizionamento che le percentuali sono molto simili a quelle rilevate per il 2003, quando ai fondi chiusi italiani era ascrivibile il 35% del numero complessivo degli investimenti e agli operatori pubblici e regionali il 26%.

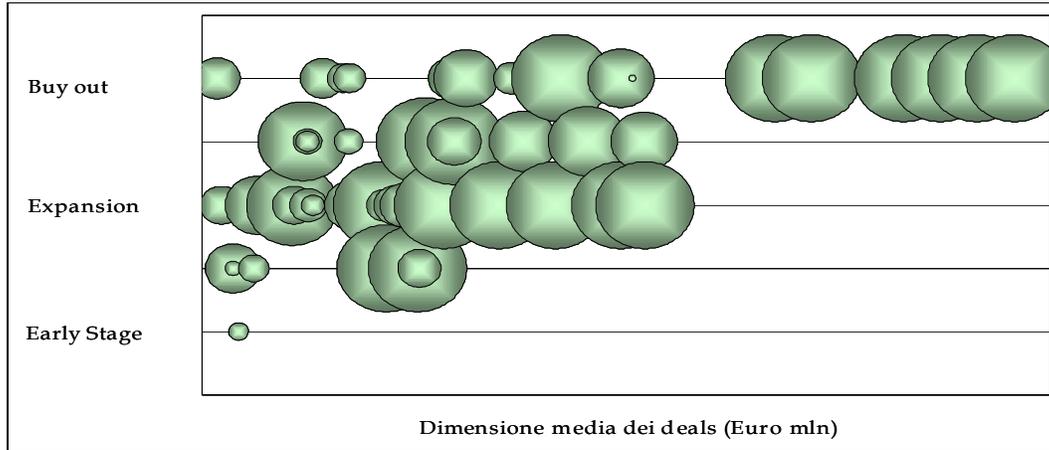
Lo scenario non cambia se si considerano le risorse investite. Anche in quest'ottica, infatti, la quota di mercato maggiore per il 2004 è riconducibile alle SGR ed altri country funds generalisti operanti sul mercato italiano (46%), seguiti dagli operatori pan-europei (38%).

Rispetto ai singoli segmenti, a livello di numero di imprese si nota come l'attività di early stage sia stata svolta essenzialmente, oltre che dagli advisor di fondi specializzati, dagli operatori pubblici e regionali (86% del totale), mentre le operazioni di later stage sono per lo più riconducibili alle SGR ed altri country funds generalisti, che comunque svolgono la loro attività toccando tutte le diverse categorie di investimento. Per quel che riguarda le risorse investite, il dato più interessante è rappresentato dalla leadership raggiunta negli ultimi dodici mesi dalle SGR e gli altri country funds generalisti in materia di buy out a discapito dei fondi pan-europei.

Ultime considerazioni di rilievo con riferimento all'attività di investimento, possono essere fatte posizionando i diversi operatori attivi nel corso dell'anno all'interno di una matrice avente come variabili di riferimento la tipologia di investimento più frequente e la dimensione media degli interventi (deals). Inoltre, una terza dimensione può essere data dalle risorse complessivamente gestite dai singoli operatori (capital under management), rappresentate, nel grafico, dalla dimensione delle sfere.

Confrontando l'evoluzione di questa mappatura del mercato tra il 2003 e il 2004 è possibile evidenziare come si sia assistito ad una concentrazione degli investitori attivi (ridotti in valore assoluto) all'interno dei segmenti del cosiddetto later stage, caratterizzati nel corso del 2004 da tagli medi di intervento sensibilmente più ridotti.

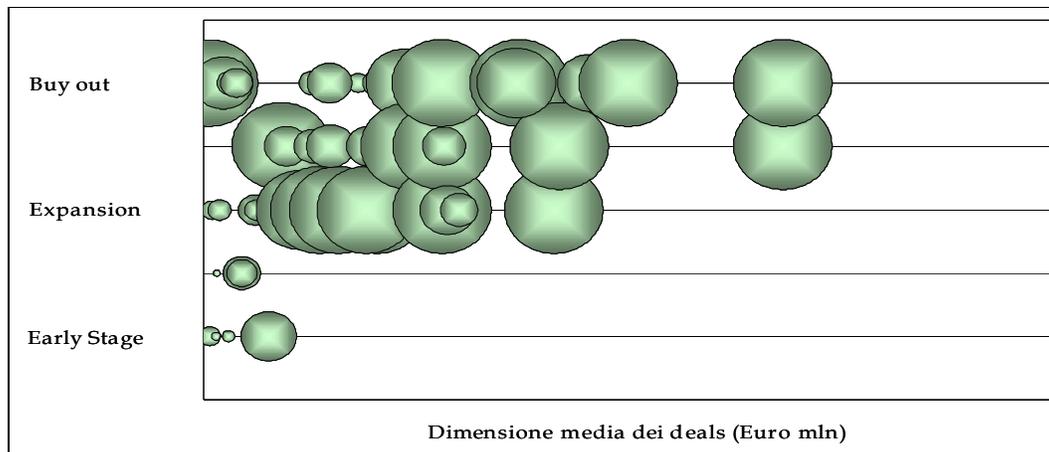
Grafico 17 - Analisi del posizionamento degli operatori\* nel 2003



\* La dimensione delle sfere rappresenta il volume delle risorse gestite/disponibili.

Fonte: AIFI

Grafico 18 - Analisi del posizionamento degli operatori\* nel 2004



\* La dimensione delle sfere rappresenta il volume delle risorse gestite/disponibili.

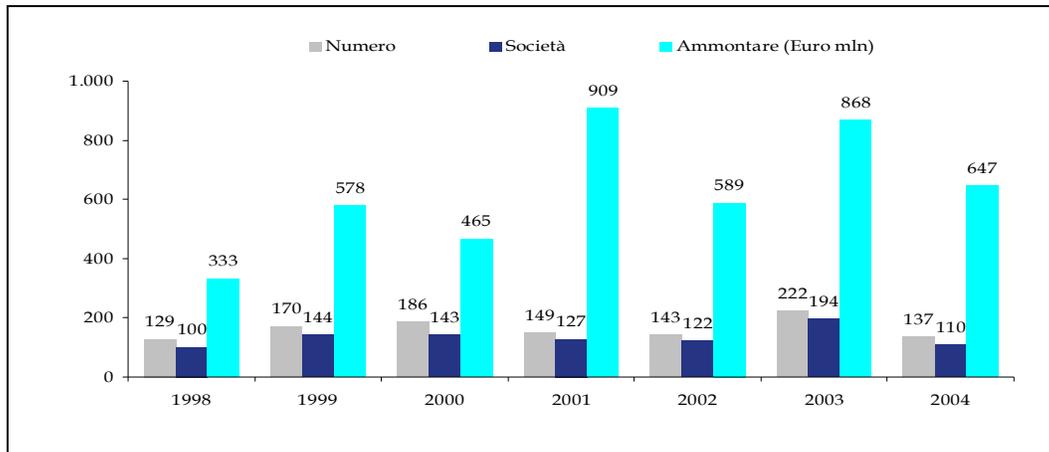
Fonte: AIFI

#### 4. I disinvestimenti

Nel corso dell'ultimo triennio sono stati mediamente effettuati disinvestimenti per un controvalore annuo, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni (che quindi non include i capital gain), pari a circa 700 milioni di Euro, relativi a 170 diverse operazioni.

In termini di trend, l'ammontare complessivamente disinvestito nel 2004 è sceso a quota 647 milioni di Euro, a fronte di un numero di operazioni pari a 137 e di 110 diverse società oggetto delle suddette operazioni. Nel 2003 gli analoghi valori erano risultati rispettivamente pari a 868 milioni di Euro, per 222 operazioni e 194 società, mentre l'anno precedente erano stati 589 i milioni di Euro riconducibili all'attività di dismissione, per 143 operazioni e 122 imprese.

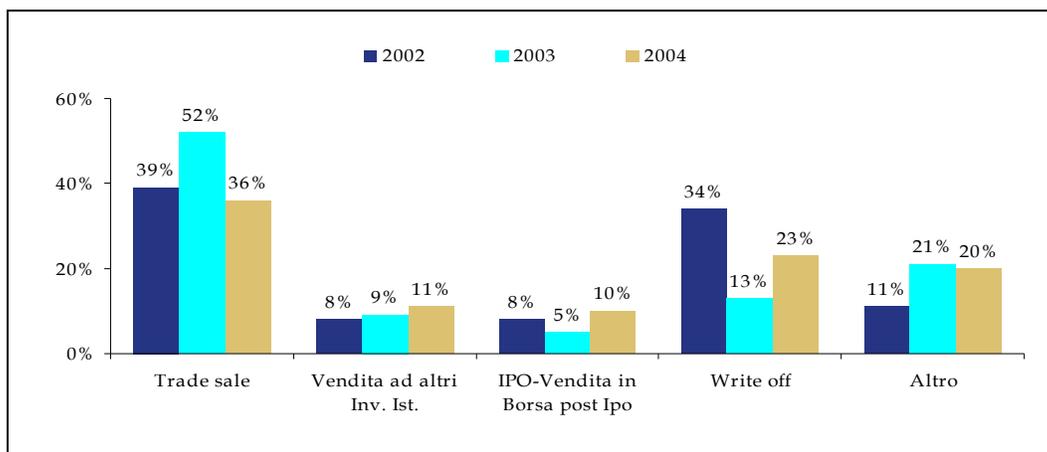
Grafico 19 - Evoluzione dell'attività di disinvestimento



Fonte: AIFI - PwC

In termini di modalità di cessione delle partecipazioni, il triennio in analisi è caratterizzato da una netta prevalenza delle operazioni di vendita a soci industriali (trade sale), la cui quota ha rappresentato mediamente oltre il 40%. Da segnalare l'importante crescita nel corso del 2004 dell'utilizzo del canale borsistico, la cui quota di incidenza, tra nuove quotazioni (Initial public offering, IPO) e vendite successive alla prima quotazione, è risultata superiore al 10% in numero e al 29% in ammontare. In particolare, sono state quattro le società partecipate da investitori istituzionali in capitale di rischio (cosiddette venture backed company) approdate in Borsa durante il 2004, contro l'unica del 2003.

Grafico 20 –Distribuzione % del numero dei disinvestimenti per tipologia (%)

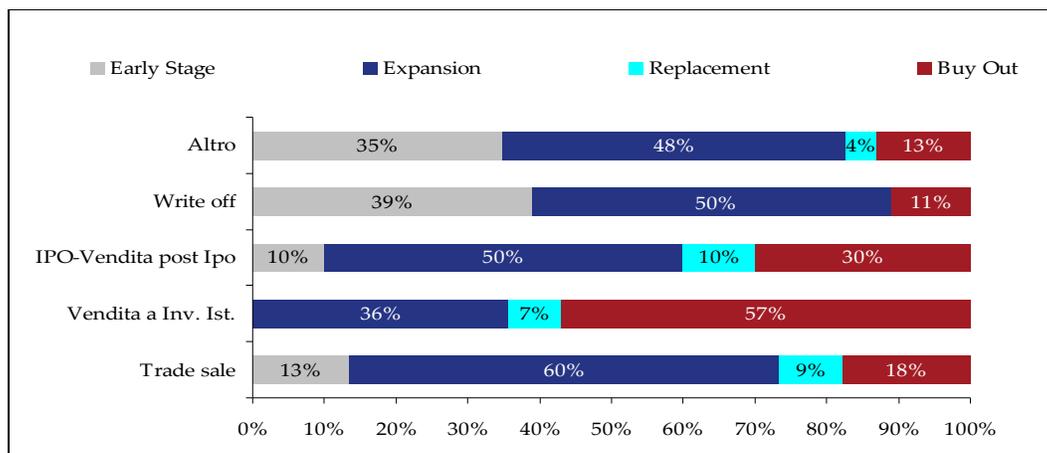


Fonte: AIFI - PwC

Da segnalare, inoltre, come, fatta eccezione per gli azzeramenti, parziali o totali, del valore delle partecipazioni in essere (write off), il canale borsistico sia stato, tra il 2003 e il 2004 il solo a registrare un incremento delle dismissioni in termini di ammontare, a fronte di una riduzione di tutte le altre modalità di cessione delle partecipazioni.

Collegando, poi, il fenomeno dei disinvestimenti del 2004 alla tipologia di investimento originaria, emerge come il maggior numero di dismissioni sia stato realizzato con riferimento a precedenti operazioni di expansion (68), seguite dagli early stage (29) e dai buy out (29).

Grafico 21 - Distribuzione del numero dei disinvestimenti 2004 per tipologia di investimento originario



Fonte: AIFI - PwC

A livello generale, la categoria di operatori che, sempre nel 2004, si è dimostrata più attiva in materia di dismissione delle partecipazioni, è rappresentata dalle banche e finanziarie bancarie italiane che sono risultate presenti in ogni diversa tipologia di uscita (way out). Particolarmente attive nel processo di disinvestimento sono state anche le SGR ed i country funds generalisti.

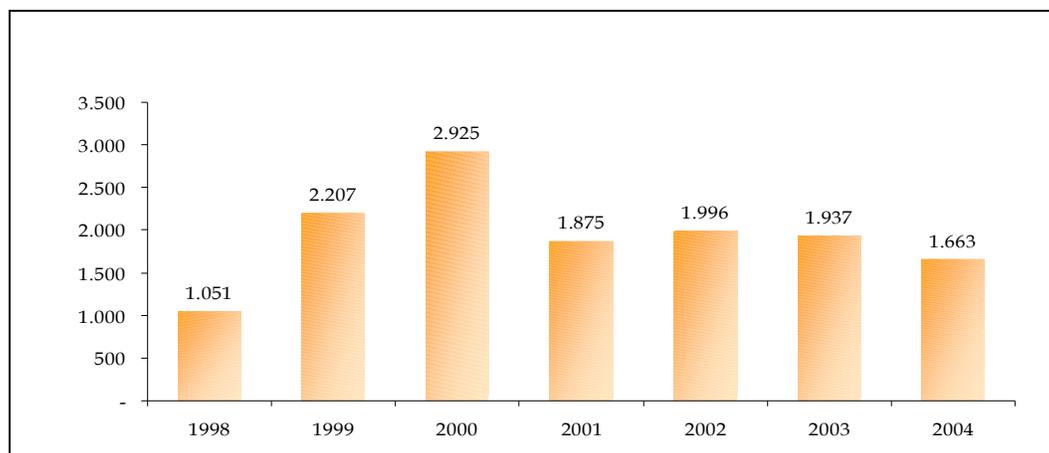
Complessivamente, gli operatori che nel corso del 2004 hanno portato a termine almeno un'operazione di disinvestimento sono stati 44.

## 5. La raccolta

Tra il 2002 e il 2004, sono stati mediamente raccolti ogni anno in Italia nuovi capitali per 1.900 milioni di Euro<sup>5</sup>. Così come avvenuto in materia di investimenti e disinvestimenti, anche su questo fronte nel 2004 si è assistito ad una contrazione dei valori rispetto ai due anni precedenti, pur essendosi verificati alcuni importanti fenomeni degni di rilievo.

Le risorse complessivamente affluite agli operatori presenti in Italia nel corso del 2004 sono risultate pari a 1.663 milioni di Euro, contro i 1.937 milioni di Euro del 2003 e i 1.996 milioni di Euro del 2002. Si sottolinea che, per metodologia internazionale, i dati della raccolta (fund raising) non tengono conto dei capitali riconducibili ai fondi pan-europei presenti nel nostro Paese, sottostimando, pertanto, il valore complessivo delle risorse disponibili sul mercato.

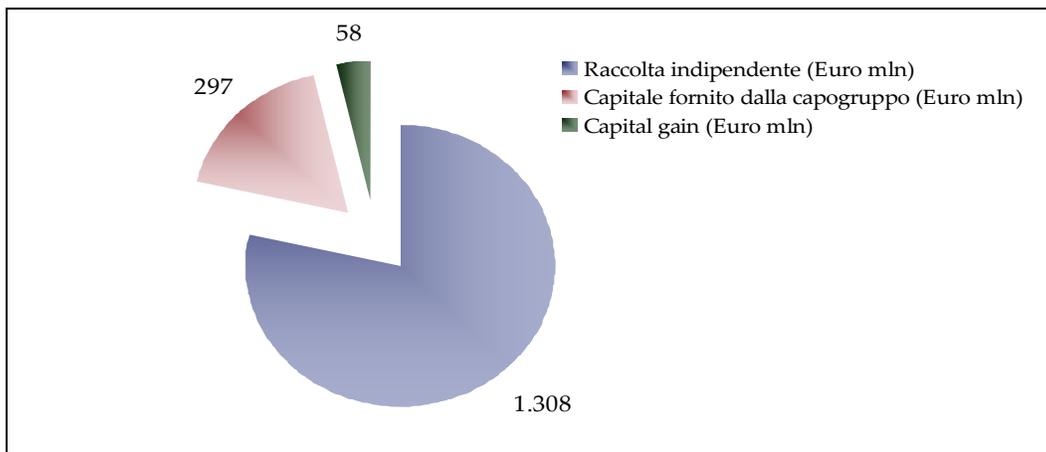
Grafico 22 - Evoluzione dei capitali raccolti (Euro mln)



Fonte: AIFI - PwC

In termini di provenienza di tali capitali, è innanzitutto necessario sottolineare che nel corso del 2004 circa il 79% delle risorse è stato reperito sul mercato finanziario italiano e internazionale da parte di operatori indipendenti (pari a 1.308 milioni di Euro), il 18% (297 milioni di Euro) proviene dalle società capogruppo dei veicoli di investimento che, essendo di loro diretta emanazione (cosiddetti operatori captive), non raccolgono risorse finanziarie sul mercato, mentre il 3% (58 milioni di Euro) dai capital gains derivanti da precedenti investimenti e disponibili per nuove operazioni di impiego.

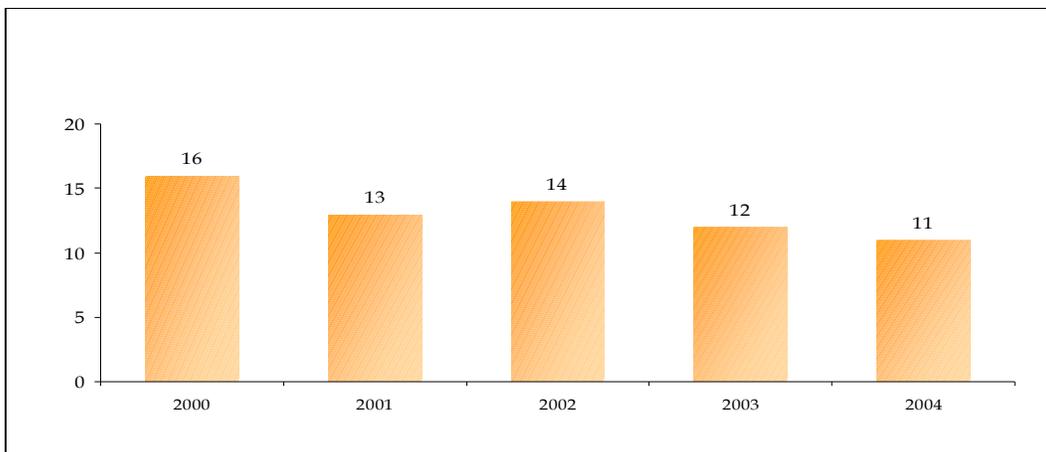
Grafico 23 - Provenienza dei capitali raccolti nel 2004



Fonte: AIFI - PwC

Analizzando le sole risorse raccolte sul mercato, a fronte dei 14 e dei 12 operatori in fund raising rispettivamente nel 2002 e 2003, nel corso del 2004 sono stati 11 gli operatori attivi che hanno effettuato operazioni di raccolta, con una concentrazione molto elevata del mercato. Ai primi tre, infatti, è riconducibile oltre l'80% del totale delle risorse complessivamente affluite sul mercato.

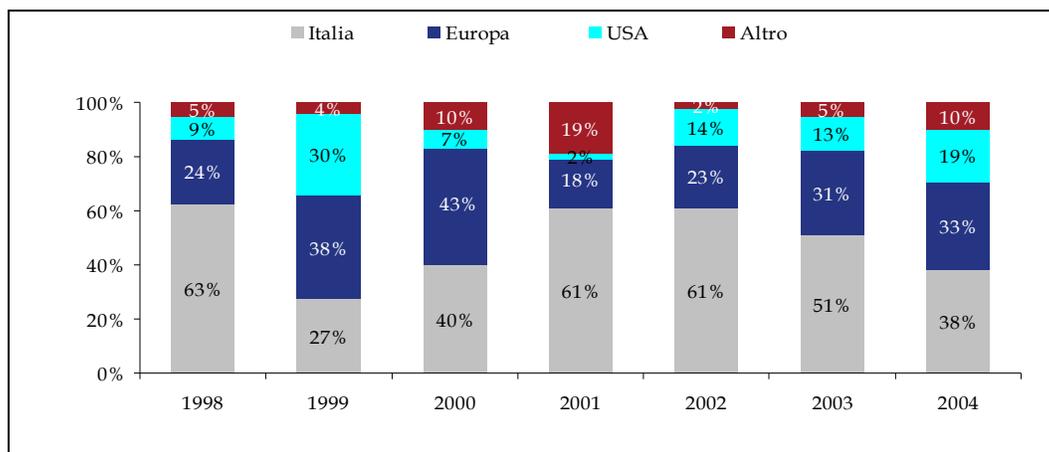
Grafico 24 - Operatori che hanno effettuato raccolta indipendente sul mercato



Fonte: AIFI - PwC

Relativamente alla provenienza geografica degli stessi fondi, si evidenzia una netta contrazione dei capitali di origine domestica, che nel 2004 hanno contato soltanto per il 38% della raccolta complessiva, quando nel 2001 e 2002 questo valore superava il 60%. Al tempo stesso, risultano ormai consistenti, e in continuo incremento, sia la quota di capitali provenienti dai paesi europei (33% del totale delle nuove risorse del 2004), sia le risorse provenienti dal mercato statunitense (19%).

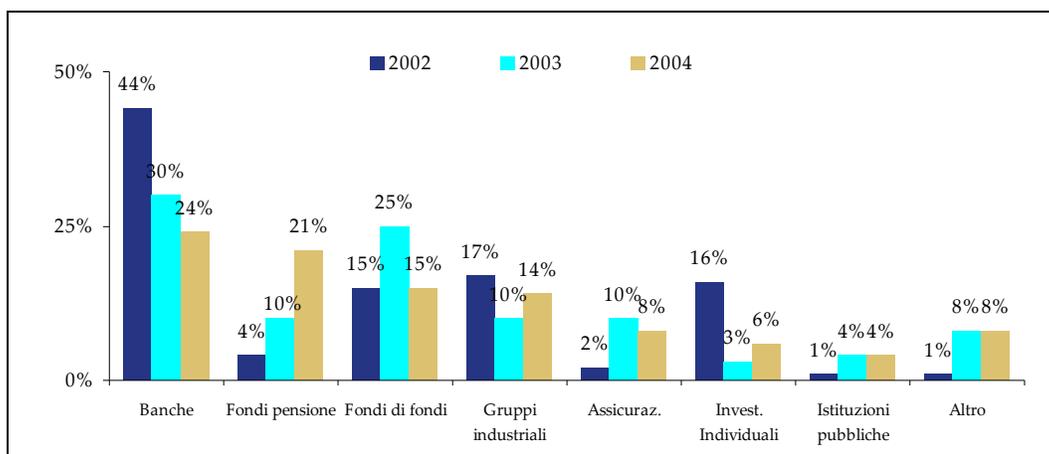
Grafico 25 - Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato



Fonte: AIFI - PwC

Nel corso del 2004 è stata confermata la leadership delle banche come principale fornitore di capitali al nostro sistema (24%), seppure in sensibile contrazione rispetto al passato, mentre il dato più significativo da segnalare è l'incremento delle risorse fornite dai fondi pensione non domestici, che hanno registrato un incremento superiore all'80% rispetto al 2003, collocandosi così al secondo posto, con un peso percentuale sul totale raccolto pari al 21%. Molto importante anche il consistente incremento del ruolo degli investitori individuali e dei gruppi industriali.

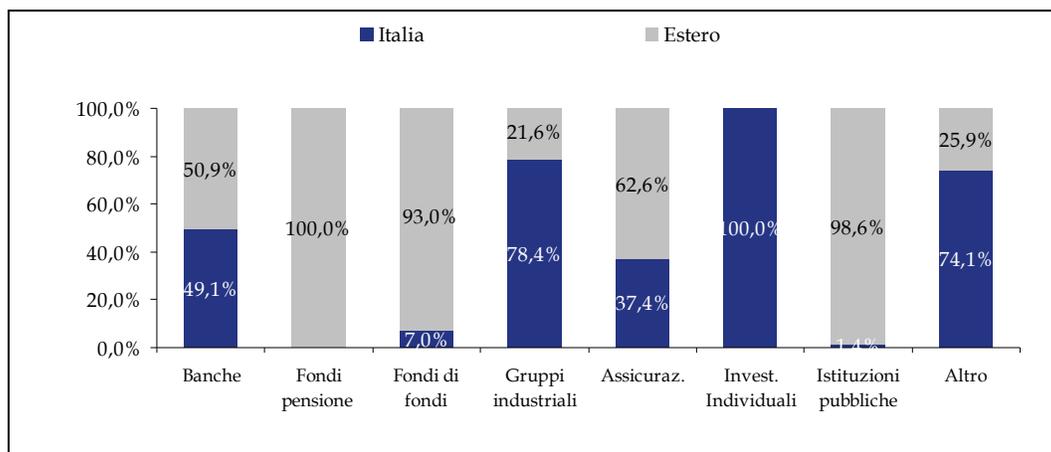
Grafico 26 - Origine dei capitali raccolti sul mercato dagli operatori indipendenti



Fonte: AIFI - PwC

Analizzando più in dettaglio i diversi fornitori di risorse finanziarie al sistema del private equity e venture capital italiano, si nota come, per il 2004, il 100% dei capitali riconducibili ai fondi pensione siano di provenienza estera, così come il 99% di quelli apportati dalle istituzioni pubbliche, il 93% di quelli dei fondi di fondi ed il 63% dei capitali delle compagnie assicurative.

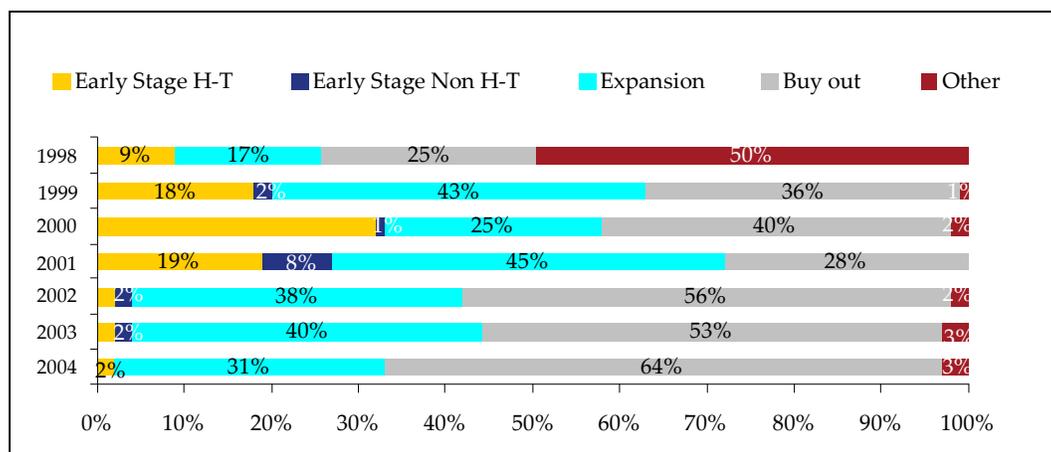
Grafico 27 - Ripartizione geografica della raccolta indipendente nel 2004



Fonte: AIFI - PwC

Infine, per quanto riguarda il collegamento tra raccolta e target di investimento, è possibile evidenziare come, così come era già avvenuto per il 2002 e il 2003, anche per i capitali affluiti sul mercato nel 2004 è previsto che la maggior parte sia destinata ad operazioni di buy out (64% sul totale) e di expansion (30%), con una quota sempre più ridotta di capitali che saranno invece indirizzati verso gli investimenti di early stage, tanto high tech (1,9%), quanto non high tech (0,1%). Etichette anni dispari

Grafico 28 - Distribuzione della raccolta per tipologia di investimento target previsto



Fonte: AIFI - PwC

## 6. Osservazioni conclusive

Il mercato italiano del private equity e venture capital, pur alla luce della contrazione evidenziata negli ultimi 12 mesi, occupa ormai stabilmente una posizione di rilievo nel panorama europeo. In tale ambito, le analisi quantitative evidenziate in precedenza, mostrano

come i mercati di dimensione più ridotta, quali sicuramente quello italiano, insieme a quello tedesco e a quello spagnolo, risentano sensibilmente della realizzazione o meno nel corso dell'anno di grandi operazioni di buy out, in grado di incidere pesantemente sui volumi complessivi.

Rispetto alle altre principali realtà internazionali, il mercato italiano presenta, tuttavia, alcune peculiarità che ne caratterizzano gli aspetti operativi e, in un certo senso, ne frenano lo sviluppo.

Una prima e importante variabile è rappresentata dal limitato numero di operatori presenti, decisamente inferiore a quello che si registra negli altri paesi europei. In particolare, a fine 2004 gli operatori attivi in Italia erano circa 100, mentre quelli presenti in Inghilterra quasi 300, in Germania 237, in Francia circa 200 ed in Spagna 107.

Un'altra caratteristica del mercato italiano è il numero relativamente modesto di investimenti effettuati annualmente, se si pensa che secondo i dati preliminari disponibili al momento in cui si scrive, stante le 248 operazioni realizzate in Italia, nel 2004 in Germania sono state portate a termine 950 operazioni, in Spagna 447, mentre nel Regno Unito, secondo i dati della British Venture Capital Association (BVCA), i soli investimenti fatti dai fondi iscritti all'associazione nazionale di categoria superano le 1.500 unità<sup>6</sup>.

Il maggior numero di operatori e operazioni, non può che generare anche un più elevato ammontare complessivo di risorse investite ogni anno, che, per il 2004 risulta in crescita per gran parte dei mercati europei.

Con riferimento ai dati relativi all'Europa nel suo complesso, le stime preliminari fornite dall'EVCA indicano un ritorno dei volumi impiegati al di sopra dei 30 miliardi di Euro, per una crescita percentuale rispetto al 2003 pari a circa il 5%.

Ancora più in dettaglio, l'ammontare medio investito sul mercato italiano, che pure ha subito una contrazione nel corso del 2004 portandosi a 6 milioni di Euro, risulta notevolmente superiore rispetto al dato medio europeo e ad alcuni singoli contesti comparabili. Se in Europa l'investimento medio negli ultimi tre anni è stato pari a circa 2,6 milioni di Euro, in Francia e Germania il dato si attesta intorno ai 2,3 milioni di Euro e in Spagna intorno ai 2,8 milioni di Euro. Un valore più elevato, ma comunque ben distante da quello relativo al mercato italiano, si riscontra nel Regno Unito, dove il taglio medio degli investimenti è stato pari, sempre nell'ultimo triennio, a 4,1 milioni di Euro.

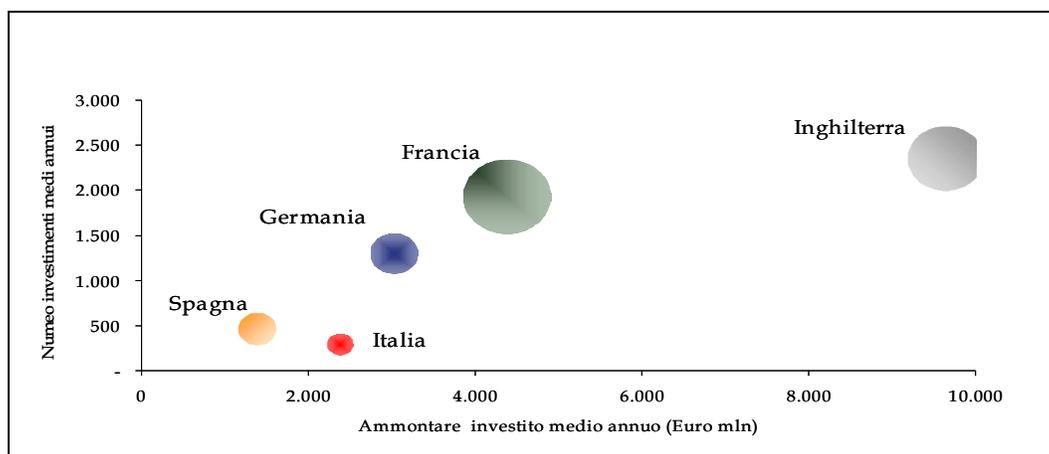
La sintesi delle evidenze sopra riportate può essere presentata anche graficamente, attraverso una figura che riporta le posizioni dei diversi paesi all'interno di una matrice avente come variabili fondamentali il numero medio di investimenti effettuati annualmente e l'ammontare medio annuo investito, entrambi calcolati con riferimento all'ultimo triennio. Inoltre, un terza variabile, raffigurata attraverso le dimensioni delle diverse sfere, può essere rappresentata dal

numero di investimenti mediamente attribuibile a un singolo operatore, oppure dall'ammontare medio per investitore.

Nel primo caso all'Italia, ultima rispetto alle dirette concorrenti per numero di investimenti annui e al quarto posto per ammontare investito, è attribuibile un altro particolare primato: quello del valore più basso di investimenti medi per operatore. Dai dati relativi all'ultimo triennio, emerge infatti come, a fronte dei circa 3 deals riferibili annualmente ad ogni investitore attivo in Italia, ve ne siano 4,3 in Spagna, 5,5 in Germania, 8,3 nel Regno Unito e quasi 10 in Francia.

Al tempo stesso, tuttavia, se viene utilizzato come terza variabile l'ammontare medio investito per operatore, gli investitori italiani, con i loro 24,5 milioni di Euro di investimento pro-capite, risultano secondi soltanto a quelli inglesi (34 milioni di Euro di investimento medio). Successivamente, si trovano gli operatori francesi, a cui è riconducibile un ammontare medio pro-capite di circa 22 milioni di Euro, seguiti a grande distanza dai tedeschi e dagli spagnoli (entrambe con circa 13 milioni di Euro di investimento medio).

Grafico 29: Posizionamento di alcuni tra i principali mercati europei\*

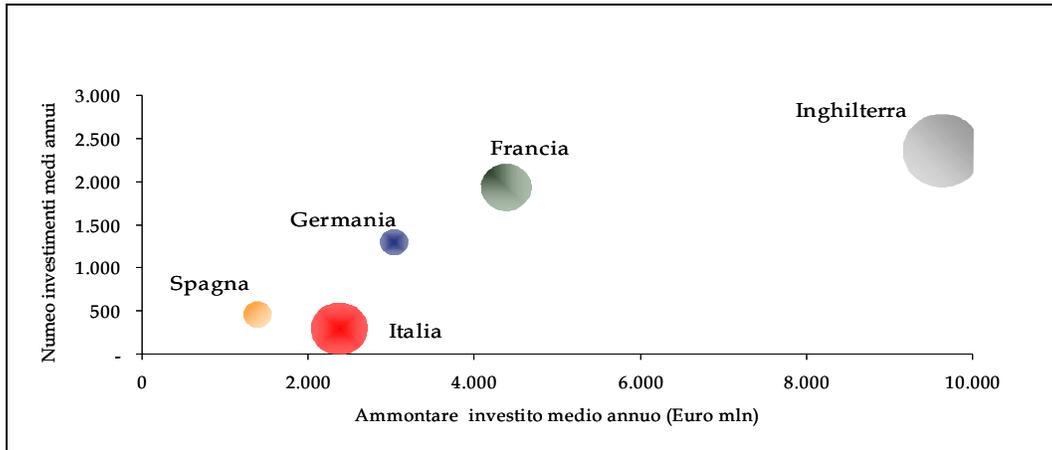


\* La dimensione delle sfere è data dal numero medio di investimenti per operatore.

Fonte: AIFI - EVCA

In pratica, sembrerebbe potersi affermare che l'offerta di capitale di rischio in Italia, probabilmente anche come conseguenza dell'elevato ammontare medio delle risorse gestite, è particolarmente efficiente in termini di allocazione del capitale, ma lo è un po' meno nel "matching" tra domanda e offerta. Infatti, se da un lato il mercato delle imprese con caratteristiche di idoneità a incontrare il private equity è consistente, dall'altro gli investitori lamentano una scarsità di deal flow di qualità, cioè di opportunità di investimento effettivamente valide.

Grafico 30: Posizionamento di alcuni tra i principali mercati europei\*

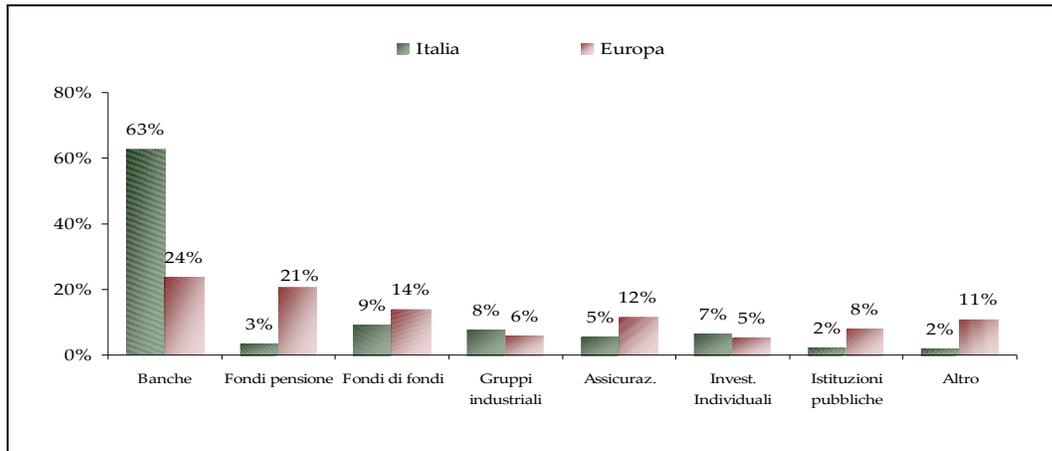


\* La dimensione delle sfere è data dall'ammontare medio investito per operatore.

Fonte: AIFI - EVCA

Infine, anche sotto il profilo della raccolta, il mercato italiano evidenzia alcune caratteristiche. Si tratta, in primo luogo, della sensibile dipendenza dalle banche intese come fonte di raccolta per gli operatori indipendenti. La conferma di tale assunto proviene dall'analisi della distribuzione percentuale media tra le diverse tipologie di investitori, relativa al triennio 2001-2003, da dove emerge come le banche abbiano pesato, in Italia, per oltre il 60%, contro il 24% europeo.

Grafico 31 - Origine dei capitali raccolti nel triennio 2001-2003



Fonte: AIFI - EVCA

Da segnalare, infine, lo scarso peso che storicamente hanno rivestito i fondi pensione, i fondi dei fondi e le assicurazioni, che aggregati in Italia hanno pesato per il 17% contro il 47% registrato a livello europeo.

Quindi, per sviluppare il mercato italiano del private equity e venture capital, che presenta sicuramente ancora un grande potenziale, si deve innanzitutto svolgere una incisiva attività nell'identificazione delle più efficienti modalità di incontro tra domanda e offerta, che potrebbero passare sia attraverso un ampliamento degli operatori, in modo da coprire maggiori e più estesi segmenti di mercato, sia attraverso una maturazione della domanda, in chiave di migliore comprensione delle regole di "governance" necessarie per fare un salto di qualità spesso inscindibilmente legato al tema dello sviluppo duraturo.

Sul fronte dell'afflusso di nuovi capitali verso già esistenti o nuovi operatori, invece, la grande sfida è quella dell'attivazione dei canali "domestici" di raccolta, che fino ad oggi si sono dimostrati culturalmente lontani da tale asset class.

## **Appendice: glossario**

### **AIFI**

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, che dal 1986 riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i suoi associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate. Per potere avere informazioni più precise sui operatori associati ad AIFI si può consultare il sito web dell'Associazione, all'indirizzo [www.aifi.it](http://www.aifi.it).

### **Capital gain**

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio.

### **Capital under management**

Rappresenta l'ammontare complessivo di fondi disponibili ad una società di investimento per future operazioni, sommato ai fondi già investiti (considerati al costo) e non ancora disinvestiti.

### **Deal**

Investimento effettuato da un operatore di private equity o da un venture capitalist.

### **Development capital**

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) un'attività già esistente (definito anche Expansion capital).

### **Disinvestimento**

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore al termine di un'operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno dell'azienda partecipata.

#### **Early Stage financing**

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di seed che quelle di start up).

#### **Equity**

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito agli azionisti tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

#### **EVCA**

European Private Equity and Venture Capital Association, è l'associazione che riunisce tutti gli operatori di Private Equity e Venture Capital presenti sul mercato a livello europeo.

#### **Exit**

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

#### **Expansion financing**

Si veda la voce development capital.

#### **Follow on investment**

Investimento in capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso, o da altri, investitori istituzionali.

#### **Fondo mobiliare chiuso**

Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo.

#### **Fund of funds (Fondo di fondi)**

Rappresenta un fondo che investe in altri fondi. In questo modo, scegliendo fondi differenti ed in paesi differenti, si ha la possibilità di ridurre il rischio di portafoglio.

#### **Investitore captive**

Operatore nel capitale di rischio posseduto per una quota di maggioranza da un'istituzione finanziaria o industriale, che ne definisce le linee strategiche e operative, e gli fornisce i capitali necessari per l'attività di investimento. Si contrappone all'investitore "indipendente" (vedi voce).

### **Initial Public Offering (IPO)**

Offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

### **Internal Rate of Return (IRR)**

Tasso interno di rendimento, indica il rendimento medio annuo di un'attività di investimento ed è calcolato mediante il confronto delle uscite relative all'investimento e le entrate da questo derivanti. Rappresenta il metodo di valutazione delle performance utilizzato nel settore degli investimenti in capitale di rischio ed è calcolabile sia con riferimento ad un singolo investimento, che rispetto all'intero portafoglio dell'investitore.

### **Investitore indipendente**

Operatore nel capitale di rischio non riconducibile, in termini sia di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati, ad un'altra istituzione finanziaria o industriale, mantenendo, pertanto, totale autonomia strategica e gestionale.

### **Leveraged Buy Out**

Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

### **Management Buy In (MBI)**

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale la proprietà risulta distribuita tra un gruppo di manager precedentemente esterni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avviene con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management leveraged buy-in (MLBI).

### **Management Buy Out (MBO)**

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale la proprietà risulta distribuita tra un gruppo di manager interni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avviene con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management leveraged Buy Out (MLBO).

### **Portafoglio company**

Impresa presente nel portafoglio di un operatore nel capitale di rischio.

### **Private Equity**

Termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, "il mestiere" dell'investitore nel capitale di rischio.

### **Replacement capital**

Investimento finalizzato alla ristrutturazione della base azionaria di un'impresa, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

### **Seed financing**

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

### **Start up**

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

### **Target company**

Impresa oggetto di investimento da parte di un operatore di private equity.

### **Turnaround financing**

Operazione con la quale un investitore istituzionale acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

### **Trade sale**

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore viene ceduta ad un'altra impresa.

### **Venture backed company**

Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un investitore in capitale di rischio.

### **Venture Capital**

Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata all'avvio di nuove impresa o al sostegno di progetti di sviluppo di imprese già esistenti.

### **Way out**

Si veda la voce exit.

### **Write off**

Abbattimento, totale o parziale, del valore della partecipazioni detenuta da un investitore in capitale di rischio, a seguito della perdita di valore della società o della sua liquidazione o fallimento.

## Bibliografia

- AIFI, *Yearbook 2005*, Pubblicazione interna, Milano 2005.
- AIFI, *Yearbook 2004*, Pubblicazione interna, Milano 2004.
- AIFI, Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, *Il private equity come motore di sviluppo*, n. 1, Egea, Milano 2004.
- AIFI, Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, *Manifesto per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech*, n. 3, Egea, Milano 2004.
- Barlett, J. W., *Fundamentals of Venture Capital*, Hardcover, agosto 1999.
- Bygrave, S., Timmons, J. A., *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.
- Carlotti, M., Mougnot, G., *Il private equity*, De Vecchi Editore, Milano 2001.
- Chapman, S., *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Happsire, 1992
- EVCA, *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Zaventem, 2002
- Gervasoni, A., Satin, F. L., *Private equity e venture capital*, Guerini Studio, Milano, 2004.
- Global Insight, *Venture Impact 2004. Venture capital benefits to the U.S. economy*, Washington D.C., 2004.
- Gompers, P., Lerner, J., *What driver venture fundraising?*, Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics, 1998.
- Gorman, M., Sahlman, W. A., *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol. 4, 1989
- Hege, U., *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*, RICAFE - Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms, Working Paper n. 1, 2003.
- Manchester Business School, *Insight into realising value 2004*, KPMG, Manchester, 2004.
- Pratt, S. E., *How to Rise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York, 1980.
- Puri, M., *Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: empirical evidence*, Journal of Finance, 2002.
- Ref, *Borsa 2005. Rapporto Ref. Sul mercato azionario*, Il Sole 24 Ore Pirola, Milano, 2005.

## Note

- <sup>1</sup> Per una definizione puntuale di attività di private equity, si veda anche S. Bygrave, J. A. Timmons, *“Venture Capital at the Crossroad”*, Harvard Business School Press, Boston 1992; S. Chapman, *“The Rise of Merchant Banking”*, Gregg Revivals, Happshire 1992; J. W. Barlett, *“Fundamentals of Venture Capital”*, Hardcover, agosto 1999.
- <sup>2</sup> Si veda al proposito A. Gervasoni, F. Sattin, *“Private Equity e Venture Capital”*, Guerini Studio, Milano 2004.
- <sup>3</sup> Il numero di operazioni differisce da quello relativo al numero di imprese oggetto di investimento, a seguito della presenza sia di investimenti effettuati da più operatori sulla stessa impresa, sia più di investimenti realizzati dal medesimo operatore, nel corso dell’anno, sulla stessa impresa.
- <sup>4</sup> Si veda Mediobanca, Unioncamere, *“Le medie imprese industriali italiane”*, 2005.
- <sup>5</sup> I dati relativi alla raccolta, come descritto nella premessa metodologica, si riferiscono ai soli veicoli, captive o indipendenti, aventi focus specifico sull’Italia, non includendo, pertanto, gli operatori pan-europei o worldwide, i cui capitali raccolti, e quindi disponibili, non sono allocabili con riferimento ad uno specifico mercato.
- <sup>6</sup> Tradizionalmente, gli investimenti realizzati dagli iscritti alla BVCA rappresentano poco più della metà di quanto complessivamente realizzato nel mercato inglese del capitale di rischio.