

L.U.I.S.S.
–
LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI
“GUIDO CARLI”

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO ED ECONOMIA
XXVI CICLO

ANALISI ECONOMICA E REGOLAMENTAZIONE DEL *PRIVATE EQUITY*
NEGLI STATI UNITI E NELL'UNIONE EUROPEA

TUTOR:

Chiar.mo Prof. Giovanni Fiori

COORDINATORE:

Chiar.mo Prof. Marcello Clarich

DOTTORANDO:

Massimiliano Di Tommaso

INDICE

Introduzione e descrizione del lavoro	1
---	---

CAPITOLO PRIMO

INQUADRAMENTO E CONTESTO DEL *PRIVATE EQUITY*

1. Cenni storici sul <i>private equity</i>	3
2. Definizione di <i>private equity</i>	9
3. Catena del valore, ciclo e funzione del <i>private equity</i>	12
4. Tecniche di investimento	24

CAPITOLO SECONDO

ANALISI ECONOMICA DEL *PRIVATE EQUITY*

1. Modello economico del <i>private equity</i>	29
1.1. Struttura organizzativa del fondo di <i>private equity</i>	29
1.2. Termini economici e flussi finanziari.....	34
2. Remunerazione della <i>private equity firm</i>	38
2.1. Remunerazione, incentivi e rischi di comportamento opportunistico della <i>private equity firm</i>	39
2.2. Raccomandazioni per un migliore allineamento degli interessi della <i>private equity firm</i> e degli investitori.....	45
3. Impatto economico del <i>private equity</i> : creazione di valore?	54
3.1. Opinione pubblica e <i>private equity</i>	54
3.2. Analisi della dottrina.....	55
3.2.1. Rilievi negativi: (i) mero artificio finanziario; (ii) eccessivo indebitamento; (iii) riduzione livelli occupazionali; (iv) profitti a carico dei contribuenti; e (v) rendimenti modesti.....	56
3.2.2. Rilievi positivi: (i) superiore <i>corporate governance</i> ; (ii) incremento redditività; e (iii) maggiore innovazione tecnologica	65
3.2.3. Conclusioni raggiunte dalla dottrina maggioritaria e limiti delle ricerche edite	69

3.3.	Impatto economico del <i>private equity</i> sul mercato dei capitali di debito	70
3.3.1.	Costi di agenzia nel mercato dei capitali di debito	71
3.3.2.	Incentivi della <i>private equity firm</i> a mitigare i costi di agenzia.....	76
3.3.3.	Capacità della <i>private equity firm</i> di mitigare i costi di agenzia.....	80
3.3.4.	Prime conclusioni sul ruolo del <i>private equity</i> nel mercato dei capitali di debito e rilievi critici	82

CAPITOLO TERZO

ANALISI COMPARATA DELLA REGOLAMENTAZIONE DEL *PRIVATE EQUITY* NEGLI STATI UNITI E NELL'UNIONE EUROPEA

1.	Crisi finanziaria del 2007-2008 e risposta del G20	87
2.	Quadro regolamentare del <i>private equity</i> negli Stati Uniti e nell'Unione Europea.....	92
2.1.	Stati Uniti: 2010 Dodd-Frank Act.....	92
2.1.1.	Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo	95
2.1.2.	Requisiti organizzativi	98
2.1.3.	Obblighi informativi	99
2.1.4.	Custodia patrimoni dei clienti/investitori.....	101
2.1.5.	Remunerazione del RIA	101
2.1.6.	Altre previsioni	101
2.1.7.	Norme statali	103
2.1.8.	Rilievi conclusivi su 2010 Dodd-Frank Act	103
2.2.	Unione Europea: direttiva 2011/61/EU (Direttiva GEFIA).....	104
2.2.1.	Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo	107
2.2.2.	Requisiti organizzativi	108
2.2.3.	Obblighi informativi	111
2.2.4.	Custodia patrimoni del FIA	113
2.2.5.	Remunerazione del GEFIA	114
2.2.6.	Previsioni anti-disaggregazione	119
2.2.7.	Rilievi conclusivi sulla Direttiva GEFIA.....	119
3.	Analisi comparata della regolamentazione del <i>private equity</i> negli Stati Uniti e nell'Unione Europea.....	121

CAPITOLO QUARTO

PROSPETTIVE DI SVILUPPO DEL *PRIVATE EQUITY* E SPUNTI CRITICI

1.	Prospettive di sviluppo e scenari futuri del mercato del <i>private equity</i>	125
2.	Spunti critici per gli operatori del <i>private equity</i>	131
3.	Spunti critici per il legislatore e le autorità regolamentari dell'Unione Europea.....	134
	Conclusioni	138
	Sinossi della letteratura sull'impatto economico del <i>private equity</i>	142
	Bibliografia	157

INTRODUZIONE E DESCRIZIONE DEL LAVORO

Si stima che il settore del *private equity* abbia in gestione un patrimonio di circa €2.875 miliardi al livello mondiale,¹ sì da essere un fattore rilevante del capitalismo moderno. Inoltre, la Commissione europea prevede che entro il 2020, solo nell'area dell'Unione Europea e solo con riferimento ai progetti infrastrutturali di lungo termine, vi sarà bisogno di ulteriori capitali compresi tra €1.500 e €2.000 miliardi che potrebbero essere reperiti mediante fondi di *private equity*.²

Dal crescente interesse per il *private equity* e le sue potenzialità si è sviluppata una copiosa (ma spesso contraddittoria) letteratura. Il presente lavoro, articolato in quattro capitoli, intende esaminare e ricomporre a sistema alcune delle principali questioni trattate dalla letteratura economica e dalla dottrina giuridica in materia di *private equity*. L'esame sarà completato da osservazioni tratte dalla prassi internazionale, raccomandazioni e spunti critici per gli operatori del *private equity*, i legislatori e le autorità regolamentari. L'ambizione è contribuire all'approfondimento delle conoscenze tecniche in materia di *private equity*. Alla luce delle potenzialità del mercato e in presenza di un sistema tradizionale di finanziamento alle imprese (banche e mercati di capitali) particolarmente fragile, l'ulteriore sviluppo del settore del *private equity* potrebbe facilitare l'afflusso di capitali e altre risorse alle imprese, aiutandole a essere maggiormente innovative, produttive e competitive.

¹ PREQIN, *The 2014 Preqin Global Private Equity Report – Assets Under Management, Dry Powder, Employment and Compensation*, New York (Stati Uniti), Preqin Investor Network, 2014, 14, https://www.preqin.com/docs/samples/The_2014_Preqin_Global_Private_Equity_Report_Sample_Pages.pdf, consultato il 27 dicembre 2014; DELOITTE, *2013 Private Equity Fund Outlook*, New York (Stati Uniti), 2012, 1, <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dttl-fsi-US-FSI-2013PEOutlook-121912.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014. Tasso di cambio USD/EUR applicato: 0,8215 (tasso del 23 dicembre 2014).

² EUROPEAN COMMISSION, European Commission Memo/13/611, 26 giugno 2013, 4.

Il primo capitolo del presente lavoro ha ad oggetto l'inquadramento e il contesto del *private equity*. Si ricostruirà l'origine del *private equity*, per poi illustrare l'evoluzione del fenomeno negli Stati Uniti e in Europa. Successivamente si analizzerà la duplice funzione del *private equity*, ossia come opportunità di investimento dei capitali per gli investitori professionali e come strumento di finanziamento per l'economia reale. Completerà il capitolo, una breve descrizione delle principali tecniche di investimento mediante *private equity*, inclusa l'acquisizione del controllo societario mediante indebitamento (*leveraged buy-out*).

Il secondo capitolo verte sull'analisi economica del *private equity*. Si ricostruirà il modello economico di riferimento, con particolare attenzione agli articolati flussi finanziari da e verso la *private equity firm* e il fondo di *private equity*. Tale ricostruzione sarà strumentale per la successiva analisi delle attuali politiche e prassi remunerative delle *private equity firms* e l'illustrazione di raccomandazioni migliorative di tali politiche e prassi. Seguirà una ricostruzione critica del complesso quadro tracciato dalla letteratura sulla questione dell'impatto economico del *private equity* e l'asserita creazione di valore. La ricostruzione sarà completata dalla presentazione di una tesi innovativa che mette in relazione il *private equity* con il mercato dei capitali di debito (ossia dei finanziamenti alle imprese).

Nel terzo capitolo i quadri regolamentari del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea verranno ricostruiti, analizzati e comparati al fine di mettere in evidenza sia le divergenze tra i due ordinamenti, sia le deviazioni rispetto alle intese internazionali relative alla riforma del sistema finanziario che i *leaders* del G20 raggiunsero in esito al *summit* di Londra nel 2009.

Nel quarto capitolo, tenendo conto della precedente analisi regolamentare comparata, si ipotizzeranno possibili scenari futuri del mercato del *private equity*. Concluderanno il lavoro, spunti critici per gli operatori, il legislatore europeo e le autorità regolamentari, elaborati anche alla luce dei risultati dell'analisi economica del *private equity* e dell'analisi regolamentare comparata.

CAPITOLO PRIMO

INQUADRAMENTO E CONTESTO DEL *PRIVATE EQUITY*

SOMMARIO: 1. Cenni storici sul *private equity* – 2. Definizione di *private equity* – 3. Catena del valore, ciclo e funzione del *private equity* – 4. Tecniche di investimento

1. Cenni storici sul *private equity*

I primi investimenti di medio/lungo termine nel capitale di rischio, assimilabili a operazioni di *private equity*, risalgono all'età repubblicana di Roma. Si narra che, ai tempi di Giulio Cesare, il facoltoso console Marco Licinio Crasso investì capitali di rischio in un'impresa di servizi antincendio a Roma (una sorta di vigili del fuoco privati, non essendovi all'epoca vigili del fuoco pubblici).³

Tuttavia, la letteratura è concorde nel ritenere che il *private equity* moderno nacque solo nel 1946, quando Georges F. Doriot⁴ (professore presso la Harvard Business School), Karl Compton (presidente del Massachusetts Institute of Technology) e Ralph E. Flanders fondarono la American Research and Development Corporation (ARDC) a Boston.⁵ ARDC era una società di investimenti nel capitale di rischio di imprese che utilizzavano tecnologie

³ LEVIN, J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, New York (Stati Uniti), Wolters Kluwer Law & Business, 2013, ¶106.1; CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Oxford (Regno Unito), Academic Press, 2010, 3 ss.; per approfondimenti v. ANTONELLI G., *Crasso, il banchiere di Roma*, Roma (Italia), Newton, 1995.

⁴ Tra i vari investimenti di successo di Georges F. Doriot, si ricorda la fondazione nel 1957 dell'Institut Européen d'Administration des Affaires (INSEAD).

⁵ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano (Italia), Guerini Studio, 2008, 30; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, Chichester (Regno Unito), John Wiley & Sons Ltd., 2010, 20 ss.; per approfondimenti v. LERNER J., *Venture Capital and Private Equity – A Casebook*, New York (Stati Uniti), John Wiley & Sons Ltd., 1999; GUPTA U., *The First Venture Capitalist*, Calgary (Canada), Gondolier, 2004; WILSON, J. W., *The New Venturers – Inside the High-Stakes World of Venture Capital*, Beverly (Stati Uniti), Addison Wesley Publishing Company, 1986.

belliche sviluppate per la seconda guerra mondiale.⁶ Il modello economico di ARDC fu semplice e di successo: investire in imprese ad alto potenziale, apportando capitali e altre risorse con l'obiettivo di valorizzare tali imprese e realizzare un profitto di medio/lungo termine a seguito del disinvestimento dalle medesime. Il successo fu favorito, oltre che dalla qualità degli investimenti, dalla scarsità di risorse finanziarie di medio/lungo termine per lo sviluppo delle imprese. Nonostante i successi dei propri investimenti,⁷ ARDC non sopravvisse all'uscita di scena di Georges F. Doriot (all'inizio degli anni '70), anche a causa dei limiti della propria architettura giuridica.⁸ Dalle criticità giuridiche di ARDC si sviluppò il modello della *limited partnership* per gli investimenti nel capitale di rischio delle imprese (v. *infra* cap. I, par. 2 e cap. II, par. 1), preferibile al modello societario per diverse ragioni: prima di tutto, la *limited partnership* separa gli apportatori di capitali da investire (*limited partners*) dal gestore dei suddetti capitali (*general partner*); inoltre, la *limited partnership* ha una durata predefinita ma non impedisce al *general partner* di proseguire la propria attività di gestione con riferimento ad altre *limited partnerships*; a quanto precede si

⁶ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 30. Per una descrizione dei criteri con cui ARDC selezionava i propri investimenti, v. BARTLETT J., *Fundamentals of Venture Capital*, Lanham (Stati Uniti), Madison Books, 1999, 3: «According to Doriot, investments considered by [ARDC] involved: (1) new technology, new marketing concepts, and new product application possibilities; (2) a significant, although not necessarily controlling, participation by the investor in the company's management; (3) investment in ventures staffed by people of outstanding competence and integrity (herein the rule often referred to in venture capital as “bet the jockey, not the horse”); (4) products or processes which have passed through at least the early prototype stage and are adequately protected by patents, copyrights, or trade-secrets agreements (the latter rule is often referred to as investing in situations where the information is “proprietary”); (5) situation which show promise to mature within few years to the point of an initial public offering or a sale of the entire company (commonly referred to as “exit strategy”); and (6) opportunities in which the venture capitalist can make a contribution beyond the capital dollars invested (often referred to as the “value-added strategy”)».

⁷ Tra i vari investimenti di successo, viene spesso ricordato l'investimento di ARDC in Digital Equipment Company, da cui venne successivamente costituita Compaq, a sua volta fusa per incorporazione in Hewlett Packard.

⁸ DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 2010, 19. ARDC venne ceduta a Textron nel 1973 a seguito dell'uscita di Georges F. Doriot da ARDC, v. HSU D. & KENNEDY M., *Organizing Venture Capital: the Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, in *Industrial and Corporate Change*, vol. 14, 2005, 579-616.

aggiunga che la *limited partnership* è, generalmente, “trasparente” da un punto di vista fiscale (ossia, i profitti non sono tassati al livello della *limited partnership* ma al livello superiore dei propri *partners*); infine, la distribuzione di profitti ai *partners*, generalmente, gode di una tassazione agevolata rispetto alla distribuzione di dividendi ai soci.⁹

Una serie di interventi normativi negli anni '50 favorì lo sviluppo del mercato del *private equity* negli Stati Uniti. In particolare, nel 1953 venne costituita la Small Business Administration (SBA), autorità tutt'oggi esistente, il cui scopo è «aiutare, consigliare, assistere e tutelare, per quanto possibile, gli interessi delle piccole imprese»,¹⁰ anche mediante l'accesso agevolato al credito. Nel 1958 venne istituito lo Small Business Investment Company Program (programma SBIC) per facilitare l'afflusso di capitali di lungo termine verso piccole imprese che non riuscivano ad avere accesso al credito mediante i canali tradizionali (ossia, banche e mercati di capitali).¹¹ In particolare, la Small Business Investment Company poteva accedere, tramite la SBA, a prestiti agevolati e finalizzati a effettuare investimenti di lungo termine in imprese in “fase di avvio” (ossia, nei primi stadi del ciclo imprenditoriale; v. *infra* cap. I, par. 3). Il programma SBIC, anche grazie a incentivi fiscali, fu una delle principali risorse per la crescita iniziale del mercato del *private equity* negli Stati Uniti.

Alla fine degli anni '70, il legislatore statunitense consentì ai fondi pensione di effettuare, sia pure solo in parte, investimenti ad alto rischio e alto rendimento (come gli investimenti in fondi di *private equity*) favorendo così il

⁹ DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 19; HARRIS L., *A Critical Theory of Private Equity*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 35, 2010, 266 ss.

¹⁰ Lo U.S. Small Business Act del 30 luglio 1953, Sec. 2(a), prevede che: «It is the declared policy of the Congress that the Government should aid, counsel, assist, and protect, insofar as is possible, the interests of small-business concerns.»

¹¹ Per approfondimenti v. CENDROWSKI H., MARTIN J., PETRO L., WADECKI A., *Private Equity: History, Governance and Operations*, Chichester (Regno Unito), John Wiley & Sons, 2008.

finanziamento del *private equity* (v. *infra* cap. I, par. 2).¹² Negli anni '70 venne fondata Kohlberg Kravis Robert LP¹³ che contribuì alla crescita del mercato del *private equity*, sviluppando un'innovativa tecnica di acquisto del controllo societario mediante indebitamento: il cosiddetto *leveraged buy out* (v. *infra* cap. I, par. 4).

A partire dagli anni '80, il mercato del *private equity* negli Stati Uniti ha visto alternarsi periodi di forte espansione¹⁴ a improvvise contrazioni,¹⁵ normalmente correlate all'andamento dei mercati finanziari internazionali. La letteratura è concorde nell'osservare che il mercato del *private equity* statunitense resta, ad oggi, il mercato maggiormente sviluppato sia per maturità, sia per dimensioni e, per questo, nel prosieguo della trattazione sarà il modello di riferimento.¹⁶

Quanto al mercato europeo del *private equity*, i primi atti istituzionali relativi alla sua formazione e sviluppo risalgono agli anni '80 quando il Consiglio europeo sponsorizzò la creazione del Venture Capital Liaison Office (un ufficio di collegamento tra operatori del *private equity* e istituzioni europee) e quando venne creata la European Venture Capital Association (associazione di categoria europea).¹⁷ In tali anni si stimava che il mercato europeo fosse in

¹² DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 21; GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 31.

¹³ Per approfondimenti v. BAKER G. P. & SMITH G. D., *The New Financial Capitalists – Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge (Regno Unito), Cambridge University Press, 1998.

¹⁴ La floridità del mercato statunitense negli anni '80 e la "battaglia" del fondo KKR per l'acquisizione del controllo di RJR Nabisco sono doviziosamente descritti in BURROUGH B. & HELYAR J., *Barbarians at the Gate – The Fall of RJR Nabisco*, New York (Stati Uniti), HarperCollins Publishers, 2008.

¹⁵ Ad esempio l'esplosione della bolla "dot-com" nel 2000-2001 e, più recentemente, la crisi dei mutui "sub-prime" nel 2007-2008.

¹⁶ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 32; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 24.

¹⁷ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 33.

ritardo di circa un quarto di secolo rispetto al mercato statunitense.¹⁸ Oggi, sebbene il divario tra i due mercati si sia ristretto, il mercato europeo del *private equity* appare ancora sottosviluppato rispetto al mercato statunitense: con riferimento al 2013, il rapporto tra investimenti di *private equity* e prodotto interno lordo nell'area dell'Unione Europea è pari a circa 1/10 del corrispondente rapporto relativo agli Stati Uniti.¹⁹ Si osserva, inoltre, che all'interno dell'Unione Europea i singoli mercati nazionali sono fortemente frammentati: il rapporto tra investimenti di *private equity* e prodotto interno lordo in Italia è lo 0,09%, pari a circa 1/3 del corrispondente rapporto relativo all'area dell'Unione Europea (0,26%) e decisamente inferiore al rapporto relativo, rispettivamente, a Germania (0,20%), Francia (0,30%) e Regno Unito (0,67%).²⁰ Quanto agli interventi normativi in materia di *private equity*, il legislatore europeo è intervenuto solo recentemente – e nel contesto della revisione del sistema finanziario a seguito della crisi del 2007-2008 – mediante la direttiva 2011/61/EU (di seguito, “Direttiva GEFIA”) relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (v. *infra* cap. III). Si tratta, evidentemente, di un primo passo verso la creazione di un mercato unico dei servizi finanziari. Si osserva, tuttavia, che l'armonizzazione mediante direttiva ha come limite la coesistenza del regime previsto dalla direttiva con i regimi nazionali di recepimento della medesima cui, tra le altre cose, è riservata la disciplina sanzionatoria.²¹

¹⁸ *Ibidem*; per approfondimenti v. BYGRAVE W. D., HAY M. & PEETERS J.B., *Realizing Investment Value*, Londra (Regno Unito), Pitman Publishing, 1994.

¹⁹ Con riferimento al 2013, il rapporto tra investimenti di *private equity* e PIL nell'Unione Europea è pari a 0,26%; il corrispondente rapporto negli Stati Uniti è pari a 2,63%. I dati relativi all'area dell'Unione Europea sono stati estratti dalle elaborazioni dello European Venture Capital Association (EVCA), v. EVCA, *European Private Equity Activity Data 2007-2013*, in *EVCA Research*, 2014; i dati relativi agli Stati Uniti sono stati estratti dalle elaborazioni del Private Equity Growth Capital Council (PEGCC), v. PEGCC, *Private Equity: Top States and Districts in 2013*, in *PEGCC Research*, 2014 e, con riferimento al prodotto interno lordo, dalle elaborazioni della Banca Mondiale.

²⁰ I dati rappresentano la media aritmetica tra rapporto investimenti/PIL basato su “*market statistics*” e rapporto investimenti/PIL basato su “*industry statistics*” elaborati da EVCA, v. EVCA, *European Private Equity Activity Data 2007-2013*, cit.

²¹ Per completezza si segnala che il legislatore europeo sta proseguendo nel percorso di creazione di un mercato unico dei servizi finanziari nell'Unione Europea con l'approvazione di

Quanto, invece, al mercato italiano del *private equity*, nel 1986 venne fondata l'associazione di categoria: l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI).²² Seguirono una serie di interventi normativi – soprattutto in materia finanziaria, bancaria e creditizia – che hanno consentito lo sviluppo qualitativo e quantitativo del mercato italiano, consentendo all'Italia di confrontarsi in modo paritario con gli altri paesi europei e internazionali.²³ Gli interventi normativi di maggior rilievo furono: (i) la delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) del 6 febbraio 1987 e la circolare della Banca d'Italia del 9 marzo 1987, mediante le quali venne consentito agli enti creditizi di operare – tramite società di intermediazione finanziaria di loro emanazione – nel capitale di rischio delle imprese; (ii) il decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, recante in epigrafe “Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”, che introdusse il modello della “banca universale”, chiave dello sviluppo delle attività di *merchant banking* in Italia e catalizzatore della crescita del *private equity* in Italia;²⁴ (iii) la legge 14 agosto 1993, n. 344, recante in epigrafe “Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi”, con cui venne introdotta l'architettura giuridica tipica dell'attività di *private equity*; (iv) il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante in epigrafe “Testo Unico della Finanza”, che

regolamenti, ossia atti normativi aventi portata generale e direttamente applicabili negli ordinamenti degli Stati membri, in materia di *venture capital* (v. regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 345/2013 del 17 aprile 2013) e di fondi europei per l'imprenditoria sociale (v. regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 346/2013 del 17 aprile 2013) nonché in materia di fondi di investimento europei a lungo termine (v. proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio SWD(2013) 230 e SWD(2013) 231), la cui trattazione esula dal presente lavoro.

²² Per informazioni istituzionali su AIFI, v. <http://www.aifi.it/chi-siamo/>, consultato il 4 novembre 2014; GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 34; AIFI, *Capitali per lo sviluppo – Sesto rapporto Biennale 1997-1998*, Milano (Italia), Guerini e Associati, 1997.

²³ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 36.

²⁴ Per approfondimenti v. CAFARO R., *Il merchant banking*, in *I singoli contratti – Applicazioni pratiche; clausole specifiche; giurisprudenza di riferimento* (a cura di G. Cassano), Padova (Italia), Cedam, 2010.

riformò l'attività di intermediazione finanziaria, introducendo la società di gestione del risparmio come gestore unico del risparmio; e (v) il provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e le norme regolamentari successivamente emanate dalla Banca d'Italia, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dalla Consob, inerenti alla costituzione e all'operatività dei fondi mobiliari e alla gestione collettiva del risparmio in linea con il contesto finanziario internazionale.²⁵

La crisi dei mutui “*sub-prime*” del 2007-2008 ha spinto i *leaders* del G20 a ripensare e riformare il sistema finanziario mondiale, incluso il settore del *private equity*, e da tale spinta riformatrice si è sviluppato negli Stati Uniti e nell'Unione Europea un complesso quadro regolamentare, entrato in vigore solo di recente, che sarà analizzato nel proseguo del presente lavoro (v. *infra* cap. III).

2. Definizione di *private equity*

Sebbene non esista una definizione di *private equity* universalmente accettata, l'AIFI (associazione italiana di categoria) ha definito il *private equity* come «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».²⁶

Il *private equity* è, quindi, una tecnica di investimento. Per maggiore chiarezza, sembra utile descriverne le principali caratteristiche. La prima caratteristica riguarda l'oggetto dell'investimento: si tratta, generalmente, di partecipazioni azionarie (o strumenti finanziari convertibili in partecipazioni

²⁵ Per approfondimenti v. GERVASONI A., *Finanziarie l'attività imprenditoriale*, Milano (Italia), Guerini e Associati, 1997; DE CECCO M. & FERRI G., *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, in *Banca d'Italia – Temi di discussione del Servizio studi*, vol. 242, 1994; GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 34 ss.

²⁶ Delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004; v. GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 28.

azionarie) di società non quotate.²⁷ In particolare, si tratta di imprese ad alto potenziale (in considerazione del loro *management*, del loro mercato, dei loro prodotti o servizi oppure, semplicemente, della sottovalutazione da parte del mercato o dei soggetti che ne detengono il controllo), tale da giustificare un'aspettativa di elevato ritorno sull'investimento per il fondo di *private equity* (e, quindi, per gli investitori nel fondo che vi apportano risorse finanziarie). La seconda caratteristica è l'orizzonte temporale degli investimenti di *private equity*: normalmente compreso fra tre e sette anni (anche in considerazione del ciclo di vita, solitamente compreso tra dieci e tredici anni, di un fondo di *private equity*; v. *infra* cap. I, par. 3).²⁸ La terza caratteristica riguarda l'impatto sulla *corporate governance* dell'impresa oggetto di investimento: il fondo di *private equity* è solitamente rappresentato nell'organo gestorio dell'impresa oggetto di investimento di *private equity* (detta "*portfolio company*" perché entra a far parte del "portafoglio investimenti" del fondo di *private equity*) per poterne monitorare e indirizzare la gestione.²⁹ La quarta caratteristica riguarda la tipologia di investitori nel fondo di *private equity* (e quindi i finanziatori del *private equity*): si tratta, tipicamente, di investitori professionali, come fondi pensione, società assicurative, banche, fondi di fondi, fondi sovrani e altri

²⁷ LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶103. Nei casi in cui l'investimento di *private equity* ha ad oggetto strumenti finanziari quotati, generalmente, l'obiettivo iniziale è la revoca dalla quotazione, cui seguono una fase di riorganizzazione finalizzata alla valorizzazione dell'impresa e, successivamente, il disinvestimento. Per completezza, si osserva che la quotazione di strumenti finanziari di imprese oggetto di investimenti di *private equity* è, generalmente, una delle modalità di disinvestimento da parte degli operatori di *private equity*, dunque è il punto di arrivo e non il punto di partenza delle operazioni di *private equity* (v. *infra* cap. I, par. 3).

²⁸ *Ibidem*; sulla durata e tempistica media degli investimenti di *private equity* v. STRÖMBERG P., *The new demography of private equity*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 3 ss.; GOTTSCHALG O., *Private Equity and Leveraged Buy-outs*, European Parliament, Study IP/A/ECON/IC/2007-25, 2007, http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2007/393515/IPOL-ECON_ET%282007%29393515_EN.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; JELIC R., *Staying Power of UK Buy-Outs*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 38, n. 7-8, 2011, 945 ss.

²⁹ LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶103.

investitori qualificati.³⁰ La quinta caratteristica riguarda l'apporto, da parte del fondo di *private equity*, non solo di capitali, ma anche di altre risorse (ad esempio, competenze gestionali, maggiore visibilità internazionale e opportunità strategiche) per la valorizzazione della *portfolio company*; è proprio questo apporto misto di risorse (fungibili e non) che asseritamente contribuisce alla creazione di valore mediante investimenti di *private equity*.³¹

Sembra opportuno precisare il significato del termine *private equity* per distinguerlo da due termini che, spesso, vengono con esso confusi: *venture capital* e *hedge fund*.

Venture capital. La dottrina aziendalistica identifica due macro-fasi relative al ciclo di vita di un'impresa: la "fase di avvio", ossia i primi stadi di vita dell'impresa e il complesso delle "fasi successive all'avvio".³² Il *venture capital* (letteralmente "capitale di ventura") è una particolare categoria del *private equity* e si riferisce, propriamente, all'apporto di capitali e altre risorse all'impresa nella sua "fase di avvio".³³ Secondo tale ricostruzione, il *private equity* comprende il *venture capital* (essendone, quest'ultimo, una declinazione).³⁴

Hedge fund. Col termine *hedge fund* s'intende un fondo d'investimento speculativo che solitamente investe in strumenti finanziari quotati (a differenza degli investimenti di *private equity* che normalmente sono in strumenti finanziari non quotati), il cui orizzonte temporale è tendenzialmente di breve

³⁰ DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 16.

³¹ DAMIANI E., *Venture Capital e Private Equity*, Napoli (Italia), Edizioni Scientifiche Italiane, 2010, 13 ss.

³² DAMIANI E., *Venture Capital e Private Equity*, cit., 19 ss; per approfondimenti v. *infra* cap. I, par. 3 e note *ivi* contenute.

³³ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, cit., 28; DAMIANI E., *Venture Capital e Private Equity*, cit., 20.

³⁴ Per completezza si osserva che alcuni studiosi non considerano il *venture capital* come categoria del *private equity*, bensì come tecnica d'investimento autonoma rispetto al *private equity*; secondo tale ricostruzione il *venture capital* si occupa esclusivamente delle esigenze dell'impresa nella fase di avvio, mentre il *private equity* si occupa delle esigenze dell'impresa in tutte le altre fasi successive alla fase di avvio, sul punto v. CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 4 ss.

termine (a differenza degli investimenti di *private equity* il cui orizzonte temporale è di medio-lungo termine) e con possibilità per gli investitori di chiedere il rimborso della propria quota nel fondo d'investimento in ogni momento o ad intervalli predeterminati (a differenza degli investitori in *private equity* la cui quota nel fondo è generalmente illiquida e non trasferibile).³⁵ Inoltre, gli *hedge funds* (a differenza dei fondi di *private equity*) fanno spesso ricorso a strategie di investimento che comprendono l'utilizzo di strumenti finanziari derivati o altri strumenti finanziari complessi. Sia gli *hedge funds*, sia i fondi di *private equity* fanno ricorso a finanziamenti di terzi (leva finanziaria), con la differenza che negli investimenti di *private equity* solo la propria *portfolio company* è debitrice del terzo creditore (e quindi solo la *portfolio company* è esposta a insolvenza e fallimento in caso di mancato rimborso del finanziamento in oggetto). Tuttavia, la distinzione tra investimenti di *private equity* e investimenti di *hedge funds* è sempre meno marcata, perché è in atto una progressiva evoluzione del mercato degli *hedge funds* (che si sovrappone sempre più ai prodotti e servizi del mercato del *private equity*) e sia gli investimenti di *private equity* che gli investimenti di *hedge funds* sono ora soggetti al medesimo quadro regolamentare (v. *infra* cap. III).³⁶

3. Catena del valore, ciclo e funzione del *private equity*

Per comprendere il funzionamento e le dinamiche del *private equity* è necessario illustrare brevemente il contesto, la catena del valore e le fasi che

³⁵ LEVIN, J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶103.

³⁶ Per approfondimenti v. MCCAHERY J. A. & VERMEULEN E. P. M., *The Contractual Structure and Regulation of Private Equity Funds and Hedge Funds*, in *LSE Working Paper*, n. 50/2008, 2008, 6 ss., <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE2-WP50-McCahery.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014; GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: An Explanatory Guide*, Londra (Regno Unito), The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2008, 23 ss.; GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: 2012 Update*, Londra (Regno Unito), The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2012.

scandiscono il ciclo del *private equity*, nonché la funzione del *private equity* nel ciclo imprenditoriale.

Nella prassi internazionale le operazioni di *private equity* vengono realizzate attraverso un fondo di investimento nel capitale privato e nel capitale di rischio delle imprese (per brevità, “fondo di *private equity*” o “fondo”) gestito indirettamente da una *private equity firm*. Tipicamente, il fondo di *private equity* è organizzato sotto forma di *limited partnership* (o altra struttura giuridica ad essa funzionalmente equivalente)³⁷ e gestito esternamente da una *private equity firm*. La *private equity firm* (si pensi, ad esempio, a Texas Pacific Group,³⁸ Bain Capital³⁹ o Warburg Pincus⁴⁰) è il veicolo, solitamente ad azionariato chiuso o costituito sotto forma di *partnership*, in cui confluiscono professionisti e specialisti del *private equity*.⁴¹ Nel quadro del *private equity* vi sono tre principali gruppi di soggetti:

- *Private equity firm* e soggetti ad essa affiliati o riconducibili. La *private equity firm* delega la gestione di uno o più fondi ad alcuni dei propri professionisti, detti *sponsors*; gli *sponsors* hanno il compito, prima, di capitalizzare il fondo raccogliendo impegni e risorse finanziarie da

³⁷ LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., 10-5; PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, in *Investment Adviser Regulation* (a cura di Kirsch E. K.), New York (Stati Uniti), Practising Law Institute, 2012, §47:2:1; per approfondimenti sulle strutture dei fondi di private equity in Europa v. EVCA, *Private Equity Fund Structures in Europe*, in *EVCA Research*, 2006 e l'appendice di aggiornamento EVCA, *Private Equity Fund Structures in Europe*, in *EVCA Research*, 2010.

³⁸ Per informazioni istituzionali su Texas Pacific Group, v. <https://tpg.com/>, consultato il 16 novembre 2014.

³⁹ Per informazioni istituzionali su Bain Capital, v. <http://www.baincapital.com/>, consultato il 16 novembre 2014.

⁴⁰ Per informazioni istituzionali su Warburg Pincus, v. <http://www.warburgpincus.com/>, consultato il 16 novembre 2014.

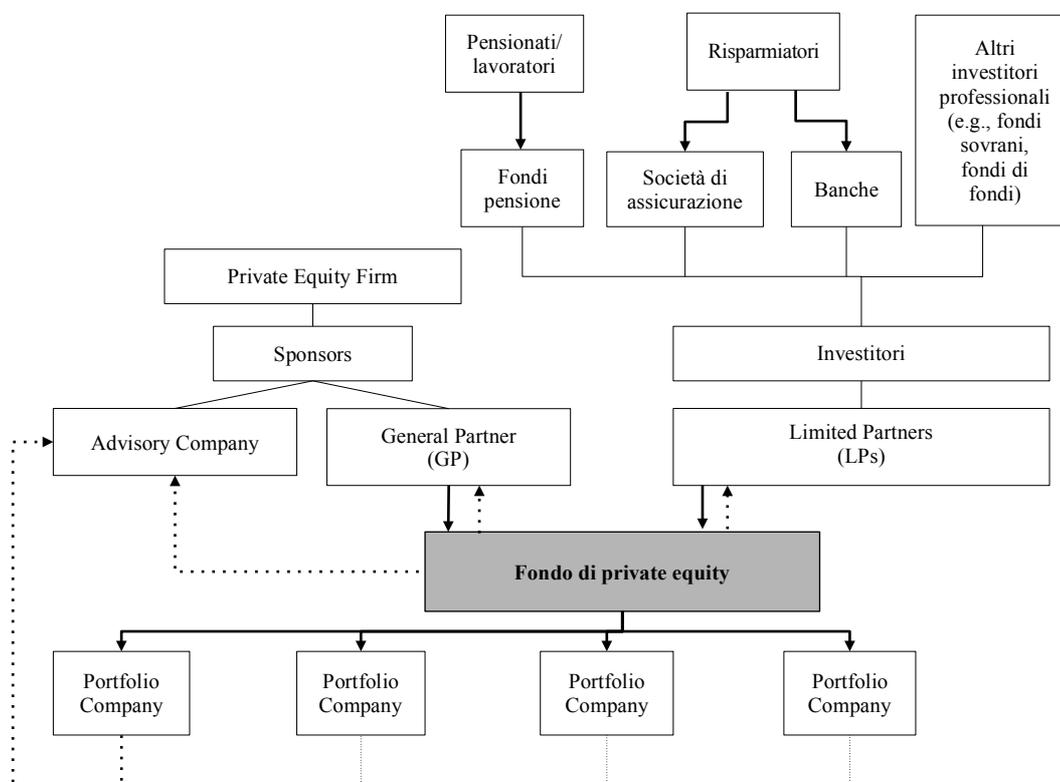
⁴¹ Per completezza si osserva che alcune *private equity firm* hanno chiesto l'ammissione alla negoziazione dei propri titoli su mercati regolamentati, ad esempio Blackstone Group L.P. o 3i Group plc. La trattazione delle peculiarità delle *private equity firm* quotate esula dal presente lavoro, ma per approfondimenti v. BERGMANN B., CHRISTOPHERS H., HUSS M. & ZIMMERMANN H., *Listed Private Equity*, in *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (a cura di Cumming D. J.), Hoboken (Stati Uniti), John Wiley & Sons, 2009, 53-70.

investitori e, poi, di identificare, selezionare e realizzare investimenti in imprese ad alto potenziale; l'obiettivo degli *sponsors* è valorizzare dette imprese e generare profitti per il fondo (vale a dire, per gli investitori nel fondo) mediante il disinvestimento da tali imprese nel medio/lungo termine.

- Investitori nel fondo di *private equity*. Gli investitori nel fondo di *private equity* sono, tipicamente, investitori professionali: fondi pensione, società di assicurazione, banche, fondi di fondi, fondi sovrani e altri investitori qualificati che, a loro volta, investono capitali affidati loro dal mercato (le caratteristiche soggettive degli investitori in fondi di *private equity* – in particolare, il loro grado di esperienza e conoscenza in materia di investimenti ad alto rischio/alto rendimento, come il *private equity* – consente alle *private equity firms* di operare in regime di collocamento privato, un regime meno oneroso rispetto al regime di collocamento pubblico o presso investitori al dettaglio).⁴²
- *Portfolio companies*. Le imprese ad alto potenziale in cerca di capitali di medio/lungo termine e altre risorse per lo sviluppo della propria attività oppure sottovalutate dal mercato o dai soggetti che ne detengono il controllo prima dell'intervento di un fondo di *private equity*.

⁴² GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: An Explanatory Guide*, cit., 2 ss.

Tabella 1 – Catena del valore del *private equity* e flusso di capitali



Legenda: Linee continue con freccia indicano flussi di capitali a servizio dell'investimento in *portfolio companies*; linee tratteggiate con freccia indicano, a seconda dei casi, flussi di capitali a titolo di remunerazione (indiretta) della *private equity firm* o ritorno sugli investimenti degli investitori.

Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 45 ss.

Per completezza, si osserva che nelle operazioni di *leveraged buy-out* vi sono anche terzi finanziatori esterni (ad esempio banche) che forniscono capitali di debito al veicolo societario costituito per l'acquisizione del controllo di una *portfolio company* (v. *infra* cap. I, par. 4).

Il ciclo di vita di un fondo di *private equity* coincide con l'orizzonte temporale dell'investimento effettuato dagli investitori in tale fondo di *private equity* ed è tipicamente compreso tra dieci e tredici anni. In particolare, la vita di un fondo è scandita da cinque fasi principali:⁴³

1. T₀ (momento iniziale) – raccolta capitali/costituzione fondo: gli *sponsors* invitano potenziali investitori a sottoscrivere quote del costituendo fondo

⁴³ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, cit., 483 ss.

di *private equity*; per illustrare le caratteristiche e politiche d'investimento del fondo di nuova costituzione viene, solitamente, predisposto un documento illustrativo denominato *private placement memorandum*; il fondo di *private equity* e i veicoli societari ad esso collegati vengono costituiti e vengono sottoscritti gli accordi definitivi con gli investitori.⁴⁴

2. T₁ (tipicamente entro 5 anni da T₀) – investimenti in *portfolio companies*: dopo aver identificato e selezionato opportunità di investimento, il fondo di *private equity* invita i propri investitori ad apportare i capitali sottoscritti entro un termine breve (solitamente 10-15 giorni dalla richiesta) e, grazie a tale provvista finanziaria, effettua investimenti in *portfolio companies*.⁴⁵
3. T₂ (tra T₁ e T₃) – monitoraggio e valorizzazione *portfolio companies*: il fondo di *private equity* monitora e indirizza l'andamento delle proprie *portfolio companies* e apporta le proprie competenze con l'obiettivo di favorire lo sviluppo e incrementare il valore d'impresa della *portfolio company* in vista del disinvestimento.⁴⁶
4. T₃ (tipicamente entro 10 anni da T₀) – disinvestimento da *portfolio companies*: il fondo di *private equity* disinveste dalle *portfolio companies*, ossia vende a terzi le partecipazioni nelle *portfolio companies*; in caso di intervento positivo, realizza una plusvalenza sull'investimento.⁴⁷
5. T₄ (tipicamente entro 10/13 anni da T₀) – chiusura fondo/distribuzione: il fondo di *private equity* distribuisce i proventi derivanti dalla propria attività di investimento e disinvestimento, liquidando, distribuendo in natura o azzerando (contabilmente) il valore delle partecipazioni in

⁴⁴ Per approfondimenti v. CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 27 ss. e NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, New York (Stati Uniti), Practical Law Company, 2011, 2011, 10 ss.

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ *Ibidem*.

portfolio companies dalle quali non sia stato possibile disinvestire in tempo utile.⁴⁸

Le fasi di investimento (T₁), monitoraggio (T₂) e disinvestimento (T₃) possono, a loro volta, essere suddivise in otto sotto-fasi:

- i) Analisi preliminare: il fondo di *private equity* cerca, identifica e seleziona le opportunità di investimento anche grazie a segnalazioni da parte di consulenti finanziari, consulenti legali, banche o altri operatori; il fondo e la potenziale *portfolio company* sottoscrivono accordi preliminari (ad esempio, accordi di riservatezza e accordi di esclusiva con riferimento all'opportunità di investimento); il fondo e la potenziale *portfolio company* scambiano informazioni preliminari relative all'opportunità di investimento.
- ii) Valutazione opportunità di investimento: il fondo analizza l'opportunità di investimento, creando un modello finanziario nel quale vengono presi in considerazione, tra le altre cose, la crescita attesa della potenziale *portfolio company* e le possibilità e tempistiche relative al disinvestimento; il fondo determina una forchetta di prezzo/importo da investire nella potenziale *portfolio company*.
- iii) Negoziazione: viene sottoscritta una lettera d'intenti – generalmente descrittiva e non vincolante – avente a oggetto l'opportunità di investimento; prosegue lo scambio di informazioni tra il fondo e la potenziale *portfolio company*, soprattutto nel contesto delle analisi e verifiche tecniche (*due diligence*) da parte del fondo e dei suoi consulenti; inizia la negoziazione del contratto di investimento e degli accordi ad esso correlati (ad esempio, il contratto di finanziamento, nel caso in cui l'investimento venga effettuato mediante indebitamento; i contratti di garanzia; il patto parasociale nel caso in cui l'opportunità di investimento

⁴⁸ *Ibidem*.

- non riguardi l'acquisizione di una partecipazione totalitaria; i piani di incentivazione del *management* della *portfolio company*).
- iv) Strutturazione: viene definita l'architettura giuridica mediante la quale il fondo intende realizzare l'opportunità di investimento nella potenziale *portfolio company*, tenendo conto, soprattutto, delle implicazioni fiscali al momento dell'investimento e al momento del disinvestimento; viene, inoltre, precisata la *corporate governance* della potenziale *portfolio company* a seguito della realizzazione dell'opportunità di investimento, affinché il fondo possa adeguatamente monitorarne e indirizzarne la gestione.
- v) Ulteriori analisi e verifiche: questa fase prosegue fino alla sottoscrizione degli accordi definitivi ma può estendersi anche oltre (in tale ultimo caso, gli accordi definitivi sono, solitamente, condizionati all'esito positivo di verifiche tecniche da svolgersi tra la sottoscrizione degli accordi e il perfezionamento degli stessi).
- vi) Signing e closing: vengono, rispettivamente, firmati gli accordi di investimento (*signing*) e data esecuzione ai medesimi affinché possa perfezionarsi l'investimento (*closing*) del fondo di *private equity* nella *portfolio company*.
- vii) Monitoraggio: il fondo monitora l'andamento e i risultati della *portfolio company* sia in funzione di controllo, sia in funzione di indirizzo; il fondo, inoltre, inizia a identificare e pianificare opportunità di disinvestimento finalizzate alla massimizzazione del proprio ritorno sull'investimento nella *portfolio company*.
- viii) Disinvestimento: il processo di disinvestimento da una *portfolio company* solitamente avviene mediante: quotazione degli strumenti finanziari di tale *portfolio company* su un mercato regolamentato; trasferimento della partecipazione in tale *portfolio company* a soci industriali (*trade sale*); trasferimento della partecipazione in tale *portfolio company* ad altri

investitori finanziari (*secondary buy out*); o azzeramento del valore contabile della partecipazione (*write-off*).

In breve, il fondo di *private equity* realizza profitti quando la differenza tra il corrispettivo ricevuto al momento del disinvestimento da una *portfolio company* è superiore al totale dei capitali e delle altre risorse apportati per l'investimento e la valorizzazione di tale *portfolio company*.

Per comprendere il ruolo del *private equity* nel ciclo imprenditoriale occorre prima esaminare quest'ultimo. Il ciclo di vita di un'impresa viene convenzionalmente suddiviso nelle seguenti fasi: (i) definizione dell'idea imprenditoriale (*seed/development*); (ii) avvio dell'attività imprenditoriale (*start-up*); (iii) crescita iniziale (*early growth*); (iv) espansione rapida (*rapid growth*); (v) ricambio generazionale o cambio di controllo (*replacement/buy-out*); e (vi) crisi/ristrutturazione (*turnaround*).⁴⁹

La necessità di capitali per un imprenditore dipende, sostanzialmente, da quattro variabili: principali investimenti da realizzare, redditività dell'impresa, flussi di cassa e crescita del fatturato.⁵⁰

Mettendo in relazione le fasi imprenditoriali con le quattro variabili di cui sopra è possibile stabilire alcune caratteristiche tipiche di ciascuna fase imprenditoriale, come sintetizzato nella seguente tabella.⁵¹

⁴⁹ GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, cit., 38 ss.; DAMIANI E., *Venture Capital e Private Equity*, cit., 19 ss.; CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 8 ss.; per approfondimenti v. FRIGNANI A., voce *Venture Capital*, in *Noviss. Dig. It.*, App. VII, Torino (Italia), 1987.

⁵⁰ CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 8 ss.

⁵¹ Si deve, tuttavia, osservare che la complessità del ciclo imprenditoriale soffre qualsivoglia schematizzazione e che caratteristiche di due o più fasi imprenditoriali si possono sovrapporre. Per approfondimenti v. GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, cit., 38 ss.

Tabella 2 – Schematizzazione della relazione tra fase imprenditoriale e principali variabili che definiscono le necessità di capitali di un'impresa

Fase imprenditoriale	Principali investimenti da realizzare	Redditività impresa	Flussi di cassa	Crescita fatturato
1. Idea imprenditoriale	Sviluppo idea imprenditoriale	Negativa	Negativi	Dati non disponibili
2. Avvio	Approvvigionamento fattori produttivi	Negativa	Negativi	Primi dati disponibili
3. Crescita iniziale	Rifornimento magazzino; sviluppo <i>business</i>	Negativa ma in miglioramento	Negativi ma in miglioramento	Positiva e in miglioramento
4. Espansione rapida	Rifornimento magazzino; ulteriore sviluppo <i>business</i>	Positiva e in crescita	Positivi e in crescita	Positiva ma in peggioramento
5. Cambio di controllo	Rifornimento magazzino; modernizzazione beni produttivi	Positiva ma senza crescita	Positivi ma senza crescita	In declino (verso stagnazione)
6. Crisi / Ristrutturazione	Risoluzione stato di crisi	Decrescente	Decrescenti	Negativa

Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione proposta da CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 9 ss.

Per comprendere meglio la funzione del *private equity* nel contesto imprenditoriale pare utile mettere in relazione ciascuna fase imprenditoriale con i soggetti che potrebbero apportare capitali a servizio delle esigenze finanziarie tipiche di un'impresa in tale fase imprenditoriale. Nella seguente tabella verranno messi in evidenza i soggetti la cui propensione all'apporto di capitali, in una specifica fase imprenditoriale, è almeno medio/alta.

Tabella 3 – Propensione all'apporto di capitali in ciascuna fase imprenditoriale

	Fondatori	Partner strategico	Private Equity	Istituti di credito	Mercati di capitali
1. Idea imprenditoriale	Medio/Alta (forte motivazione personale)	Bassa (difficile valutare potenziali sinergie)	Medio/Alta (attività tipica: intervento per l'avvio)	Bassa (finanziamento eccessivamente rischioso)	N/A

	Fondatori	Partner strategico	Private Equity	Istituti di credito	Mercati di capitali
2. Avvio	Media (forte motivazione personale ma ingenti risorse necessarie)	Medio/Bassa (difficile valutare potenziali sinergie)	Medio/Alta (attività tipica: intervento per l'avvio)	Bassa (limitato periodo di attività; finanziamento eccessivamente rischiosa)	N/A
3. Crescita iniziale	Bassa (ingenti risorse necessarie)	Media (potenziali sinergie potrebbero favorire JV)	Alta (attività tipica: intervento per lo sviluppo)	Media (salvo condizioni di mercato ostili o eccessivo livello di indebitamento)	Bassa (limitato periodo di attività)
4. Espansione rapida	Bassa (ingenti risorse necessarie)	Media (potenziali sinergie potrebbero favorire JV)	Alta (attività tipica: intervento per lo sviluppo)	Medio/Alta (salvo condizioni di mercato ostili o eccessivo livello di indebitamento)	Medio/Alta (salvo condizioni di mercato ostili)
5. Cambio di controllo	Medio/Bassa (ingenti risorse necessarie)	Medio/Alta (potenziali sinergie potrebbero favorire <i>buy-out</i> o JV)	Alta (attività tipica: intervento per il cambio di controllo)	Media (salvo condizioni di mercato ostili o eccessivo livello di indebitamento)	Medio/Alta (salvo condizioni di mercato ostili)
6. Crisi / Ristrutturazione	Bassa (ingenti risorse necessarie)	Bassa (salvo chiare opportunità di rilancio delle attività)	Medio/Alta (attività tipica: intervento per il cambio di controllo)	Medio/Bassa (basso merito di credito rende finanziamento eccessivamente oneroso)	N/A

Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione proposta da CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 11 ss.

Dalla schematizzazione di cui sopra emerge una caratteristica fondamentale del *private equity*: la sua trasversalità e versatilità d'impiego in

ciascuna delle fasi imprenditoriali, soprattutto in casi in cui l'accesso ai canali tradizionali di finanziamento delle imprese (istituti di credito e mercati di capitali) è incerto a causa dell'eccessivo rischio per il potenziale finanziatore, delle forti asimmetrie informative tra potenziale finanziatore e impresa da finanziare, oppure dei limitati dati storici dell'impresa finanzianda⁵².

Da un punto di vista definitorio, a seconda della fase imprenditoriale in cui si trova l'impresa oggetto di investimento, si distingue tra le seguenti tipologie e categorie di investimenti di *private equity*.

Tabella 4 – Schematizzazione delle principali tipologie e categorie di investimenti di *private equity* per fase imprenditoriale

Fase imprenditoriale	Tipologia	Categoria	
1. Idea imprenditoriale	Intervento per l'avvio	<i>Venture Capital</i>	Private Equity
2. Avvio			
3. Crescita iniziale	Intervento per lo sviluppo	<i>Growth</i>	
4. Espansione rapida			
5. Cambio di controllo	Intervento per il cambio di controllo	<i>Buy-Out</i>	
6. Crisi/Ristrutturazione			

Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione proposta da GERVASONI A., SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, cit., 37 ss e CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 9 ss.

Negli interventi per l'avvio, tipicamente, il fondo di *private equity* acquisisce una partecipazione di minoranza qualificata nella *portfolio company*, con diritti di monitoraggio e veto sulla gestione di tale *portfolio company*; l'apporto di capitali del fondo alla *portfolio company* è scadenzato in fasi e, in

⁵² CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, cit., 9 ss; MHETA V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, in *Wharton Research Scholars Journal*, 2004, 6, http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1013&context=wharton_research_scholars, consultato il 22 dicembre 2014; MCCAHERY J. A. & VERMULEN E. P. M., *The Contractual Structure and Regulation of Private Equity Funds and Hedge Funds*, cit., 15 ss; COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, (mimeo), 2002, 1, <http://www.bis.org/publ/cgfs19board1.pdf>, consultato il 15 novembre 2014.

ciascuna fase, subordinato al raggiungimento di risultati predeterminati (la letteratura ritiene che questa tecnica sia particolarmente efficace per incentivare il *management* della *portfolio company* al raggiungimento di risultati e, allo stesso tempo, per limitare l'esposizione del fondo al rischio di insuccesso dell'impresa).⁵³

Negli interventi per il cambio di controllo, il fondo di *private equity* acquisisce una partecipazione totalitaria o di controllo nella *portfolio company*, tipicamente mediante *leveraged buy-out* (quindi con finanziatori esterni).

Gli interventi per lo sviluppo, a seconda dei casi, vengono strutturati secondo i tratti tipici degli interventi per l'avvio o degli interventi per il cambio di controllo.

Per un'idea della ripartizione delle varie tipologie di investimenti nel mercato del *private equity* europeo in funzione del valore monetario di tali investimenti, si consideri che, con riferimento al 2013, gli interventi per l'avvio rappresentavano circa il 9,1% degli investimenti, gli interventi per lo sviluppo circa il 9,8% degli investimenti e gli interventi per il cambio di controllo rappresentavano il restante 81,1% degli investimenti.⁵⁴

Per completezza si osserva che alcune *private equity firms* concentrano le proprie attività in uno specifico settore industriale (ad esempio, First Reserve Corporation⁵⁵ si specializza nel settore dell'energia), in una specifica area

⁵³ Per approfondimenti v. SZEGO B., *Finanziarie l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, vol. I, 2005, 828 ss.; SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Banca d'Italia – Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, n. 55, 2002, 18 ss.

⁵⁴ Dati estratti dalla sezione "Europe Tables – Investments" delle statistiche elaborate da EVCA e ottenuti associando: (i) la voce "Total Venture" a "interventi per l'avvio"; (ii) la voce "Growth" a "interventi per lo sviluppo"; e (iii) le voci "Buyout", "Rescue/Turnaround" e "Replacement Capital" a "interventi per il cambio di controllo"; v. EVCA, *European Private Equity Activity Data 2007-2013*, cit.

⁵⁵ Per informazioni istituzionali su First Reserve Corporation, v. <https://www.firstreserve.com/>, consultato il 16 novembre 2014.

geografica (ad esempio, Clessidra SGR⁵⁶ si specializza in investimenti nel mercato italiano) e/o in una specifica fase imprenditoriale (ad esempio, Apollo Management⁵⁷ si specializza in investimenti per il cambio di controllo o risanamento di aziende in crisi, non anche in investimenti per l'avvio). È anche possibile che la stessa *private equity firm* gestisca più fondi, ciascuno avente concentrazioni specifiche per settore industriale, area geografica e/o fase imprenditoriale.

Si distingue inoltre tra fondi di *private equity* che raccolgono capitali provenienti esclusivamente all'interno del gruppo societario di appartenenza (detti "*captive funds*"), fondi che raccolgono capitali esclusivamente all'esterno del gruppo societario di appartenenza (detti "*independent funds*") e, infine, fondi che raccolgono capitali sia all'interno che all'esterno del gruppo societario di appartenenza (detti "*semi-captive funds*").

4. Tecniche di investimento

Gli investimenti di *private equity* vengono, normalmente, realizzati mediante una o più delle tecniche di investimento di seguito brevemente illustrate.

1. Conferimento azienda in NewCo: costituzione di un veicolo societario da parte, da un lato, dei soci della società oggetto dell'investimento (detta anche, "società bersaglio") e, dall'altro lato, del fondo di *private equity*; capitalizzazione del veicolo mediante conferimento della società bersaglio, da parte dei soci della società bersaglio, e conferimento di

⁵⁶ Per informazioni istituzionali su Clessidra SGR, v. <http://www.clessidrasgr.it/ITA>, consultato il 16 novembre 2014.

⁵⁷ Per informazioni istituzionali su Apollo Management, v. <http://www.agm.com/Home.aspx>, consultato il 16 novembre 2014.

capitali, da parte del fondo di *private equity* – questa tecnica di investimento è particolarmente utilizzata in interventi per l'avvio.⁵⁸

2. Aumento di capitale riservato: aumento di capitale della società bersaglio riservato al fondo di *private equity* mediante esclusione del diritto di opzione dei soci della società bersaglio – questa tecnica di investimento è utilizzata sia in interventi per l'avvio, sia in interventi per lo sviluppo.
3. Trasferimento partecipazione societaria: trasferimento di partecipazioni societarie dai soci della società bersaglio al fondo di *private equity* – questa tecnica di investimento è particolarmente utilizzata in interventi per il cambio di controllo.

Nel contesto degli interventi per il cambio di controllo una tipica tecnica di acquisto del controllo di una società è il *leveraged buy-out*. Col termine *leveraged buy-out* (LBO) s'intende una particolare tecnica di investimento sviluppata negli '80 negli Stati Uniti e da allora frequentemente utilizzata dai fondi di *private equity* (v. *supra* cap. I, par. 2).

Un LBO può essere strutturato in vari modi, ma nella sua configurazione tipica si compone di tre fasi: (i) nella prima fase, il soggetto che intende acquisire il controllo di una società bersaglio costituisce un veicolo societario che successivamente viene capitalizzato mediante conferimenti di capitali da parte del soggetto che intende acquisire il controllo e un finanziamento da parte di terzi (ad esempio una o più banche) per il pagamento del prezzo della partecipazione di controllo nella suddetta società bersaglio; (ii) nella seconda fase il veicolo societario acquisisce il controllo della società bersaglio pagando ai venditori il prezzo della partecipazione di controllo nella società bersaglio; e (iii) nella terza fase viene deliberata la fusione per incorporazione della società bersaglio nel veicolo societario che ne ha acquisito il controllo. Il finanziamento ottenuto dal veicolo acquirente entra così a far parte dello stato patrimoniale

⁵⁸ Nella prassi l'ingresso del fondo nel capitale della società di nuova costituzione può avvenire sia in fase di costituzione di tale nuova società, sia successivamente alla costituzione mediante trasferimento di partecipazioni societarie da parte dei soci della società bersaglio.

della società bersaglio e verrà rimborsato mediante gli utili futuri della società bersaglio e/o l'alienazione di parte dei cespiti o altre attività della società bersaglio.⁵⁹

Incidentalmente si osserva che, in Italia, i dubbi in merito all'illegittimità dell'LBO per contrasto con il divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 cod. civ.⁶⁰ sono stati superati solo nel 2003 a seguito della riforma del diritto societario con cui è stato introdotto l'art. 2501-bis cod. civ.⁶¹ che disciplina espressamente tale tecnica di investimento.⁶²

⁵⁹ CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale – Diritto delle Società*, vol. 2, Milanofiori Assago (Italia), Wolters Kluwer Italia, 2012, 661 ss; per approfondimenti v. DAMODARAN A., *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*, 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1162862, consultato il 22 dicembre 2014; MONTALENTI P., *Il leveraged buy-out*, Milano (Italia), Giuffrè, 1991, 18 ss.

⁶⁰ Si riporta il testo dell'art. 2358 cod. civ. vigente prima della riforma del diritto societario del 2003: «Art. 2358. (Altre operazioni sulle proprie azioni). –

La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.»

⁶¹ Si riporta il testo dell'art. 2501-bis cod. civ. vigente: «Art. 2501-bis. (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento). –

Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

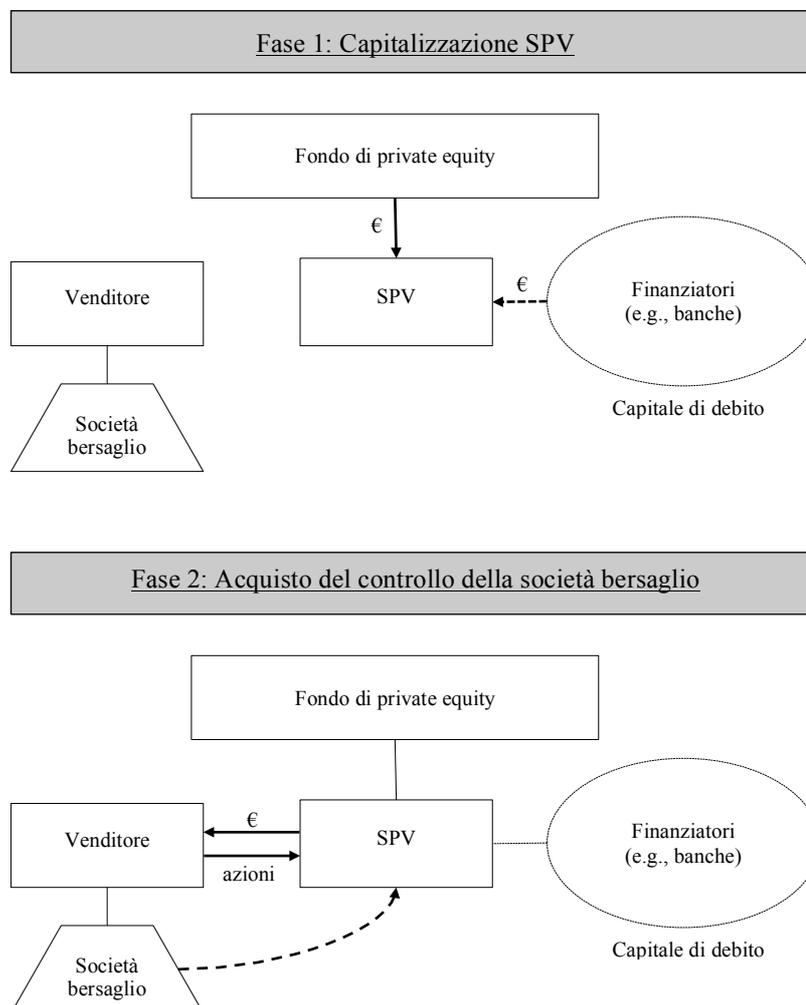
La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

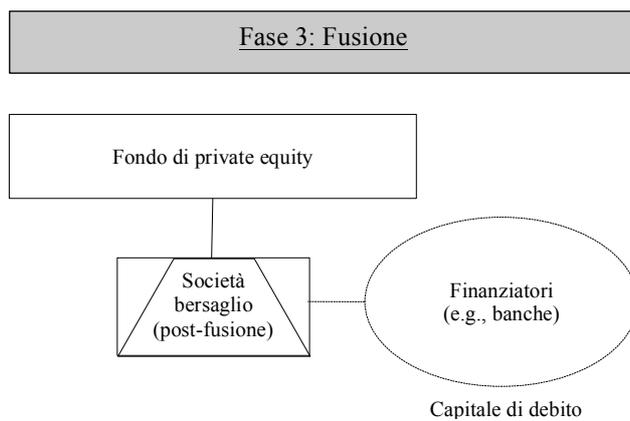
Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.»

⁶² Per approfondimenti *post-riforma* del diritto societario del 2003, v. BARBA V., *Profili civilistici del leveraged buy out*, Milano (Italia), Giuffrè, 2003; SCHLESINGER P., *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705 ss.; CIVERRA E., *Le operazioni di fusione e scissione – L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy out*,

Tabella 5 – Fasi di un'operazione di *leveraged buy-out*



Milano (Italia), IPSOA, 2003; SALAFIA V., *Il leveraged buy out nella riforma societaria*, in *Società*, vol. 8, 2004, 935 ss.; ALBANESE A., *Leveraged buy out, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, vol. II, 38 ss.; GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Notariato*, 2007, 319 ss.; NARDI S., *Il leveraged buy out*, in *I nuovi contratti finanziari* (a cura di E. Damiani), Napoli (Italia), Edizioni Scientifiche Italiane, 2008, 247 ss.; per approfondimenti sulla disciplina vigente *ante-riforma* del diritto societario del 2003 cfr. MONTALENTI P., voce *Leveraged buyout*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXIII, Roma (Italia), 1999, 1 ss.; FRIGNANI A., voce *Leveraged buyout*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino (Italia), Utet, 1993, 1 ss.; FRIGNANI A., *Il leveraged Buy-Out nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 419 ss.; PARDOLESI R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche)?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 402 ss.; MARASCO F., *«Leveraged» and «Management buy out»: operazioni lecite, operazioni in frode e funzione del notaio*, in *Notariato*, 1996, 159 ss.



Fonte: Elaborazione propria.

CAPITOLO SECONDO

ANALISI ECONOMICA DEL *PRIVATE EQUITY*

SOMMARIO: 1. Modello economico del fondo di *private equity* – 1.1 Struttura organizzativa del fondo di *private equity* – 1.2 Termini economici e flussi finanziari – 2. Remunerazione della *private equity firm* – 2.1 Remunerazione, incentivi e rischi di comportamento opportunistico della *private equity firm* – 2.2 Raccomandazioni per un migliore allineamento degli interessi della *private equity firm* e degli investitori – 3. Impatto economico del *private equity*: creazione di valore? – 3.1 Opinione pubblica e *private equity* – 3.2 Analisi della dottrina – 3.2.1 Rilievi negativi: (i) mero artificio finanziario; (ii) eccessivo indebitamento; (iii) riduzione livelli occupazionali; (iv) profitti a carico dei contribuenti; e (v) rendimenti modesti – 3.2.2 Rilievi critici: (i) superiore *corporate governance*; (ii) incremento redditività; e (iii) maggiore innovazione tecnologica – 3.2.3 Conclusioni raggiunte dalla dottrina maggioritaria e limiti delle ricerche edite – 3.3 Impatto economico del *private equity* sul mercato dei capitali di debito – 3.3.1 Costi di agenzia nel mercato dei capitali di debito – 3.3.2 Incentivi della *private equity firm* a mitigare i costi di agenzia – 3.3.3 Capacità della *private equity firm* di mitigare i costi di agenzia – 3.3.4 Prime conclusioni sul ruolo del *private equity* nel mercato dei capitali di debito e rilievi critici

1. Modello economico del *private equity*

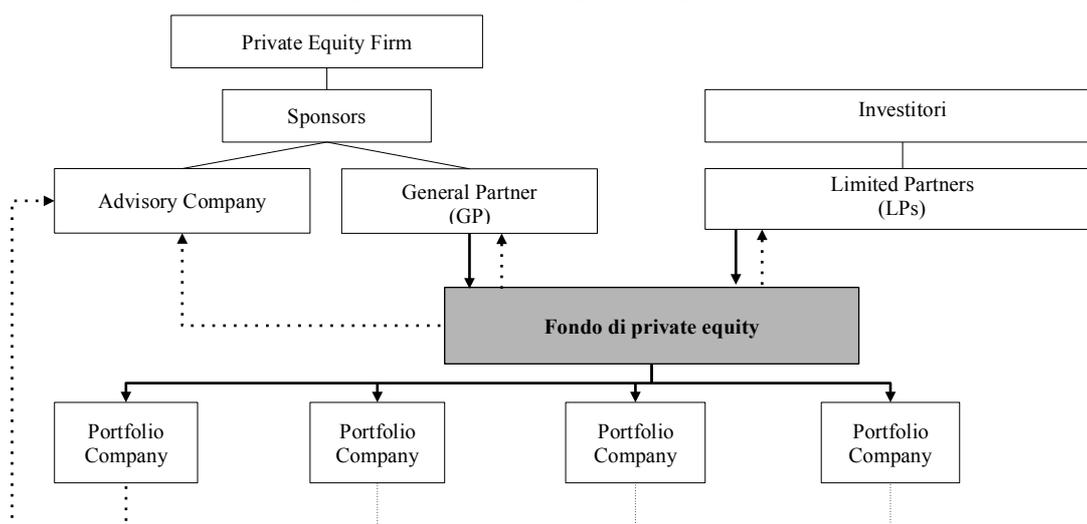
Nel presente paragrafo verrà ricostruito il modello economico del *private equity*, partendo dalla struttura organizzativa tipica di un fondo di *private equity* per poi esaminare nel dettaglio i principali termini economici e flussi finanziari nei rapporti tra fondo di *private equity*, *limited partners*, *general partner*, *advisory company* e *portfolio companies*.

1.1 Struttura organizzativa del fondo di private equity

Nella prassi internazionale i fondi di *private equity* sono organizzati sotto forma di *limited partnership* o altra struttura giuridica ad essa funzionalmente equivalente. Nella *limited partnership* si distingue tra *limited partners*, ossia gli investitori nel fondo di *private equity* che conferiscono capitali ma sono privi di

poteri di gestione e *general partner*, ossia gli *sponsors* cui è riservato il potere di agire in nome e per conto del fondo.⁶³ Per chiarezza: i *limited partners* sono gli investitori che conferiscono (o si impegnano a conferire) capitali nel fondo, mentre il *general partner* è il veicolo espressione degli *sponsors* (quindi della *private equity firm*) che identifica, analizza e gestisce le opportunità di investimento e disinvestimento per il fondo (v. *supra* cap. I, par. 3). Gli *sponsors* forniscono i propri servizi di consulenza e assistenza al fondo di *private equity*, tipicamente, mediante un distinto veicolo societario denominato “*advisory company*”.⁶⁴ Segue una schematizzazione della struttura tipica di un fondo di *private equity*.

Tabella 6 – Struttura tipica di un fondo di private equity



Legenda: Linee continue con freccia indicano flussi di capitali a servizio dell'investimento in *portfolio companies*; linee tratteggiate con freccia indicano, a seconda dei casi, flussi di capitali a titolo di remunerazione (indiretta) della *private equity firm* o ritorno sugli investimenti degli investitori.

Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

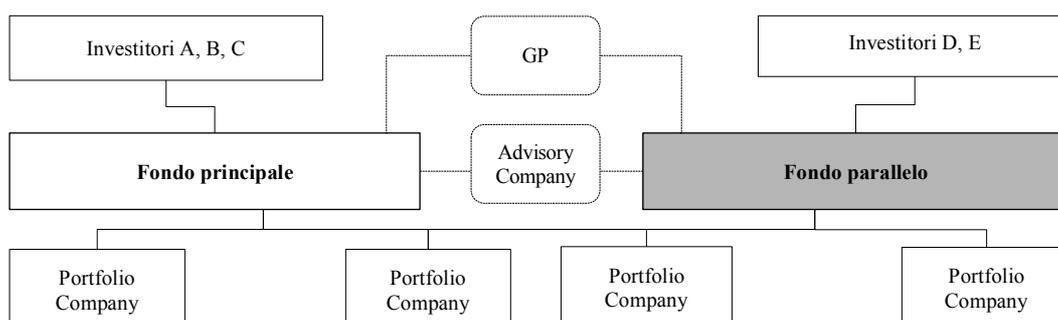
⁶³ Per completezza si osserva che la responsabilità dei *limited partners* per le obbligazioni della *limited partnership* è, normalmente, limitata all'ammontare dei propri conferimenti a differenza della responsabilità del *general partner* che è illimitata; per approfondimenti v. LUBAROFF M. I. & ALTMAN P. M., *Delaware Limited Partnership*, New York (Stati Uniti), Aspen Publishers, 2013.

⁶⁴ La *advisory company* tipicamente fornisce servizi a più fondi di *private equity* organizzati e gestiti dai medesimi *sponsors* per raggiungere economie di scala. Inoltre, in alcune architetture giuridiche, il medesimo veicolo societario potrebbe svolgere il ruolo di *advisory company* e *general partner*. Per approfondimenti v. NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

Per completezza si osserva che esigenze fiscali, regolamentari o altre specifiche considerazioni possono richiedere deviazioni dalla struttura tipica sopra schematizzata mediante l'inserimento di un: (i) fondo parallelo; (ii) veicolo alternativo d'investimento (AIV); (iii) fondo affluente; e/o (iv) veicolo di co-investimento, come di seguito brevemente illustrato.⁶⁵

Fondo parallelo. Il fondo parallelo investe, disinveste ed effettua ogni altra operazione insieme al fondo principale ma, tipicamente, è costituito in un ordinamento giuridico diverso dal fondo principale e mira a replicare (per quanto possibile) l'architettura giuridica del fondo principale (sarà, quindi, gestito dallo stesso *general partner* del fondo principale, assistito dalla stessa *advisory company* del fondo principale e soggetto ai medesimi obblighi e oneri del fondo principale).⁶⁶ Per un esempio, si consideri il caso in cui il fondo principale è costituito nel Regno Unito ma uno o più investitori (per ragioni fiscali, regolamentari o altre esigenze) debbano, o preferiscano, investire in un fondo separato o costituito al di fuori del Regno Unito; tali investitori potrebbero confluire in un fondo parallelo che replichi e operi insieme al fondo principale inglese.

Tabella 7 – Struttura fondo di *private equity* con fondo parallelo



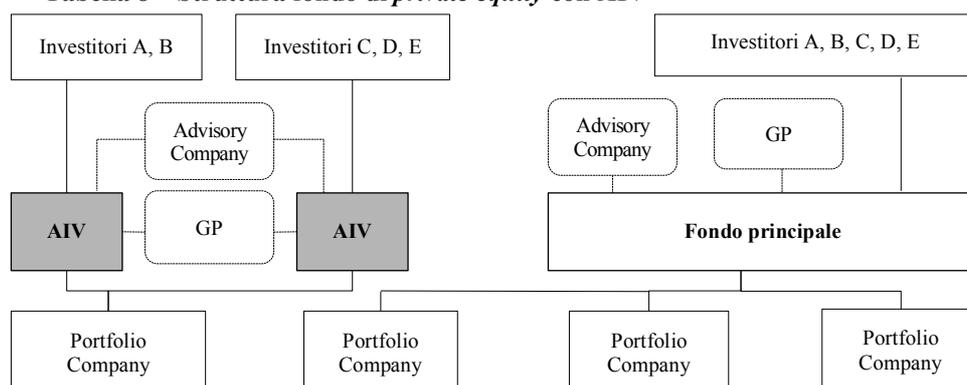
Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

⁶⁵ *Ibidem.*

⁶⁶ *Ibidem.*

Veicolo alternativo d'investimento (AIV). Il veicolo alternativo d'investimento (di seguito, "AIV") investe, disinveste ed effettua ogni altra operazione relativa ad uno specifico investimento insieme al fondo principale (ma, a differenza del fondo parallelo, l'AIV viene costituito per operare solo con riferimento a uno specifico investimento).⁶⁷ Per un esempio, si consideri il caso in cui uno o più investitori (per ragioni fiscali, regolamentari o altre esigenze) debbano, o preferiscano, partecipare a uno specifico investimento mediante un veicolo avente struttura o residenza diversa da quella del fondo principale; tali investitori potrebbero confluire in un AIV che operi solo con riferimento a tale specifico investimento.

Tabella 8 – Struttura fondo di *private equity* con AIV



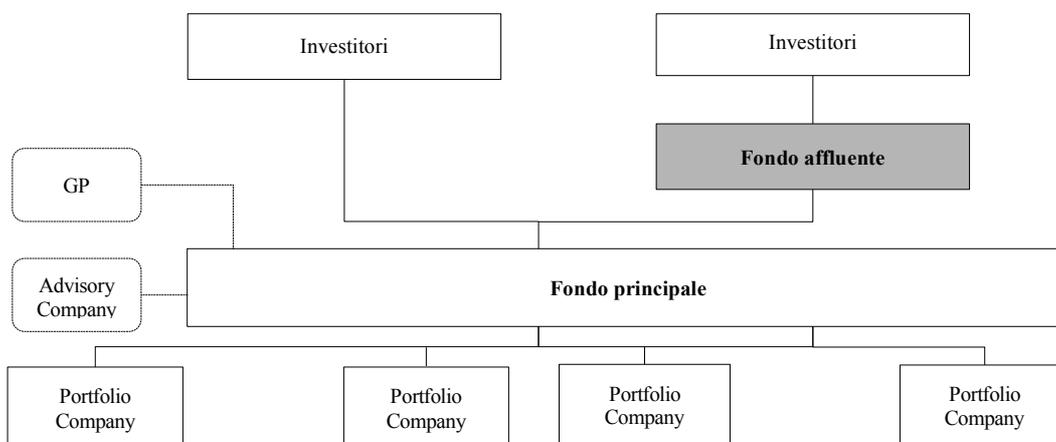
Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

Fondo affluente. Uno o più investitori, tipicamente per esigenze fiscali, potrebbero preferire che i capitali siano conferiti, indirettamente, attraverso un fondo affluente.⁶⁸ Per un esempio, si consideri il caso in cui l'investimento diretto in, o la distribuzione di proventi direttamente da, un fondo principale determini ulteriori adempimenti fiscali per investitori aventi residenza fiscale diversa da quella del fondo principale; tali investitori potrebbero confluire in un fondo affluente che, a sua volta, conferirebbe capitali nel fondo principale.

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ *Ibidem*.

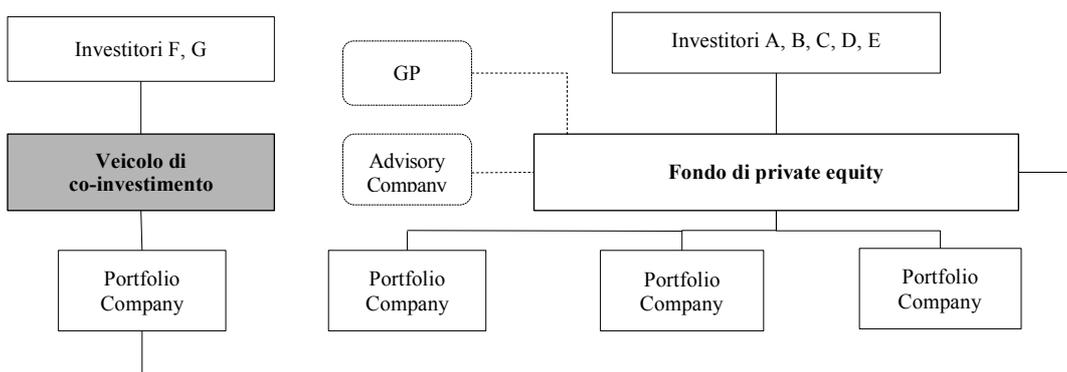
Tabella 9 – Struttura fondo di *private equity* con fondo affluente



Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

Veicolo di co-investimento. Il veicolo di co-investimento investe, disinveste ed effettua ogni altra operazione relativa ad uno specifico investimento *pari passu* con il fondo principale ma – a differenza dell’AIV, del fondo parallelo o del fondo principale – il veicolo di co-investimento, tipicamente, è partecipato esclusivamente da *sponsors* e altri investitori esterni e non paga commissioni al *general partner* o all’*advisory company*.⁶⁹ Per un esempio, si consideri, il caso in cui gli *sponsors* intendano invitare nuovi investitori a partecipare a un’opportunità di investimento che il fondo principale da solo non riuscirebbe a realizzare.

Tabella 10 – Struttura fondo di *private equity* con veicolo di co-investimento



Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 2.

⁶⁹ *Ibidem*.

1.2 Termini economici e flussi finanziari

I termini economici dei rapporti tra fondo di *private equity*, *limited partners*, *general partner*, *advisory company* e *portfolio companies* variano da caso a caso, sono influenzati dall'esperienza degli *sponsors*, dalle condizioni dei mercati finanziari internazionali e sono frutto di negoziazioni tra le parti. Tuttavia, vi sono alcuni termini economici fondamentali, di seguito brevemente illustrati, che si applicano a ogni fondo di *private equity*.

Conferimenti di capitali. Gli investitori si impegnano a conferire capitali al fondo nei tempi ed entro l'ammontare massimo concordati nel contratto d'investimento nel fondo di *private equity*.⁷⁰ In particolare, gli investitori si impegnano a conferire capitali quando richiesto dal *general partner* affinché si formi la provvista finanziaria necessaria per far fronte agli oneri di gestione del fondo e, soprattutto, agli investimenti del fondo in *portfolio companies*.⁷¹ Il patrimonio in gestione al fondo indica il totale dei capitali di cui il fondo può chiedere il conferimento da parte dei propri investitori.⁷² Generalmente, gli investitori non possono incrementare la propria quota di conferimenti di capitali nel fondo né chiederne la liquidazione prima della scadenza (tipicamente entro dieci/tredici anni dalla costituzione del fondo; v. *infra* cap. I, par. 3).⁷³

Commissioni di gestione. Il fondo paga annualmente all'*advisory company* (quindi, indirettamente, alla *private equity firm*) commissioni di gestione, comprese tra l'1,5% e il 2,5% – tipicamente 2% – del patrimonio in gestione al fondo (ossia il totale dei capitali di cui il fondo può chiedere il conferimento ai

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ MCCAHERY J. A. & VERMEULEN E. P. M., *The Contractual Structure and Regulation of Private Equity Funds and Hedge Funds*, cit., 9 ss.

⁷² LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1004; e COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit., 7.

⁷³ PHALIPPOU L., *Beware of Venturing into Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, 150.

propri investitori).⁷⁴ Le commissioni di gestione, normalmente, sono esigibili su base trimestrale o semestrale e prescindono dall'importo degli investimenti realizzati dal fondo o dalla sorte dei medesimi. Ad esempio nel caso di un fondo con €500 milioni di capitali in gestione e commissioni annue di gestioni pari al 2% del patrimonio in gestione, le commissioni in oggetto sarebbero pari a €10 milioni per ogni anno di vita del fondo, anche se il fondo impiegasse solo parte del proprio patrimonio per investimenti in *portfolio companies* e anche nel caso in cui tutti gli investimenti avessero rendimenti negativi.

Commissioni sulla performance. Al momento della distribuzione dei proventi dell'attività di investimento e disinvestimento del fondo, il *general partner* (espressione degli *sponsors*) riceve una percentuale, tipicamente il 20%, degli eventuali profitti del fondo a titolo di commissioni sulla *performance*.⁷⁵

Investimento diretto. È prassi che la *private equity firm*, tramite il *general partner*, investa nel fondo affianco ai *limited partners*. La misura dell'investimento diretto varia a seconda della grandezza del fondo ma è tipicamente compresa tra 1% e 5% del patrimonio in gestione al fondo (la percentuale è inversamente proporzionale all'importo del patrimonio in gestione).⁷⁶

Servizi resi a portfolio companies. Le *portfolio companies* pagano all'*advisory company* (quindi, indirettamente, alla *private equity firm*)

⁷⁴ PREQIN, 2013 *Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, New York (Stati Uniti), Preqin Investor Network, 2013, 91, <https://www.preqin.com/item/2013-preqin-investor-network-global-alternatives-report/1/6666>, consultato il 27 dicembre 2014; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 54; NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 8; LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1004; e COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit., 7.

⁷⁵ PREQIN, 2013 *Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 94; COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit., 7.

⁷⁶ PREQIN, 2013 *Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 93; LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1004; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 54 e NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 8.

commissioni o corrispettivi per servizi resi dall'*advisory company* alle *portfolio companies* (ad esempio per i servizi resi da professionisti dell'*advisory company* come amministratori delle *portfolio companies* o come consulenti delle *portfolio companies* in occasione di operazioni societarie straordinarie oppure ancora per il semplice monitoraggio delle *portfolio companies*).

Servizi resi al fondo e altre commissioni. Corrispettivi, spese e costi per servizi resi al fondo da parte di terzi (ad esempio le commissioni iniziali di organizzazione del fondo⁷⁷ e le altre spese per consulenti legali o finanziari del fondo) vengono direttamente addebitati al fondo e sono, quindi, a carico degli investitori. L'*advisory company* potrebbe, inoltre, addebitare al fondo commissioni forfettarie a seguito della realizzazione di un investimento o di una operazione societaria (*transaction fees*).

Distribuzione proventi. I proventi della gestione del fondo vengono, tipicamente, distribuiti agli investitori facendo sì che i *limited partners* ricevano, prioritariamente, il rimborso dei propri conferimenti di capitali. In alcuni casi il regolamento del fondo prevede che le commissioni sulla *performance* vengano corrisposte al *general partner* solo dopo una distribuzione prioritaria dei proventi del fondo a favore dei *limited partners* tale da assicurare loro un rendimento minimo (*hurdle rate*), tipicamente pari a un tasso interno di rendimento⁷⁸ del 5%-9% dei capitali conferiti.⁷⁹ Si distingue, infine, tra distribuzioni secondo la

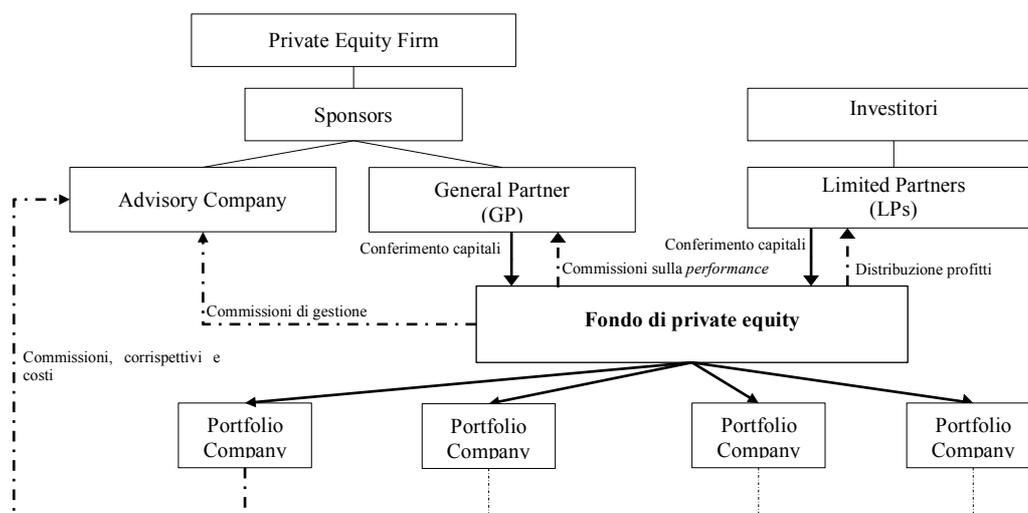
⁷⁷ Solitamente le spese e oneri per l'organizzazione del fondo sono forfettariamente quantificate in un importo pari all'1% del patrimonio in gestione al fondo; v. DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 54.

⁷⁸ Per tasso interno di rendimento s'intende un indice di redditività finanziaria, pari al tasso che rende il valore attuale netto di un serie di flussi di cassa pari a zero ($\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} = 0$; dove t : scadenze temporali e CF_t : flusso finanziario (positivo o negativo) al tempo t) per approfondimenti v. BREALEY R. A., MYERS S. C. & ALLEN F., *Principles of Corporate Finance. Global Edition.*, cit., 135 ss.

⁷⁹ PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 92; COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit.; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 56; PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:2.3.

“modalità americana” (in cui le commissioni sulla *performance* vengono calcolate e liquidate alla conclusione di ogni ciclo di investimento in una *portfolio company*) e distribuzioni secondo la “modalità europea” (in cui le commissioni sulla *performance* vengono calcolate e liquidate solo alla chiusura del fondo e quindi alla conclusione dell'ultimo ciclo di investimento).⁸⁰

Tabella 11 – Schematizzazione flussi finanziari relativi a un fondo di *private equity*



Fonte: Elaborazione propria sulla base della schematizzazione di DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 55.

Per illustrare quanto precede si ipotizzi un fondo di *private equity* che abbia le seguenti caratteristiche: (i) patrimonio in gestione, €500 milioni; (ii) commissioni di gestione annue, 2% del patrimonio in gestione; (iii) commissioni sulla *performance*, 20% dei profitti con tasso interno di rendimento garantito (*hurdle rate*) del 7%, (iv) investimento diretto del *general partner*, 1% del patrimonio in gestione, (v) durata del fondo, 10 anni; (vi) proventi alla chiusura del fondo €1.200 milioni. Per semplicità si ipotizzi, inoltre, che non vi siano spese, oneri o commissioni a carico del fondo, che tutti gli investimenti vengano realizzati alla costituzione del fondo e che tutti i disinvestimenti vengano

⁸⁰ NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, cit., 6 ss.

realizzati alla chiusura del fondo. La distribuzione dei proventi, alla conclusione del decimo anno dalla costituzione del fondo, avverrà come segue:

1. agli investitori, *pro quota* tra di loro, €500 milioni a titolo di rimborso dei conferimenti di capitali;
2. agli investitori, *pro quota* tra di loro, circa €483 milioni a titolo di distribuzione prioritaria relativa al tasso interno di rendimento garantito (*hurdle rate*) del 7%;⁸¹
3. al *general partner*, €140 milioni a titolo di commissioni sulla *performance*;⁸²
4. agli investitori, *pro quota* tra di loro, i restanti €77 milioni a titolo di distribuzione profitti.⁸³

Nel periodo di dieci anni, i ricavi lordi per la *private equity firm* sono pari a circa €240 milioni (di cui €100 milioni a titolo di commissioni di gestione a favore dell'*advisory company*, quindi remunerazione fissa, e circa €140 milioni a titolo di commissioni sulla *performance*, quindi remunerazione variabile) oltre a un ritorno di circa €11 milioni a fronte di un investimento diretto di €5 milioni.

2. Remunerazione della *private equity firm*

Nel presente paragrafo verranno analizzati i principali termini economici relativi alla remunerazione della *private equity firm*. L'analisi economica che segue è finalizzata a mettere in evidenza le criticità delle politiche remunerative secondo gli attuali termini di mercato. Verranno, infine, proposte raccomandazioni relative alla remunerazione della *private equity firm* per un migliore allineamento degli interessi delle parti.

⁸¹ Si esplicita il calcolo effettuato: $[(1,07^{10}) * €500 \text{ milioni}] - €500 \text{ milioni} = \text{circa } €983 \text{ milioni} - €500 \text{ milioni} = \text{circa } €483 \text{ milioni}$.

⁸² Si esplicita il calcolo effettuato: $0,2 * (€1.200 \text{ milioni} - €500 \text{ milioni}) = 0,2 * €700 \text{ milioni} = €140 \text{ milioni}$.

⁸³ Si esplicita il calcolo effettuato: $€1.200 \text{ milioni} - €500 \text{ milioni} - \text{circa } €483 \text{ milioni} - €140 \text{ milioni} = \text{circa } €77 \text{ milioni}$.

2.1 *Remunerazione, incentivi e rischi di comportamento opportunistico della private equity firm*

La remunerazione della *private equity firm* è un argomento di crescente interesse, soprattutto dopo che parte della stampa finanziaria e della dottrina economica hanno criticato le politiche remunerative delle *private equity firms* ritenendole eccessivamente onerose e squilibrate a favore delle *private equity firms*.⁸⁴ Nello specifico, la *private equity firm* viene, indirettamente, remunerata attraverso quattro canali: (i) commissioni di gestione a favore dell'*advisory company*; (ii) commissioni sulla *performance* a favore del *general partner*; (iii) proventi derivanti dall'investimento diretto a favore del *general partner*; e (iv) corrispettivo per servizi resi a *portfolio companies* e altre commissioni a favore dell'*advisory company*. Ciascuno dei quattro canali di remunerazione sarà di seguito analizzato al fine di determinare in quali casi, e in quale misura, gli interessi della *private equity firm* e degli investitori divergano.

Commissioni di gestione. Le commissioni annue di gestione, dovute dal fondo di *private equity* all'*advisory company*, sono tipicamente pari al 2% del patrimonio in gestione al fondo (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Poiché il fondo ha normalmente una durata di dieci anni, in termini assoluti, esso deve generare profitti almeno pari al 25%⁸⁵ del patrimonio in gestione solo per compensare il costo delle commissioni in oggetto.⁸⁶ Il peso economico delle commissioni di gestione grava (sostanzialmente) sugli investitori e giova (indirettamente) alla *private equity firm*. La *private equity firm* ha incentivi a creare fondi il cui

⁸⁴ PHALIPPOU L., *Beware of Venturing into Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, cit., 150; e MCCRUM D., *Private Equity Profits called into questions*, in *Financial Times*, 23 gennaio 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d3b9614a-42f1-11e1-b756-00144feab49a.html#axzz3JR9PS9I7>, consultato il 18 novembre 2014.

⁸⁵ Si ipotizzi un fondo il cui patrimonio in gestione è €500 milioni, che abbia durata di 10 anni e le cui commissioni annue di gestione sono pari al 2% del patrimonio in gestione; in tal caso il totale pagato dal fondo in commissioni di gestione nel corso dei 10 anni sarà €100 milioni e il capitale disponibile per investimenti sarà €400 milioni; per compensare il costo delle commissioni di gestione il fondo dovrà generare un ritorno di almeno il 25% del capitale disponibile per investimenti ($€400m * X = €100m$; $X = €100m / €400m$; $X = 25\%$).

⁸⁶ IANNOTTA, G., *Investment Banking – A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Berlino (Germania), Springer-Verlag, 2010, 19 ss.

patrimonio in gestione sia sempre maggiore e a minimizzare i costi operativi dell'*advisory company*, perché le commissioni di gestione sono direttamente proporzionali al patrimonio in gestione al fondo e non sono correlate né al rendimento del fondo, né ai costi operativi sostenuti dall'*advisory company*.⁸⁷ Si osserva, inoltre, che gli incentivi della *private equity firm* potrebbero condurre alla formazione di un fondo sovradimensionato rispetto all'offerta di investimenti in *portfolio companies*, tale da impedire al fondo di impiegare la totalità del patrimonio in gestione o da indurre il fondo ad effettuare investimenti sub-ottimali. Come osservato criticamente da alcuni autori, è accaduto che l'importo delle commissioni in oggetto diventasse significativo al punto da costituire circa 2/3 dei ricavi attesi da alcune *private equity firms* a prescindere dal rendimento dei propri fondi di *private equity*.⁸⁸ In breve, le commissioni di gestione, come tipicamente strutturate (ossia 2% del patrimonio in gestione per ogni anno di attività del fondo), generano un disallineamento degli interessi delle parti perché remunerano la *private equity firm* anche nel caso in cui i rendimenti del fondo siano negativi o inferiori alle aspettative.⁸⁹ Da un punto di vista qualitativo gli interessi delle parti sono sempre disallineati, però il disallineamento è meno pronunciato nel caso in cui il rendimento del fondo sia positivo perché, in tale caso, l'utilità (per gli investitori) derivante dal superiore rendimento del fondo compenserebbe la disutilità (per gli investitori) derivante dal costo delle commissioni di gestione.⁹⁰

Commissioni sulla performance. Le commissioni sulla *performance*, dovute dal fondo al *general partner*, sono tipicamente pari al 20% degli eventuali profitti

⁸⁷ BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, in *Emory Center for Alternative Investments papers*, 2010, 6 ss., http://goizueta.emory.edu/Faculty/cai/documents/ECAI_Alignment.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: An Explanatory Guide*, cit., 2.

⁸⁸ METRICK A. & YASUDA A., *The Economics of Private Equity Funds*, in *Review of Financial Studies*, vol. 23, 2010, 2303-2341.

⁸⁹ BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss. e GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: An Explanatory Guide*, cit., 2.

⁹⁰ *Ibidem*.

del fondo e sono esigibili solo dopo una distribuzione prioritaria degli eventuali profitti a favore dei *limited partners* in maniera tale da assicurare loro un rendimento minimo dei capitali conferiti (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Le commissioni sulla *performance* hanno caratteristiche simili a un'opzione d'acquisto di quote del fondo: così come un'opzione di acquisto verrebbe esercitata solo nel caso generi profitti, così le commissioni sulla *performance* sono dovute solo in caso di profitti del fondo.⁹¹ Il loro valore è pertanto funzione: (i) del rendimento atteso⁹² degli investimenti effettuati dal fondo; (ii) della volatilità dei rendimenti degli investimenti effettuati dal fondo;⁹³ (iii) del tempo restante alla scadenza del fondo; (iv) dei capitali conferiti dagli investitori e dell'eventuale tasso interno di rendimento minimo (*hurdle rate*) del fondo; e (v) dei tempi e priorità nella distribuzione dei proventi del fondo.⁹⁴ Solo il rendimento atteso degli investimenti e la loro volatilità – quindi i punti (i) e (ii) di cui sopra – dipendono dalle scelte d'investimento del *general partner* e verranno quindi isolati e analizzati.⁹⁵ Quanto al rendimento atteso, gli interessi del *general partner* e degli investitori sono perfettamente allineati poiché, a parità di altri fattori, tra due possibili investimenti, il *general partner* sarà incentivato a scegliere

⁹¹ COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit., 11; per approfondimenti v. FENN G. W., LIANG N. & PROWSE S., *The Private Equity Market: An Overview*, in *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, vol. 6, n. 4., 1997, 1-106 e SAHLMAN W. A., *The Structure and Governance of Venture Capital Organization*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, 473-521.

⁹² Per rendimento atteso di un investimento, s'intende la media ponderata dei possibili rendimenti futuri di tale investimento, dove i fattori di ponderazione sono rappresentati dalle rispettive probabilità di realizzazione (ad esempio, se ci si aspetta che un investimento di €100 abbia un rendimento di €120 con probabilità del 60% e un rendimento di €90 con probabilità del 40%, il rendimento atteso sarà $€120 \cdot 0,6 + €90 \cdot 0,4 = €72 + €36 = €108$); per approfondimenti v. BREALEY R. A., MYERS S. C. & ALLEN F., *Principles of Corporate Finance. Global Edition.*, cit., 193 ss.

⁹³ Per volatilità dei rendimenti degli investimenti effettuati dal fondo, s'intende la misura della probabile variazione di tali rendimenti; la volatilità misura l'ampiezza dell'oscillazione (non il senso); per approfondimenti v. BREALEY R. A., MYERS S. C. & ALLEN F., *Principles of Corporate Finance. Global Edition.*, cit., 80 ss.

⁹⁴ BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss.; per approfondimenti v. BREALEY R. A., MYERS S. C. & ALLEN F., *Principles of Corporate Finance. Global Edition.*, cit., 553 ss.

⁹⁵ BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss.

l'investimento avente rendimento atteso maggiore. Quanto invece alla volatilità, il valore delle commissioni sulla *performance* (come un'opzione d'acquisto) aumenta all'aumentare della volatilità (quindi del profilo di rischio) del portafoglio investimenti del fondo, ciò fa sì che la propensione al rischio del *general partner* non sia allineata a quella degli investitori perché il *general partner* partecipa agli eventuali profitti di tali investimenti in misura più che proporzionale al proprio investimento diretto.⁹⁶ Occorre quindi esaminare la correlazione tra rendimento atteso del fondo e incentivi del *general partner* a incrementare la volatilità (quindi del profilo di rischio) del portafoglio investimenti del fondo. Quando il rendimento atteso del fondo è negativo (ossia tale da attendersi che il fondo non sia nemmeno in grado di rimborsare il capitale conferito dagli investitori), il *general partner* avrà incentivi a incrementare la volatilità (quindi il profilo di rischio) del portafoglio investimenti per massimizzare la probabilità, sia pur remota, di ricevere il pagamento delle commissioni sulla *performance*.⁹⁷ Quando, invece, il rendimento atteso del fondo è neutro (ossia tale da attendersi che il fondo sia in grado di rimborsare i capitali conferiti dagli investitori insieme alla distribuzione prioritaria loro riservata e che le commissioni sulla *performance* potrebbero essere pagabili), il *general partner* avrà incentivi ancora più forti ad incrementare la volatilità (quindi il profilo di rischio) del portafoglio investimenti del fondo, sì da incrementare il valore atteso delle proprie commissioni sulla *performance*; ciò si spiega perché nello scenario in oggetto la probabilità di ricevere commissioni sulla *performance* è maggiore.⁹⁸ Quando, infine, il rendimento del fondo è positivo (ossia tale da attendersi che profitti vengano distribuiti agli investitori e che le commissioni sulla *performance*

⁹⁶ COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, cit., 11; STEINDL M., *The Alignment of Interest between the General and the Limited Partner in a Private Equity Fund – the Ultimate Governance Nut to Crack?*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2013, 7, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/tag/martin-steinidl/>, consultato il 18 novembre 2014.

⁹⁷ BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss.

⁹⁸ *Ibidem*.

siano pagabili), il *general partner* avrà incentivi a incrementare la volatilità (quindi il profilo di rischio) del portafoglio investimenti, sebbene inferiori allo scenario in cui il rendimento atteso del fondo è neutro; ciò si spiega perché nello scenario in oggetto il *general partner* avrà interesse a non incrementare la rischiosità al punto di compromettere del tutto il pagamento delle commissioni sulla *performance*.

Proventi derivanti dall'investimento diretto. L'investimento diretto del *general partner* (quindi, indirettamente, della *private equity firm*) nel fondo è, tipicamente, compreso tra l'1% e il 5% del patrimonio in gestione al fondo (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Tale investimento diretto è, evidentemente, finalizzato ad allineare gli interessi del *general partner* e dei *limited partners*, avvenendo alle stesse condizioni.⁹⁹ Tuttavia, nella prassi, l'investimento diretto può anche avvenire mediante compensazione o rinuncia a crediti futuri (ad esempio crediti relativi alle commissioni di gestione). Sebbene la fonte di finanziamento dell'investimento diretto del *general partner* possa apparire irrilevante, la finanza comportamentale (*behavioral finance*) sembra suggerire che gli incentivi del *general partner* sarebbero maggiormente allineati a quelli dei *limited partners* nel caso in cui l'investimento venga realizzato mediante capitali propri del *general partner* o indebitamento (dunque sacrificando parte del patrimonio esistente).¹⁰⁰ Assumendo che l'investimento diretto del *general partner* avvenga con capitali

⁹⁹ DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 55.

¹⁰⁰ Ciò sembra almeno in parte riconducibile al cosiddetto "*endowment effect*", nozione introdotta da Thaler, v. THALER R. H., *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, 2008, 39-60. In particolare, l'*endowment effect* è stato illustrato mediante una serie di esperimenti (condotto da Kahneman, Knetsch e Thaler) in cui ad un gruppo di individui viene regalata una tazza da colazione e viene consentito loro di venderla o scambiarla con un altro bene; dalla ricerca emerge che il prezzo al quale gli individui sono disposti a cedere la tazza è circa due volte superiore al prezzo al quale i medesimi individui sarebbero disposti ad acquistarla; l'*endowment effect* risiede pertanto nella divergenza tra "*willingness to accept*" e "*willingness to pay*" e, specificamente, riguarda la tendenza ad attribuire un valore maggiore ad un bene quando è nel possesso, per approfondimenti v. THALER R. H., *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*, cit., e KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L., & THALER, R. H., *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 6, 1990, 1325 ss.

propri, tale investimento dovrebbe allineare gli interessi delle parti in tutti gli scenari di rendimento del fondo.

Corrispettivo per servizi resi a *portfolio companies* e altre commissioni. La *private equity firm* ha forti incentivi a offrire servizi e realizzare attività che generino commissioni a favore del *general partner*, dell'*advisory company* o di altri soggetti affiliati o riconducibili alla *private equity firm*. Tali incentivi sono in conflitto con l'interesse degli investitori a minimizzare il costo per i servizi offerti al fondo o alle *portfolio companies* (il cui peso economico grava, sostanzialmente, sugli investitori). In alcuni casi l'*advisory company* addebita al fondo commissioni forfettarie (*transaction fees*) per operazioni societarie relative alle *portfolio companies* (ad esempio, investimenti, disinvestimenti, aumenti di capitale e altre operazioni societarie straordinarie). L'addebito di queste commissioni, essendo scollegato dagli oneri o costi per l'*advisory company*, sembra creare incentivi per l'*advisory company* a realizzare operazioni societarie o perseguire altre opportunità che possano generare commissioni.

In sintesi, la remunerazione della *private equity firm* secondo gli attuali termini di mercato crea un disallineamento tra gli interessi della *private equity firm* e quelli degli investitori che è più marcato nello scenario in cui il rendimento atteso del fondo è neutro, inferiore nello scenario in cui il rendimento atteso del fondo è negativo e minimo nello scenario in cui il rendimento atteso del fondo è positivo. Segue una tabella che schematizza i risultati dell'indagine qualitativa di cui sopra relativa all'allineamento/disallineamento degli interessi della *private equity firm* e degli investitori in un fondo di *private equity*, in funzione del rendimento atteso di tale fondo.

Tabella 12 – Schematizzazione allineamento/disallineamento interessi *private equity firm* (vs) interessi investitori in funzione del rendimento atteso del fondo

	Rendimento atteso del fondo di <i>private equity</i>		
	Negativo ^(*)	Neutro ^(**)	Positivo ^(***)
Commissioni di gestione	Disallineati	Disallineati	Disallineamento lieve/trascurabile
Commissioni sulla performance	Disallineamento lieve/trascurabile	Disallineati	Disallineamento lieve/trascurabile
Investimento diretto	Allineati	Allineati	Allineati
Corrispettivo servizi e altre commissioni	Disallineati	Disallineati	Disallineati

(*) no profitti; no rimborso capitali a investitori

(**) rimborso capitali a investitori; profitti limitati; possibile pagamento commissioni sulla *performance*

(***) rimborso capitali a investitori; profitti tali da generare commissioni sulla *performance*

Fonte: Elaborazione propria sulla base di BAKS K. P. & BENVENISTE L.M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss.

2.2 Raccomandazioni per un migliore allineamento degli interessi della *private equity firm* e degli investitori

Avendo osservato che la remunerazione della *private equity firm* secondo gli attuali termini di mercato crea un disallineamento tra gli interessi della *private equity firm* e gli interessi degli investitori, resta da determinare se e quali correttivi possano essere introdotti. In quest'ottica verranno di seguito illustrate diverse opzioni secondo cui strutturare i quattro canali principali di tale remunerazione – ossia, commissioni di gestione, commissioni sulla *performance*, proventi derivanti dall'investimento diretto e corrispettivi per servizi resi a *portfolio companies* o altre commissioni – al fine di determinare quali opzioni consentano di allineare maggiormente gli interessi delle parti.

Commissioni di gestione. Gli attuali termini di mercato relativi alle commissioni di gestione prevedono il pagamento annuo di una percentuale (1,5%-2,5%) del patrimonio in gestione al fondo (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Ciò crea un disallineamento tra gli interessi del fondo di *private equity* e gli investitori perché

le commissioni non sono correlate al rendimento del fondo e remunerano la *private equity firm* esclusivamente in base alla dimensione del fondo (v. *supra* cap. II, par. 2.1). Anche alla luce della prassi di mercato sembra che le commissioni di gestione possano essere strutturate secondo, almeno, quattro opzioni che saranno di seguito brevemente illustrate e analizzate:

- (a) *Percentuale fissa (1,5%-2,5%) della somma di (i) valore di mercato degli investimenti realizzati e (ii) capitali a disposizione del fondo.* Questa opzione è stata frequentemente utilizzata nel mercato statunitense negli anni '80 ma successivamente abbandonata, probabilmente perché troppo onerosa e complessa da gestire.¹⁰¹ La correlazione tra importo delle commissioni e valore di mercato degli investimenti, sembra poter allineare (anche se solo in parte) gli incentivi delle parti a massimizzare i rendimenti del fondo. Tuttavia, l'opzione in oggetto appare problematica in quanto: (i) crea conflitti tra le parti – o quantomeno ulteriori costi – per la determinazione del valore di mercato degli investimenti; e (ii) potrebbe incentivare il fondo di *private equity* a ritardare i disinvestimenti anche quando gli interessi degli investitori sarebbero massimizzati da disinvestimenti più celeri, poiché ad essi conseguirebbe una riduzione delle commissioni di gestione per l'*advisory company*. Rispetto agli attuali termini di mercato, l'opzione (a) sembra peggiorativa sia per la *private equity firm*, sia per gli investitori.
- (b) *Nei primi 5 anni, percentuale fissa (1,5%-2,5%) del patrimonio in gestione; successivamente, progressiva riduzione di tale percentuale.* Questa opzione riconosce che dopo la conclusione del ciclo di investimento (tipicamente dopo il quinto anno dalla formazione del fondo; v. *supra* cap. I, par. 3) gli oneri dell'*advisory company* sono minori e, pertanto, le commissioni di gestione devono essere adeguate. Rispetto agli attuali termini di mercato, l'opzione (b) appare migliorativa per gli investitori perché riduce l'importo

¹⁰¹ LEVIN, J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1004; IANNOTTA, G., *Investment Banking – A Guide to Underwriting and Advisory Services*, cit., 22 ss.

complessivo delle commissioni in oggetto, tuttavia le commissioni di gestione non sono correlate al rendimento del fondo e, pertanto, gli interessi delle parti non sembrano perfettamente allineati.

- (c) *Compensazione (totale o parziale) tra commissioni di gestione e commissioni di monitoraggio a carico delle portfolio companies.* Alcune *private equity firms* hanno recentemente annunciato l'intenzione di rivedere i meccanismi di calcolo di alcune commissioni anticipando la possibilità che le commissioni di gestione possano essere compensate (in tutto o in parte) con le commissioni di monitoraggio a carico delle *portfolio companies* (v. *infra* cap. II, par. 1.2).¹⁰² Questa opzione (suggerita dalle stesse *private equity firms*) sembra postulare (e quindi ammettere) che gli attuali termini di mercato generino una duplicazione di compensi per la *private equity firm*. Rispetto agli attuali termini di mercato, l'opzione (c) appare migliorativa per gli investitori, tuttavia le commissioni di gestione non sono correlate al rendimento del fondo e, pertanto, gli interessi delle parti non sono perfettamente allineati.
- (d) *Commissioni di gestione pari a costi operativi dell'advisory company.* Questa opzione intende eliminare valenza remunerativa alle commissioni di gestione, lasciando loro il compito di rimborsare l'*advisory company* per i costi da essa sostenuti per la gestione operativa del fondo. L'opzione (d) sembra essere superiore agli attuali termini di mercato e alle altre opzioni perché, privando le commissioni in oggetto di valenza remunerativa, elimina il principale fattore distorsivo dell'allineamento tra gli interessi degli investitori e gli interessi della *private equity firm*.

Commissioni sulla performance. Gli attuali termini di mercato relativi alle commissioni sulla *performance* prevedono il pagamento di commissioni pari al 20% degli eventuali profitti del fondo, dopo una distribuzione prioritaria degli

¹⁰² MAREMONT M. & SPECTOR M., *Blackstone to Curb Controversial Fee Practice*, in *Wall Street Journal*, 7 ottobre 2014, <http://online.wsj.com/articles/blackstone-to-curb-controversial-fee-practice-1412714245>, consultato il 17 novembre 2014.

eventuali profitti a favore dei *limited partners* affinché essi percepiscano un rendimento minimo dei capitali conferiti (*hurdle rate*) pari a un tasso interno di rendimento del 5%-9% (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Ciò può creare un disallineamento tra gli interessi del fondo di *private equity* e gli investitori (v. *supra* cap. II, par. 2.1). Anche alla luce della prassi di mercato sembra che le commissioni di gestione possano essere strutturate secondo, almeno, tre opzioni che saranno di seguito brevemente illustrate e analizzate:

- (a) *Pagamento delle commissioni sulla performance secondo il modello “americano” (ossia a chiusura di ogni ciclo di investimento).*¹⁰³ In questa opzione la distribuzione dei proventi derivanti dal disinvestimento avviene alla conclusione di ogni ciclo di investimento (non alla chiusura del fondo). Quest'opzione sembra, tuttavia, esacerbare il disallineamento degli interessi delle parti perché consentirebbe alla *private equity firm* di incassare commissioni sulla *performance* anche nel caso in cui il rendimento complessivo del fondo fosse negativo (ad esempio nel caso in cui il fondo abbia generato un solo investimento positivo i cui profitti siano inferiori alle perdite generate da tutti gli altri investimenti). Nello specifico, quest'opzione incentiverebbe l'assunzione di rischi eccessivi e il ritardo di disinvestimenti il cui rendimento atteso sia negativo o non sembri dare titolo a pagamenti di commissioni sulla *performance*.
- (b) *Pagamento delle commissioni sulla performance secondo il modello “americano” con meccanismo di compensazione tra gli investimenti e aggiustamento dell'importo delle commissioni sulla performance.* Come l'opzione (a) ma con un meccanismo di *malus* o restituzione (*claw back*) nel caso in cui, tenuto conto del rendimento complessivo del fondo, siano state pagate commissioni in eccesso. Questa opzione sembra superiore all'opzione (a), perché le commissioni sulla *performance* sarebbero

¹⁰³ SCHELL J., *Private Equity Funds. Business Structure and Operations*, New York (Stati Uniti), Law Journal Press, 2006.

paramtrate all'andamento complessivo del fondo. Tuttavia, si creerebbero ulteriori costi per il monitoraggio e l'attuazione dei meccanismi di compensazione e aggiustamento.¹⁰⁴

- (c) *Pagamento delle commissioni sulla performance secondo il modello "europeo" (ossia a chiusura del ciclo di vita del fondo)*. Questa opzione sembra superiore alle precedenti perché fa sì che le commissioni sulla *performance* siano paramtrate al rendimento complessivo del fondo ma non prevede aggravati di costi e oneri.

Tuttavia, in nessuna delle opzioni sopra esposte sembra possibile eliminare completamente il rischio che la *private equity firm* assuma rischi eccessivi (sì da incrementare la volatilità del portafoglio investimenti e, quindi, incrementare il valore atteso delle commissioni sulla *performance*) semplicemente modificando i termini economici e i tempi di pagamento delle commissioni sulla *performance*.

Proventi derivanti dall'investimento diretto. Gli attuali termini di mercato relativi all'investimento diretto del *general partner* (quindi, indirettamente, della *private equity firm*) nel fondo prevedono un investimento compreso tra l'1% e il 5% del patrimonio in gestione al fondo, in base alle dimensioni del fondo (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Come illustrato tale investimento, generalmente, allinea gli incentivi delle parti (v. *supra* cap. II, par. 2.1). La letteratura economica sottolinea, tuttavia, la maggiore efficacia di un investimento diretto effettuato mediante esborso di capitali rispetto a uno effettuato mediante rinuncia a crediti futuri. Si osserva, inoltre, che maggiore è la disutilità per la *private equity firm* derivante dalla perdita dell'investimento diretto, maggiore è l'allineamento degli interessi tra *private equity firm* e investitori. In tale ottica sarebbe auspicabile che

¹⁰⁴ Per completezza si osserva che, nel caso in cui il meccanismo di aggiustamento preveda la semplice restituzione del pagamento ricevuto in eccesso senza interessi, la *private equity firm* potrebbe avere un incentivo – disallineato dagli interessi degli investitori – a ritardare disinvestimenti a rendimento atteso negativo al fine di posticipare la restituzione dei pagamenti ricevuti in eccesso e continuare a beneficiare del rendimento su tali pagamenti ricevuti in eccesso.

l'investimento diretto del *general partner* sia intrasferibile fino alla scadenza del fondo per assicurare la continuità dell'allineamento degli interessi.¹⁰⁵

Corrispettivo per servizi resi a *portfolio companies* e altre commissioni. Gli attuali termini di mercato prevedono l'addebito dei costi per servizi resi dall'*advisory company* alle *portfolio companies*; in alcuni casi l'*advisory company* può anche addebitare commissioni forfettarie (*transaction fees*) per operazioni societarie (v. *supra* cap. II, par. 1.2). Il conflitto d'interessi tra *private equity firm* e investitori nasce dal fatto che la *private equity firm* potrebbe avere incentivi a offrire servizi e realizzare attività che generino commissioni a favore del *general partner*, dell'*advisory company* o di altri soggetti affiliati o riconducibili alla *private equity firm* (v. *supra* cap. II, par. 2.1). Non sembra possibile eliminare il rischio di comportamento opportunistico della *private equity firm* con riferimento all'offerta di servizi alle *portfolio companies* modificando solo i termini economici dei corrispettivi. Sarebbe, tuttavia, opportuno eliminare del tutto le commissioni per operazioni societarie in quanto esse non sono correlate al rendimento del fondo e sono potenzialmente duplicative della remunerazione della *private equity firm*.

In sintesi, le principali raccomandazioni per migliorare l'allineamento degli interessi della *private equity firm* e degli investitori con riferimento ai termini economici della remunerazione della *private equity firm* possono essere riassunte come segue:

¹⁰⁵ LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1004.

Tabella 13 – Raccomandazioni per migliorare l'allineamento tra interessi *private equity firm* e interessi investitori

	Rischi derivanti da remunerazione secondo gli attuali termini di mercato	Raccomandazioni
Commissioni di gestione	Non correlate a rendimento del fondo; creano incentivo all'incremento della grandezza del fondo con conseguente rischio che il fondo non riesca a impiegare la totalità del patrimonio in gestione o lo impieghi in investimenti sub-ottimali.	Commissioni di gestione correlate a costi operativi per la <i>private equity firm</i> (non al patrimonio in gestione).
Commissioni sulla performance	<i>Private equity firm</i> partecipa, in modo più che proporzionale al proprio investimento diretto, ai profitti ma non alle perdite del fondo (modello economico simile a opzione d'acquisto); <i>private equity firm</i> ha incentivo ad aumentare la volatilità del portafoglio investimenti per massimizzare il valore atteso delle commissioni sulla <i>performance</i> .	Distribuzione degli eventuali profitti alla <i>private equity firm</i> secondo la "modalità europea" (ossia alla chiusura del fondo e non alla chiusura di ogni singolo ciclo di investimento in <i>portfolio companies</i>).
Investimento diretto	Se investimento diretto non è realizzato mediante esborso di capitali propri, rischio che la <i>private equity firm</i> non avverta di avere "interessi in gioco" e assuma rischi eccessivi nella gestione del portafoglio investimenti.	Investimento diretto realizzato mediante esborso di capitali propri; divieto di trasferimento della partecipazione del <i>general partner</i> nel fondo.
Corrispettivo servizi e altre commissioni	<i>Private equity firm</i> ha incentivo a massimizzare servizi offerti a <i>portfolio companies</i> perché fonte di ricavi nonché, qualora siano previste commissioni per operazioni societarie (<i>transaction fees</i>), a coinvolgere <i>portfolio companies</i> in operazioni societarie che generino il pagamento di tali commissioni per operazioni societarie.	No commissioni per operazioni societarie (perché duplicative della remunerazione della <i>private equity firm</i> e distorsive dell'allineamento degli interessi delle parti).

Fonte: Elaborazione propria sulla base di BAKS K. P. & BENVENISTE L.M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, cit., 6 ss.

Le raccomandazioni di cui sopra sono in linea sia con le linee guida e *best practices* proposte dall'AIFI¹⁰⁶ sia con quelle proposte dall'International Limited

¹⁰⁶ AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012, 25 ss., www.aifi.it/?wpdmact=process&did=MzU0LmhvdGxpbms=, consultato il 21 novembre 2014, secondo cui: «[sta] alla responsabilità e alla professionalità dell'investitore negoziare con il gestore un livello commissionale che tenga conto della dimensione e delle caratteristiche del fondo da un lato e della struttura dei costi del gestore dall'altro»; «bisogna richiamare l'attenzione sulla finalità [delle commissioni sulla performance]: un mezzo per incentivare il gestore non solo ad ottenere un capital gain, ma ad ottenerlo in una misura tale che il

Partners Association (ILPA),¹⁰⁷ ma soprattutto con gli obblighi sulle politiche e prassi remunerative (v. *infra* cap. III, par. 2.2.6) di cui alla direttiva europea 2011/61/EU relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito, “Direttiva GEFIA”) nonché con gli orientamenti dell’Autorità europea degli strumenti finanziari e mercati (ESMA) per sane politiche retributive a norma della Direttiva GEFIA.¹⁰⁸

Per completezza si osserva che l’analisi qualitativa sul disallineamento tra gli interessi della *private equity firm* e gli interessi degli investitori creato dagli attuali termini di mercato relativi alla remunerazione (indiretta) della *private equity firm* e l’illustrazione di possibili opzioni tese a mitigare tale disallineamento non prende in considerazione il costo reputazionale cui andrebbe incontro una *private equity firm* nell’assumere comportamenti opportunistici in danno dei propri investitori.¹⁰⁹ In particolare, nel caso in cui la *private equity firm*

rendimento per l’investitore, al netto [delle commissioni sulla performance], sia remunerativo del rischio specifico di un investimento di lungo termine e scarsamente liquido».

¹⁰⁷ ILPA, *Private Equity Principles*, v. 2.0, 2011, 5, <http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>, consultato il 18 novembre 2014, secondo cui: «Management fees should be based on reasonable operating expenses and reasonable salaries, as excessive fees create misalignment of interests» e «[a]lignment of interest between [limited partners] and [general partners] is best achieved when [general partners]’ wealth creation is primarily derived from carried interest and returns generated from a substantial equity commitment to the fund, and when [general partners] receive a percentage of profits after [limited partners] return requirements are met. [General partner] wealth creation from excessive management, transaction or other fees and income sources, reduces alignment of interest. We continue to believe that a [general partner]’s own capital at risk serves as the greatest incentive for alignment of interests. [General partner] equity interests in funds primarily made through cash contributions result in higher alignment of interest with [limited partners] compared to those made through the waiver of management fees.»

¹⁰⁸ Si veda, in particolare, l’art. 13 della direttiva 2011/61/EU in base al quale gli Stati membri impongono ai gestori dei fondi l’obbligo di applicare «politiche e prassi remunerative che riflettano e promuovano una gestione sana ed efficace del rischio e che non incoraggiano un’assunzione di rischi non coerente con i profili di rischio, con il regolamento o i documenti costitutivi dei [fondi di investimento alternativi] che gestiscono»; v. anche l’allegato II della direttiva 2011/61/EU e gli orientamenti ESMA/2013/232 del 1 luglio 2013 rubricati “Orientamenti per sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA”.

¹⁰⁹ Per un’analisi dell’effetto deterrente dei costi reputazionali limitatamente al mercato del *venture capital* v. ATANASOV V., IVANOV V. & LITVAK K., *Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in The VC Industry? Evidence from Litigation against VCs*, in *Journal of Finance*, vol. 67, n. 6, 2012, 2215 ss. Gli autori, dopo aver esaminato un campione di contenziosi relativo a *venture capital firms*, conclude che *venture capital firms* più affermate hanno minore probabilità di essere convenute in giudizio e che i costi reputazionali per un *venture capital firm* fungono da

ponesse in essere condotte opportunistiche, il rischio sarebbe che essa incontri maggiori difficoltà nella raccolta di capitali da parte di investitori per la costituzione e organizzazione di nuovi fondi.

Si osserva, infine, che da una recente indagine condotta tra gli investitori in fondi di *private equity* emerge la crescente percezione (da parte degli investitori) che gli attuali termini di mercato relativi alla remunerazione della *private equity firm* – il cosiddetto modello del “*two and twenty*”¹¹⁰ – non siano in grado di allineare gli interessi delle parti e che sia necessario rivedere, con priorità, gli attuali termini economici relativi alle commissioni di gestione e alle commissioni sulla *performance*.¹¹¹ È stato inoltre osservato che la pressione degli investitori per la riduzione delle commissioni sulla gestione ha recentemente avuto come reazione il crescente ricorso a strutture di co-investimento – solitamente riservate a interventi straordinari di investitori esterni al fondo (v. *supra* cap. II, par. 1.1) – grazie alle quali gli investitori possono partecipare all’opportunità di investimento *pari passu* col fondo e senza pagare commissioni di gestione o commissioni sulla *performance*.¹¹² È evidente che il ricorso generalizzato a strutture di co-investimento annichirebbe il modello economico del *private equity* che postula il pagamento di commissioni di gestione e commissioni di *performance* ed è altrettanto evidente che le indagini di mercato confermano la pressione degli

deterrente contro comportamenti opportunistici. Si osserva, tuttavia, che la ricerca è stata condotta con riferimento ad un limitato ambito soggettivo e non è generalizzabile al mercato del *private equity* in assenza di ulteriori ricerche ed evidenze empiriche.

¹¹⁰ Nella prassi, per modello del “*two and twenty*” – con particolare riferimento ai fondi che si specializzano in interventi per il cambio di controllo – s’intende il complesso dei seguenti termini di mercato per la remunerazione della *private equity firm*: (i) commissioni di gestione del 2% del patrimonio in gestione al fondo; (ii) commissioni sulla *performance* 20% dei profitti; (iii) tasso interno minimo garantito (*hurdle rate*) 5%-9%; e (iv) investimento diretto del *general partner* nel capitale del fondo 1%-5% del patrimonio in gestione; PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 94 ss.

¹¹¹ PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 95 ss.

¹¹² PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, cit., 40 ss; MCCAHERY J. A. & VERMEULEN E. P. M., *Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis: The End of ‘Two and Twenty’ and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements*, in *ECGI – Law Working Paper*, n. 231/2013, 2013.

investitori per la revisione del modello del “*two and twenty*” nella ricerca di un sistema che permetta un maggiore allineamento tra gli interessi delle *private equity firms* e gli interessi degli investitori. Quanto sopra rafforza le considerazioni e raccomandazioni formulate per un migliore allineamento degli interessi delle parti.

3. Impatto economico del *private equity*: creazione di valore?

In questo paragrafo verrà ricostruito criticamente il complesso quadro relativo all'impatto economico del *private equity*. La ricostruzione muoverà dalle critiche avanzate dall'opinione pubblica, per poi analizzare gli studi della letteratura economica e si chiuderà con l'illustrazione di una tesi innovativa che mette in relazione il *private equity* con il mercato dei capitali di debito (ossia dei finanziamenti alle imprese).

3.1 Opinione pubblica e *private equity*

Nel 2005 Franz Münterfering (esponente del partito social-democratico tedesco) paragonava le *private equity firms* a «sciame di locuste che si posano sulle imprese, saccheggiandole prima di andare oltre». ¹¹³ Negli anni successivi, soprattutto a seguito della crisi dei mutui “*sub-prime*”, l'opinione pubblica ha continuato a indagare con crescente sospetto l'impatto economico del *private equity* e certamente non sono passate inosservate e senza critiche le stravaganze di alcuni esponenti dell'industria del *private equity* ¹¹⁴ mentre l'economia reale soffriva una delle peggiori crisi economiche dopo la grande depressione del

¹¹³ THE ECONOMIST, *Locust, pocus*, in *The Economist*, 5 maggio 2005, <http://www.economist.com/node/3935994>, consultato il 22 novembre 2014, in cui si riportano le parole di Franz Münterfering: «swarms of locusts that fall on companies, stripping them bare before moving on».

¹¹⁴ Ci si riferisce, in particolare, all'ingaggio milionario pagato per l'esibizione privata, durata circa 30 minuti, del cantante Rod Stewart in occasione della festa di compleanno del *chairman* e CEO del fondo Blackstone Group nel 2008; STEWART J. B., *The Birthday Party. How Stephen Schwarzman became private equity's designated villain*, in *The New Yorker*, 11 febbraio 2008, <http://www.newyorker.com/magazine/2008/02/11/the-birthday-party-2>, consultato il 22 novembre 2014.

1929.¹¹⁵ Gli oppositori di Mitt Romney, *partner* del fondo di *private equity* Bain Capital e candidato alla presidenza degli Stati Uniti nel 2012, alimentarono ulteriormente il dibattito sostenendo che l'obiettivo delle *private equity firms* «non è creare posti di lavoro... ma creare ricchezza per se stesse e per i propri investitori».¹¹⁶ Non mancarono interventi dai toni più moderati, nei quali si riconobbe che la letteratura economica non supporta del tutto le posizioni dei detrattori del *private equity*.¹¹⁷ Resta il fatto che l'opinione pubblica vede ancora il *private equity* con sospetto, probabilmente a causa della riservatezza od opacità, a seconda dei punti di vista, con cui l'industria ha potuto operare prima delle recenti riforme regolamentari (v. *infra* cap. III).¹¹⁸

3.2 *Analisi della dottrina*

Anche al fine di poter valutare in maniera analitica le critiche mosse dall'opinione pubblica al *private equity*, verranno di seguito analizzate le conclusioni raggiunte dalla dottrina in merito all'impatto economico del *private equity*, con particolare riguardo alle seguenti questioni: (i) se e in quale misura il *private equity* genera profitti per le *private equity firms* e per gli investitori in fondi di *private equity*; (ii) quali sono gli effetti del *private equity* sulle *portfolio companies* e sugli *stakeholders* (tra cui, ad esempio, lavoratori, creditori sociali e fornitori commerciali); e (iii) se l'effetto economico netto del *private equity* è positivo ed esso, quindi, crea valore.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ BRITAIN B., *Obama compares Romney's rhetoric to 'cow pie of distortion'*, in *CNN Politics*, 25 maggio 2012, <http://whitehouse.blogs.cnn.com/2012/05/25/obama-compares-romneys-rhetoric-to-cow-pie-of-distortion/>, consultato il 22 novembre 2014, nel quale si riportano le parole di Barack Obama: «[t]he main goal of a financial firm like Gov. Romney's is not to create jobs.... Their main goal is to create wealth for themselves and their investors».

¹¹⁷ DAVIDOFF S. M., *Dealbook; With Private Equity Under Attack, Academia Tries to Quantify Its Value*, in *The New York Times*, 25 gennaio 2012, <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9803E6D91F39F936A15752C0A9649D8B63>, consultato il 22 novembre 2014.

¹¹⁸ SPANGLER T., *Private Equity's Public Image Issues*, in *Forbes*, 4 ottobre 2013, <http://www.forbes.com/sites/timothyspangler/2013/04/10/private-equitys-public-image-issues/>, consultato il 22 novembre 2014.

3.2.1 *Rilievi negativi: (i) mero artificio finanziario; (ii) eccessivo indebitamento; (iii) riduzione livelli occupazionali; (iv) profitti a carico dei contribuenti; e (v) rendimenti modesti*

I detrattori del *private equity* sostengono che il *private equity* non crea valore ma, al più, trasferisce ricchezza da soggetti meno esperti od organizzati (ad esempio, piccoli azionisti, creditori, lavoratori o contribuenti) alle *private equity firms* e, talvolta, anche a coloro che investono nei fondi di *private equity* organizzati da tali *private equity firms*.¹¹⁹ In quest'ottica il *private equity* sarebbe un'ingegnosa tecnica mediante la quale le *private equity firms* si appropriano dei profitti ed esternalizzano le perdite.¹²⁰ Mutuando l'espressione dalla teoria dei giochi, il *private equity* sarebbe un gioco a somma zero (ossia un gioco in cui il guadagno o la perdita di un soggetto è perfettamente bilanciato dalla corrispondente perdita o guadagno di un altro soggetto).¹²¹ Di seguito verranno analizzati, in maggiore dettaglio, i principali argomenti avanzati dai detrattori del *private equity*.

Mero artificio finanziario. Nel 2008 Michael Gordon (all'epoca responsabile degli investimenti di Fidelity International, uno dei maggiori gruppi finanziari e fondi pensionistici) definì il *private equity* «nulla di più di un artificio di ingegneria finanziaria, peraltro goffo».¹²² Il riferimento è, evidentemente, ad acquisizioni mediante *leveraged buy-out*, prive di miglioramenti operativi per le

¹¹⁹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, in *Review of Banking & Financial Law*, vol. 33, 2013, 125.

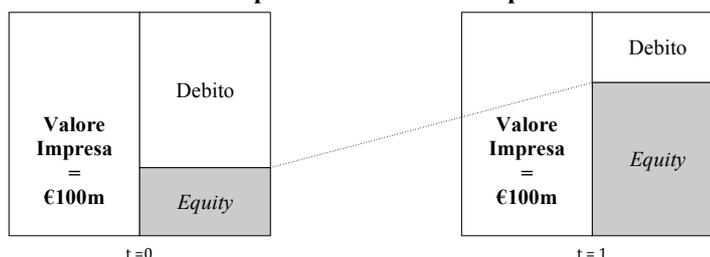
¹²⁰ LUZZATTO GARDNER A., *Romney's Bain Yielded Private Gains, Socialized Losses*, in *Bloomberg*, 16 luglio 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-15/romney-s-bain-yielded-private-gains-socialized-losses.html>, consultato il 23 novembre 2014.

¹²¹ Per approfondimenti v. COOTER R., MATTEI U., MONATERI P. G., PARDOLESI R. & ULEN T., *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*, Bologna (Italia), Il Mulino, 2006, 54 ss.; FUDENBERG D. & TIROLE J., *Game Theory*, Cambridge (Stati Uniti), The MIT Press, 1991.

¹²² GORDON M., *Private equity boom was nothing more than a clumsy trick*, in *Financial Times*, 31 marzo 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/9a495d2a-ff34-11dc-b556-000077b07658.html>, consultato il 23 novembre 2014, secondo cui: «[t]he boom in private equity, which was promoted as the superior business model, based on patient capital, superior management and an alignment of interests, was nothing more than a trick of financial engineering – and a clumsy one at that».

portfolio companies e che si risolvano in mere operazioni finanziarie. Per illustrare il punto si ipotizzi una società matura, senza debiti finanziari, con capacità di generare stabili flussi di cassa e il cui valore d'impresa (in assenza di mezzi propri e debito finanziario) è €100 milioni; si ipotizzi, inoltre, che un fondo di private acquisti il 100% del capitale della società in oggetto mediante *leveraged buy-out* con rapporto debito:mezzi propri pari a 7:3, ossia con una provvista finanziaria costituita da €70 milioni di capitali di debito forniti da terzi e €30 milioni di capitali di rischio propri; si ipotizzi, infine, che nel tempo la società in oggetto non consegua miglioramenti né soffra peggioramenti nel condurre i propri affari e che non vi siano eventi straordinari tali da alterare il valore d'impresa della società in oggetto. Il caso ipotizzato è una semplificazione estrema ma il punto è che il mero rimborso del debito fa sì che il valore della partecipazione (pari alla differenza tra valore d'impresa e debito) incrementi, nonostante che il valore d'impresa resti costante. Ciò consentirebbe al fondo di *private equity* di realizzare un profitto (a seguito del disinvestimento da tale società) anche se il valore d'impresa è rimasto costante.

Tabella 14 – Schematizzazione effetti LBO su investimento in società con stabili flussi di cassa e valore d'impresa costante nel tempo



Fonte: Elaborazione propria sulla base di IANNOTTA, G., *Investment Banking. A Guide to Underwriting and Advisory Services.*, cit., 37.

Un'osservazione correlata alla precedente è che le *private equity firms* si limitano ad incrementare il livello di debito della *portfolio company*. Gli interessi sul debito sottoscritto per l'acquisizione di tale *portfolio company* ridurrebbero poi gli utili netti di tale *portfolio company*, facendo sì che il reddito imponibile della *portfolio company* diminuisca con un conseguente beneficio fiscale e che i

lavoratori avvertano pressione a lavorare in modo più efficiente, anche a fronte di una remunerazione più bassa proprio a causa della ridotta redditività della *portfolio company*. Tutto ciò si risolverebbe in un trasferimento di ricchezza dai contribuenti e dai lavoratori alle casse delle *private equity firms* e, in alcuni casi, dei loro investitori.¹²³

In particolare, gli scettici osservano che, dopo l'acquisizione di una *portfolio company*, le *private equity firms* non sembrano intraprendere particolari attività. Esse si limiterebbero a partecipare, tramite propri esponenti, alle riunioni del consiglio di amministrazione della *portfolio company*, a cercare un potenziale acquirente della *portfolio company* e, infine, a vendere la *portfolio company* al miglior offerente.¹²⁴

Tuttavia, la limitata sequenza di attività segnalata dai critici si spiega, ed è perfettamente coerente, con il modello economico del *private equity*: le *private equity firms* – salvo il caso in cui il *management* della *portfolio company* sia inadeguato – offrono generosi piani di incentivazione al *management* per allineare gli interessi economici del *management* al conseguimento di risultati positivi da parte della *portfolio company*. In particolare, le *private equity firms* forniscono supporto e consulenza nelle più rilevanti operazioni societarie (ad esempio acquisizioni, finanziamenti o ricapitalizzazioni) senza, tuttavia, ingerirsi nella gestione al dettaglio della *portfolio company* che resta delegata al *management* della *portfolio company*.¹²⁵ Ciò spiega perché le *private equity firms* tengano ad enfatizzare il loro ruolo di consiglieri e sostenitori, non antagonisti, del *management*.¹²⁶

¹²³ GREENWOOD D. J. H., *Looting: the puzzle of private equity*, in *Brooklyn Journal of Financial and Commercial Law*, vol. 3, 2008, 124.

¹²⁴ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 125.

¹²⁵ CHEFFINS B. & ARMOUR J., *The Eclipse of Private Equity*, in *ECGI – Law Working Paper*, n. 082/2007, 2007, 30; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 125.

¹²⁶ KLAUSNER M., *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, 755 ss.

Eccessivo indebitamento. Un'altra ricorrente critica al *private equity* rileva che le *private equity firms* farebbero (opportunisticamente) assumere livelli eccessivi di debito alle *portfolio companies* creando così la provvista finanziaria per effettuare pagamenti a favore delle *private equity firms* sotto forma di dividendi, commissioni o corrispettivi per servizi vari.¹²⁷ L'eccessivo indebitamento delle *portfolio companies* le renderebbe fragili, al punto che sarebbero maggiormente suscettibili al rischio di fallimento, con aggravio dei costi sociali (ad esempio nel caso si renda necessario procedere a licenziamenti collettivi dei dipendenti di tali *portfolio companies* o ricorrere all'utilizzo di ammortizzatori sociali).¹²⁸

La letteratura economica maggioritaria, tuttavia, ritiene che *portfolio companies* oggetto di acquisizione mediante *leveraged buy-out* da parte di fondi di *private equity* non abbiano maggiore probabilità di fallimento di altre società il cui livello di indebitamento sia comparabile.¹²⁹ Al contrario, le *private equity firms* faciliterebbero e velocizzerebbero il processo di ristrutturazione del debito in caso di insolvenza della *portfolio company*.¹³⁰ È stato inoltre osservato che il livello e gli indici che misurano l'indebitamento della *portfolio company* non

¹²⁷ SUROWIECKI J., *Private Inequity*, in *The New Yorker*, 30 gennaio 2012, <http://www.newyorker.com/magazine/2012/01/30/private-inequity>, consultato il 23 novembre 2014; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 127.

¹²⁸ *Ibidem*.

¹²⁹ HOTCHKISS E. S., STRÖMBERG P. & SMITH D. C., *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 331/2012, 2012, secondo i quali «Controlling for leverage, PE-backed firms are no more likely to default than other leveraged loan borrowers. [...] Taken together, our results suggest that PE investors do not exacerbate the risk of financial distress, and when defaults do occur, resolve the distress more efficiently than other firms.»; WILSON N. & WRIGHT M., *Private Equity, Buy-Outs and Insolvency Risk*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 40, n. 7-8, 2013, 949-990; BORELL M. & TYKVOVA T., *Do Private Equity Investors Trigger Financial Distress in Their Portfolio Companies?*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n. 1, 2012, 138-150; DEMIROGLU C. & JAMES C. M., *Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 96, 2010, 306-330.

¹³⁰ HOTCHKISS E. S., STRÖMBERG P. & SMITH D. C., *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, cit., 30.

consentono di identificare o quantificare, *ex ante*, il rischio di fallimento¹³¹. Infine, alcuni autori dimostrano che, nel contesto di *leveraged buy-outs* con forte indebitamento, l'effetto netto tra l'incremento del valore d'impresa della società bersaglio e il costo dell'eventuale dissesto finanziario è positivo.¹³²

Riduzione livelli occupazionali. Alcuni autori osservano che i profitti delle *private equity firms* traggono origine dalla riduzione dei costi fissi a seguito della riduzione dei livelli occupazionali e che il tasso di licenziamenti presso le *portfolio companies* è superiore a quello relativo a società ad esse comparabili.¹³³

Vi sono, tuttavia, autori che giungono a conclusioni opposte¹³⁴ o concludono che gli interventi di *private equity* non abbiano effetti significativi né

¹³¹ WILSON N. & WRIGHT M., *Private Equity, Buy-Outs and Insolvency Risk*, cit., 978 secondo i quali «Of particular note is the fact that debt to total assets and its year on year changes are not significant in distinguishing buyouts that fail from non-fails.»; per approfondimenti v. STRÖMBERG P., *The new demography of private equity*, cit., 3 ss.

¹³² ANDRADE G. & KAPLAN S., *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*, in *Journal of Finance*, vol. 53, 1998, 1461 ss., secondo i quali «[t]his paper studies a sample of highly leveraged transactions (HLTs) that subsequently become financially distressed. First, we estimate the effects of financial distress on value. From pre-transaction to distress resolution, the sample firms experience a small increase in value. In other words, the net effect of the HLT and distress is to leave value slightly higher. This strongly suggests that HLTs overall – those that defaulted and those that did not – earned significantly positive market-adjusted returns».

¹³³ GOERGEN M., O'SULLIVAN N. & WOOD G., *Private Equity Takeovers and Employment in the UK: Some Empirical Evidence*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 310/2011, 2011, 3 secondo i quali «[t]he study finds a significant decrease in employment in acquired firms in the year immediately after the completion of the IBO compared to the non-acquired firms.»; DAVIS S., LERNER J., HALTIWANGER J., MIRANDA J. & JARMIN R., *Private equity and employment*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 43 ss.; GOSPEL H., PENDLETON A., VITOLS S. & WILKE P., *New Investment Funds, Restructuring, and Labor Outcomes: A European Perspective*, in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 19, n. 3, 2011, 276-289.

¹³⁴ WRIGHT M., BURROWS A., BALL R., SCHOLES L., MEULEMAN M. & AMESS K., *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance (Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance)*, Parigi (Francia), OECD, 2007, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39007051.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014; THORNTON P., *Inside the Dark Box: Shedding Light on Private Equity*, Londra (Regno Unito), The Work Foundation, 2007; AMESS K. & WRIGHT M., *Barbarians at the Gate? Leveraged Buyouts, Private Equity and Jobs*, in *Nottingham University Business School Research Paper Series*, 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034178, consultato il 22 dicembre 2014; BRUINING H., WRIGHT M., BOSELIE P. & BACON N., *The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buy-Outs in the UK and the Netherlands*, in *ERIM*

sui livelli occupazionali né sui livelli retributivi.¹³⁵ Altri autori sostengono, invece, che laddove si osservi una riduzione dei livelli occupazionali delle *portfolio companies* di fondi di *private equity* vi sia poi una fase in cui vengono creati nuovi posti di lavoro con tassi di crescita superiori a quelli di società comparabili.¹³⁶ Tuttavia non è chiaro se l'effetto netto sia positivo e, quindi, se il costo sociale dei licenziamenti sia compensato e superato dall'utilità sociale derivante dalla pretesa creazione di nuovi posti di lavoro.¹³⁷

Un recente studio rileva che una delle buone pratiche introdotte dai fondi di *private equity* è la diffusione di *high-performance work practices* (HPWP) – organizzazioni prive di gerarchie rigide dove dipendenti lavorano in squadra, con maggiore autonomia, sulla base di un superiore livello di fiducia e di una migliore comunicazione – e che maggiore è l'orizzonte temporale atteso dell'investimento di *private equity* in una *portfolio company*, maggiore la probabilità che vengano introdotti o potenziati gli HPWP in tale *portfolio company*.¹³⁸

Profitti a carico dei contribuenti. Un'altra critica mossa al *private equity* è che esso trarrebbe, opportunisticamente, profitti a carico dei contribuenti grazie ai benefici fiscali relativi alla deducibilità degli interessi sui finanziamenti per l'acquisizione delle *portfolio companies* e, in alcune giurisdizioni, alla tassazione

Report, Series Reference No. ERS-2004-021-ORG, 2004,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797249, consultato il 22 dicembre 2014;
BACON N., WRIGHT M. & DEMINA N., *Management Buyouts and Human Resource Management*,
in *British Journal of Industrial Relations*, vol. 42, n. 2, 2004, 325-347.

¹³⁵ AMESS K., GIRMA, S. & WRIGHT M., *What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?*, in *Nottingham University Business School Research Paper*, n. 2008-01, 2008, 17 ss.,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1270581, consultato il 22 dicembre 2014.

¹³⁶ DAVIS S. J., HALTIWANGER J. C., JARMIN R. S., LERNER J. & MIRANDA J., *Private Equity and Employment*, cit., 33 ss.; WEIR C., JONES P. & WRIGHT M., *Public to Private Transactions, Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private*, in *Nottingham University Business School Research Paper*, 2008, 40 ss.,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1138616, consultato il 22 dicembre 2014.

¹³⁷ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 128.

¹³⁸ BACON N., WRIGHT M. & DEMINA N., *Management Buyouts and Human Resource Management*, cit., 325-347.

agevolata delle commissioni sulla *performance*.¹³⁹ Come illustrato in precedenza le operazioni di *leveraged buy-out* postulano che l'acquisizione del controllo di una *portfolio company* avvenga mediante una combinazione di capitali propri del fondo e capitali di debito forniti da terzi creditori che verranno rimborsati grazie ai flussi di cassa della *portfolio company* (v. *supra* cap. I, par. 4). Sono gli interessi sui capitali di debito ad essere al centro delle critiche perché la loro deducibilità (anche se parziale) dal reddito imponibile della *portfolio company* sottrarrebbe risorse all'erario a beneficio del fondo di *private equity*. Si tratterebbe dunque di un trasferimento di ricchezza dai contribuenti ai fondi di *private equity*. Il secondo argomento, più tecnico, riguarda la caratterizzazione del reddito relativo al pagamento delle commissioni sulla *performance*: in alcune giurisdizioni (ad esempio negli Stati Uniti) esso non viene tassato con l'aliquota ordinaria dei redditi d'impresa ma con l'aliquota ridotta prevista per la tassazione delle rendite finanziarie.¹⁴⁰ Il paradosso individuato dai critici del *private equity* è che gli elevati profitti dei professionisti del *private equity* ricevuti sotto forma di commissioni sulla *performance* verrebbero tassati secondo un'aliquota inferiore a quella cui sono tassati i redditi (decisamente inferiori) dei dipendenti delle *portfolio companies*. In breve, il *private equity* trarrebbe vantaggi da lacune nelle norme fiscali, ancora una volta mediante trasferimento di ricchezza dai contribuenti ai fondi di *private equity*.

La letteratura, in larga parte, supporta la posizione dei critici¹⁴¹ al contempo non mancano studi (risalenti) che dimostrerebbero il contrario, ossia un effetto netto positivo a favore dell'erario come conseguenza, tra le altre cose, delle maggiori entrate derivanti dalla tassazione a carico dei soci delle *portfolio*

¹³⁹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 128.

¹⁴⁰ Per approfondimenti v. LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, cit., ¶1006.4.

¹⁴¹ WEIR C., JONES P. & WRIGHT M., *Public to Private Transactions, Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private*, cit., 40 ss.; RENNEBOOG L.D.R., SIMONS T. & WRIGHT M., *Why do public firms go private in the UK?*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n. 4, 2007, 611 ss.

companies e dei creditori delle *portfolio companies* con riferimento agli interessi pagati sul finanziamento per l'acquisizione della *portfolio company*.¹⁴²

È evidente che si tratti di una questione di politica fiscale e come tale deve essere rimessa al legislatore. Si deve, tuttavia, osservare che sembra legittimo beneficiare di strutture fiscalmente efficienti, il punto da chiarire è se il *private equity* crei o trasferisca valore.

Rendimenti modesti. La letteratura sul tema dei rendimenti dei fondi di *private equity* è, ancora una volta, disomogenea.

Alcuni autori osservano che i rendimenti dei fondi di *private equity* sono significativamente e costantemente positivi e almeno uguali o superiori ai rendimenti offerti dai mercati di capitali per investimenti in società quotate aventi profili di rischio comparabili alle *portfolio companies* dei fondi in oggetto.¹⁴³

¹⁴² JENSEN M. C., KAPLAN S. N. & STIGLIN L., *Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury*, in *Tax Notes*, vol. 42, n. 6, 1989, 17 ss., secondo i quali «The analysis challenges the argument that LBOs result in net losses of tax revenues to the U.S. Treasury. Five ways are shown in which LBOs can generate incremental revenues to the U.S. Treasury: increased capital gains taxes for shareholders; increased operating revenues; interest income earned by LBO creditors; more efficient use of capital; and asset sales triggering additional corporate taxes on the capital gains. Offsetting these incremental revenue gains are: increased interest deductions on the LBO debt and lower tax revenues on dividends foregone. It is concluded that the U.S. Treasury's revenues from LBO firms have increased over the time period examined and that policies that restrict LBOs likely will reduce future tax revenues received by the Federal government».

¹⁴³ EWENS M., JONES C. M. & RHODES-KROPF M., *The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity*, in *Oxford Journals – The Review of Financial Studies*, vol. 26, n. 8, 2013, 31 ss.; LOPEZ DE SILANES F., PHALIPPOU L. & GOTTSCHALG O., *Giants at the Gate: On the Cross-Section of Private Equity Investment Returns*, in *EDHEC Working Paper*, 2011, 31 ss., http://www.edhec-risk.com/edhec_publications/all_publications/RISKReview.2011-01-18.2122/attachments/EDHEC_Working_Paper_Giants_at_the_Gate.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; VON DRATHEN C. & FALEIRO F., *The performance of leveraged buy-out-backed IPOs in the UK*, in *London Business School Working Paper*, 2007, 29 ss., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1117185, consultato il 22 dicembre 2014; CASELLI S, GARCIA-APPENDINI E. & IPPOLITO F., *Explaining Returns in Private Equity Investments*, in *CAREFIN Working Paper*, n. 15/09, 2009, 18 ss., http://www.rcfea.org/papers_sme/paper_Caselli.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; GROH A. & GOTTSCHALG O., *The risk-adjusted performance of US buy-outs*, in *HEC Working Paper*, 2006, 27 ss., http://evenements.univ-lille3.fr/recherche/jemb/programme/papiers/groh_lille06.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; CAO J. & LERNER J., *The Performance of Reverse Leveraged Buyouts*, in *NBER Working Paper*, No. 12626, 2006, 21 ss., <http://www.nber.org/papers/w12626>, consultato il 22 dicembre 2014; KAPLAN S. & SCHOAR A., *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows*, in *The Journal of Finance*, vol. LX, n. 4, 2005, 1821 ss.;

Altri autori, al contrario, hanno osservato che il rendimento medio dei fondi di *private equity* sarebbe inferiore al rendimento medio offerto dai mercati di capitali per investimenti in società quotate aventi profili di rischio comparabili alle *portfolio companies* dei fondi in oggetto, oppure leggermente superiore ai rendimenti di riferimento ma solo al lordo di commissioni, oneri e altri costi a carico degli investitori.¹⁴⁴ Parte della letteratura offre come spiegazione di questa anomalia, oltre all'irrazionalità di alcuni investitori, l'opacità con cui i costi e le commissioni sono comunicati dalle *private equity firms* agli investitori in fondi di *private equity*.¹⁴⁵

Infine, alcuni autori hanno osservato una correlazione positiva tra il livello di esperienza della *private equity firm* e i rendimenti del fondo di *private equity*.¹⁴⁶

LJUNGQVIST A. & RICHARDSON M. P., *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*, in *NYU Finance Working Paper*, n. 03-001, 2003, 28 ss.

¹⁴⁴ PHALIPPOU L., *Beware of Venturing into Private Equity*, cit., 164 ss.; GOTTSCHALG O., *Private Equity and Leveraged Buy-outs*, cit., 49 ss.; DRIESSEN J., LIN T. & PHALIPPOU L., *Estimating the Performance and Risk Exposure of Private Equity Funds: A New Methodology*, in *NETSPAR Discussion Paper*, n. 23, 2007, 23 ss., http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecbcfs_conf9/PE_estimation_DLP.pdf, consultato il 22 dicembre 2014; GOTTSCHALG O., PHALIPPOU L. & ZOLLO M., *Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle?*, in *INSEAD-Wharton Alliance Center for Global Research & Development Working Paper Series*, n. 2004/82/SM/ACGRD 6, 2004, 27 ss., <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=1430>, consultato il 22 dicembre 2014.

¹⁴⁵ PHALIPPOU L., *Beware of Venturing into Private Equity*, cit., 164 ss.

¹⁴⁶ JELIC R. & WRIGHT M., *Exits, performance, and late stage private equity: The case of UK management buy-outs*, in *European Financial Management*, vol. 17, 2011, 573 ss.; DILLER C. & KASERER C., *What Drives Private Equity Returns?— Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?*, in *European Financial Management*, vol. 15, n. 3, 2009, 664 ss.; LJUNGQVIST A., RICHARDSON M. & WOLFENZON D., *The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence*, in *ECGI – Finance Working Paper*, n. 174, 2007, 29 ss.; KNIGGE A., NOWAK E. & SCHMIDT D., *On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?*, in *Journal of Financial Transformation*, vol. 16, 2006, 129 ss.; WRIGHT M., JELIC R. & SAADOUNI B., *Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, n. 3-4, 2005, 643-682; CUMMING D. & WALZ U., *Private Equity Returns and Disclosure around the World*, in *LSE RICAFAE – Working Paper*, n. 9, 2004, 26 ss., <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFAE/pdf/RICAFAE-WP09-Cumming.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.

3.2.2 *Rilievi positivi: (i) superiore corporate governance; (ii) incremento redditività; e (iii) maggiore innovazione tecnologica*

I sostenitori del *private equity* rispondono alle critiche con due tipi di argomenti: con il primo, essi mirano a ridimensionare o ribaltare i problemi identificati dai detrattori del *private equity* (ad esempio con riferimento al rapporto tra indebitamento e rischio di fallimento delle *portfolio companies* o alla pretesa riduzione dei livelli occupazionali; v. *supra* cap. II, par. 3.2.1), mentre con il secondo tipo di argomenti, essi valorizzano alcune asserite virtù del *private equity*, come di seguito brevemente illustrate.¹⁴⁷

Superiore corporate governance delle portfolio companies. Nel 1989, l'economista Michael Jensen (professore della Harvard Business School) teorizzava la superiorità del modello di *corporate governance* introdotto dai fondi di *private equity* nelle proprie *portfolio companies* perché avrebbe consentito di mitigare i costi di agenzia¹⁴⁸ derivanti dalla separazione tra proprietà (degli azionisti) e controllo (del *management*) nelle società ad azionariato diffuso.¹⁴⁹ In particolare, la pressione del debito – contratto in occasione di un *leveraged buy-out* – sul *management*, indurrebbe il *management* a gestire la *portfolio company* in modo da massimizzare i flussi di cassa e incrementare il valore dell'impresa, pena l'insolvenza e il conseguente fallimento della *portfolio company* e, quindi, la

¹⁴⁷ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 129.

¹⁴⁸ Nella letteratura economica per “costi di agenzia”, s'intende il complesso dei costi sostenuti dal mandante (*principal*) per mitigare il rischio di comportamenti opportunistici del mandatario (*agent*), ad esempio i “costi di sorveglianza” ed incentivazione per orientare il comportamento del mandatario e i “costi di obbligazione” per assicurare e tenere indenne il mandante nel caso in cui il mandatario ponga in essere una condotta opportunistica in danno del mandante; per approfondimenti v. JENSEN M. C. & MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, 1976, 305-360.

¹⁴⁹ JENSEN M., *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harvard Business Review*, 1989; così l'economista Adam Smith illustrava il conflitto tra azionisti e amministratori: «the directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.», v. SMITH A., *Wealth of Nations*, Washington (Stati Uniti), Thrifty Books, (ristampa) 2009.

perdita delle cariche societarie da parte del *management*.¹⁵⁰ È proprio la pressione del debito a spronare il *management* a gestire la *portfolio company* in modo efficiente evitando sprechi e mitigando i costi di agenzia tipici di società ove controllo e proprietà sono separati. In altre parole, la leva finanziaria avrebbe un effetto disciplinante sul *management*.

Inoltre, per assicurare un maggiore allineamento degli interessi del *management* a quelli delle *private equity firms*, le *private equity firms* solitamente richiedono che il *management* investa propri capitali nelle *portfolio companies* e che tale investimento sia di importo significativo sì da sentire di avere interessi in gioco (per un ragionamento simile nel rapporto tra *limited partners* e *general partner* con riferimento all'investimento diretto in un fondo di *private equity*, v. *supra* cap. II, par. 1.2 e par. 2).¹⁵¹

Incremento redditività delle *portfolio companies*. La maggior parte degli autori sembra concordare sul fatto che nel periodo immediatamente successivo all'ingresso del fondo di *private equity* nel capitale di una *portfolio company*, tale *portfolio company*, generalmente, mostri miglioramenti finanziari e operativi (rispetto al periodo anteriore all'ingresso del fondo di *private equity* nel capitale di tale *portfolio company*).¹⁵² Le ricerche sembrano anche sostenere che le

¹⁵⁰ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 129; JENSEN, M., *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review*, vol. 76, n. 2, 1986, 323-329.

¹⁵¹ KAPLAN S. & STRÖMBERG P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, 130 ss.

¹⁵² FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, Londra (Regno Unito), Frontier Economics Ltd, 2013, 32 ss., <https://www.evca.eu/media/12929/Frontier-Economics-Report.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014; ACHARYA V. V., GOTTSCHALG O. F., HAHN M. & KEHOE C., *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, in *The Review of Corporate Finance Studies*, vol. 26, n. 2, 2013, 368-402; JELIC R. & WRIGHT M., *Exits, performance, and late stage private equity: The case of UK management buy-outs*, cit., 560-593; GUO S., HOTCHKISS E. & SONG, W., *Do buy-outs (Still) create value?*, in *Journal of Finance*, vol. 66, 2011, 479-517; GASPARD J., *The Performance of French LBO Firms: New data and new results*, in *ESSEC Working Paper*, 2009; BOUCLY Q., THESMAR D. & SRAER D., *Leveraged buy-outs – evidence from French deals*, in *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Gurung A. & Lerner J.), vol. 2, World Economic Forum, 2009, 47-64; CRESSY R., MUNARI F. & MALIPIERO A., *Playing to their strengths? Evidence that*

portfolio companies (il cui controllo è stato acquisito mediante *leveraged buy-out* da parte di fondi di *private equity*) otterrebbero migliori risultati economici, rispetto a imprese comparabili, anche in tempi di recessione.¹⁵³ Quanto sopra sembra coerente con gli sforzi di razionalizzazione, riduzione dei costi e miglioramento dell'efficienza, tipicamente richiesti dal fondo di *private equity* al *management* della *portfolio company*. Non è, tuttavia, chiaro se e in quale misura i risultati positivi siano frutto di miglioramenti operativi o di mera riduzione dei costi (ad esempio a seguito di licenziamenti collettivi del personale). In quest'ultimo caso non è detto che vi sia un effetto economico netto positivo: i costi sociali derivanti dal licenziamento dei lavoratori ben potrebbero superare l'utilità derivante dalla maggiore redditività della *portfolio company*. Inoltre, non è chiaro se la pretesa maggiore redditività delle *portfolio companies* a seguito di un intervento di *private equity* sia duratura e sostenibile nel medio/lungo termine.¹⁵⁴

Maggiore innovazione tecnologica. Alcuni autori hanno esaminato i brevetti registrati da *portfolio companies* il cui controllo è stato acquisito mediante

specialization in the Private Equity industry confers competitive advantage, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n. 4, 2007, 647-669; HARRIS R., SIEGEL D.S. & WRIGHT M., *Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom*, in *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, 2005, 148-153; AMESS K., *The effects of management buy-outs and on firm-level technical efficiency: evidence from a panel of UK machinery and equipment manufacturers*, in *Journal of Industrial Economics*, vol. 51, 2003, 35-44; BRUINING H. & WRIGHT M., *Entrepreneurial orientation in management buyouts and the contribution of venture capital*, in *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, 2002, 147-168; AMESS K., *Management buy-outs and firm-level productivity: evidence from a panel of UK Manufacturing Firms*, in *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 49, 2002, 304-317; SMART S. B. & WALDFOGEL J., *Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buy-outs*, in *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, 1994, 503-511; OPLER T. C., *Operating performance in leveraged buy-outs*, in *Financial Management*, vol. 21, 1992, 27-34; SMITH A. J., *Capital ownership structure and performance: the case of management buy-outs*, cit., 143-165; KAPLAN S. N., *The effects of management buy-outs on operations and value*, in *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, 217-54.

¹⁵³ WILSON N., WRIGHT M., SIEGEL D. & SCHOLES L., *Private equity portfolio company performance during the global recession*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n. 1, 2011, 193-205.

¹⁵⁴ FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, cit., 40.

leveraged buy-out da parte di fondi di *private equity* e concluso che il valore medio di tali brevetti, in ragione del numero di citazioni successive, è maggiore rispetto al valore medio dei brevetti registrati da altre società comparabili ma prive del supporto di un fondo di *private equity*.¹⁵⁵ Ciò sembrerebbe supportare una correlazione positiva tra *private equity* e registrazione di brevetti di maggiore pregio, grazie a una superiore attività di ricerca e sviluppo.

È stato, inoltre, osservato che, in alcuni settori industriali, €1 di investimenti di *private equity* in una *portfolio company* può avere un impatto fino a nove volte superiore, espresso in ragione del numero di brevetti registrati, di €1 di investimenti diversi dal *private equity* (sebbene la relazione tra brevetti e crescita economica non sia chiara, generalmente le innovazioni tecnologiche vengono protette mediante brevetto e ciò fa sì che il numero di brevetti registrati sia un valido indice della capacità di creare innovazione tecnologica e quindi crescita economica).¹⁵⁶ Altri autori hanno, più in generale, osservato una correlazione positiva tra interventi di *private equity* e innovazione¹⁵⁷ nonché incremento del numero delle domande di registrazione di brevetti.¹⁵⁸

¹⁵⁵ FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, cit., 24 ss.; LERNER J., STRÖMBERG P. & SØRENSEN M., *Private equity and long-run investment: the case of innovation*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 27-42.

¹⁵⁶ FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, cit., 24 ss.; POPOV A. & ROOSENBOOM P., *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*, in *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1063, 2009, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1063.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.

¹⁵⁷ POPOV A. & ROOSENBOOM P., *On the real effects of private equity investment – Evidence from business creation*, in *European Central Bank Working Paper Series*, n. 1078, 2009, 30-32, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1078.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.

¹⁵⁸ UGHETTO E., *Assessing the contribution to innovation of private equity investors: a study on European buyouts*, in *Research Policy*, vol. 39, 2010, 126-140.

3.2.3 Conclusioni raggiunte dalla dottrina maggioritaria e limiti delle ricerche edite

Dalla revisione e analisi della letteratura relativa all'impatto economico del *private equity* (v. *supra* cap. II, par. 3.2.1 e 3.2.2 e più diffusamente la sinossi in calce al presente lavoro) si evince che, secondo la dottrina maggioritaria, il *private equity* ha prodotto rendimenti superiori per gli investitori in fondi di *private equity*, ha generato profitti per le *private equity firms*, ha favorito miglioramenti gestionali, operativi e nel campo dell'innovazione delle *portfolio companies* e, nel complesso, è un fenomeno ad effetto economico netto positivo, ossia il *private equity* crea valore.¹⁵⁹

Tuttavia, le conclusioni raggiunte dalla letteratura devono essere contestualizzate alla luce di alcuni limiti relativi alla quantità e qualità dei dati sottostanti nonché alle metodologie di analisi adottate, come di seguito illustrato.

Innanzitutto le ricerche condotte dagli autori si sono concentrate su operazioni di *private equity* realizzate negli Stati Uniti o nel Regno Unito (anche in ragione del maggiore sviluppo del mercato in queste aree geografiche e, probabilmente, della maggiore apertura degli operatori locali a condividere dati e informazioni che, altrimenti, non sarebbero accessibili al pubblico). Sebbene non manchino lavori il cui perimetro di ricerca si estenda all'intero territorio dell'Unione Europea, un primo limite delle ricerche in oggetto è che i risultati in esse raggiunti potrebbero non essere rilevanti al di fuori, rispettivamente, degli

¹⁵⁹ Così, *ex multis*, DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 133; KAPLAN S. & STRÖMBERG P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, cit., 143, secondo i quali: «the empirical evidence is strong that private equity activity creates economic value on average»; FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, cit., 50; HENDERSON M. T. & EPSTEIN R. A., *Introduction to 'The Going Private Phenomenon: Causes and Implications'*, in *The University of Chicago Law & Economics – Olin Working Paper*, No. 430, 2008, 5, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1269524, consultato il 20 dicembre 2014 secondo i quali «[t]he overall picture [...] of private equity is positive and promising, but complex and nuanced»; BERNSTEIN S., LERNER J., SØRENSEN M. & STRÖMBERG P., *Private Equity and Industry Performance*, in *NBER Working Paper*, No. 15632, 2010, 23, secondo i quali: «[t]he key results are, first, that industries where PE funds have invested in the past five years have grown more quickly, using a variety of measures».

Stati Uniti o del Regno Unito (entrambi paesi di *common law* che si distinguono, ad esempio, dai paesi di *civil law* dell'Europa continentale).

I ricercatori hanno condotto analisi e verificato modelli economici sulla base di informazioni pubbliche e dati messi a disposizione – su base esclusivamente volontaria – dall'industria del *private equity*. Non è possibile escludere che i dati messi a disposizione costituiscano un campione statistico incompleto o, peggio, rappresentativo solo dei migliori risultati ottenuti dagli operatori.

Molte ricerche sono state condotte nel periodo anteriore alla crisi dei mutui “*sub-prime*” del 2007-2008 in un contesto caratterizzato dall'assenza di un quadro regolamentare specifico per il *private equity*. Resta da verificare se e quali risultati potranno essere confermati alla luce del diverso contesto, senz'altro più complesso e regolamentato, formatosi dopo la suddetta crisi (v. *infra* cap. III).

Il *private equity* comprende una varietà di tecniche e oggetti di investimento (v. *supra* cap. I, par. 3 e par. 4), ma la maggior parte delle ricerche sembra essersi concentrata sugli effetti delle operazioni di *leveraged buy-out*. I risultati devono, pertanto, essere presi in considerazione alla luce di tale specifico contesto e non possono essere generalizzati senza ulteriori verifiche.

Alcune ricerche sono state commissionate e finanziate da associazioni di categoria delle *private equity firms*: non è possibile escludere che i risultati osservati in tali ricerche rappresentino un quadro parziale o, peggio, che la loro oggettività sia compromessa.

3.3 *Impatto economico del private equity sul mercato dei capitali di debito*

Come sopra illustrato la letteratura in merito all'impatto economico del *private equity* si è concentrata sulla misurazione dei risultati registrati dagli investimenti di *private equity* in termini di redditività per gli investitori nei fondi di *private equity* e per la *private equity firm*, nonché di miglioramenti gestionali, operativi e nel campo dell'innovazione delle *portfolio companies* oggetto di investimenti da parte dei fondi di *private equity*.

È stata recentemente avanzata un'innovativa chiave di lettura dell'impatto economico del *private equity* nella quale si mettono in relazione *portfolio companies*, mercato dei capitali di debito e ruolo del *private equity*.¹⁶⁰ La tesi è che le *private equity firms* creerebbero valore facilitando l'incontro tra la domanda di finanziamenti (da parte delle proprie *portfolio companies*) e l'offerta di finanziamenti (da parte di terzi creditori, ad esempio banche).¹⁶¹ Tale tesi postula che: (i) vi siano costi di agenzia nel mercato dei capitali di debito e, in particolare, che vi siano rischi di selezione avversa (opportunismo *ex ante* del debitore) e azzardo morale (opportunismo *ex post* del debitore) che i terzi creditori non sarebbero pienamente in grado di controllare; (ii) le *private equity firms* abbiano incentivi a mitigare i suddetti costi di agenzia con riferimento alle proprie *portfolio companies*; e (iii) le *private equity firms* siano effettivamente in grado di mitigare i suddetti costi di agenzia.¹⁶²

3.3.1 Costi di agenzia nel mercato dei capitali di debito

Nel mercato dei capitali di debito (ossia nel mercato dei finanziamenti alle imprese) vi sono costi di agenzia che traggono origine da almeno due circostanze: (i) asimmetrie informative tra il *management* della società finanzianda/debitrice e il terzo finanziatore/creditore, che danno origine al problema della “selezione avversa”; e (ii) limitato potere di controllo del terzo creditore sulla gestione della società debitrice, che dà origine al problema dell’“azzardo morale”.¹⁶³

La teoria economica dei costi di agenzia postula che il *management* di una società abbia sempre maggiori informazioni rispetto a qualsiasi creditore di tale società, anche con riferimento alle società obbligate a comunicare al pubblico informazioni rilevanti (si pensi ad esempio all'obbligo per le società quotate di

¹⁶⁰ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 115 ss.

¹⁶¹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 134.

¹⁶² DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 139-140.

¹⁶³ JENSEN, M., *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, cit., 323.

diffondere, senza indugio, informazioni “*price sensitive*”) e che il controllo dei creditori sul *management* non possa essere completo e perfetto.¹⁶⁴

Per selezione avversa si intende il rischio che, prima dell'erogazione del finanziamento, il comportamento opportunistico delle società debtrici conduca ad una selezione sub-ottimale dei debitori da parte dei terzi creditori.¹⁶⁵ I terzi creditori, non potendo distinguere tra buoni debitori e cattivi debitori, offriranno finanziamenti a condizioni calcolate sulla base delle qualità medie dei debitori presenti nel mercato in un dato momento.¹⁶⁶ Ciò rappresenterà un vantaggio per i cattivi debitori e uno svantaggio per i buoni debitori, conseguentemente i buoni debitori tenderanno a non sottoscrivere finanziamenti, mentre i cattivi debitori tenderanno a sottoscrivere finanziamenti per importi superiori a quelli cui avrebbero accesso in assenza di asimmetrie informative.¹⁶⁷ Al decrescere della qualità media dei debitori, i creditori esigeranno che le condizioni dei finanziamenti vengano adeguate *in pejus* per i debitori. Tale adeguamento farà sì che altri buoni debitori non sottoscrivano finanziamenti, contribuendo all'ulteriore avvitamento della spirale negativa qui descritta.¹⁶⁸ Ne segue che i buoni debitori riceveranno meno finanziamenti (o finanziamenti di importo minore) e a condizioni peggiori dei finanziamenti e delle condizioni che sarebbero disponibili in assenza di asimmetria informativa tra creditori e debitori.¹⁶⁹

¹⁶⁴ *Ibidem*.

¹⁶⁵ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 140; per approfondimenti v. TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton (Stati Uniti), Princeton University Press, 2006.

¹⁶⁶ CHOI S., *Market Lessons for Gatekeepers*, in *Northwestern University Law Review*, vol. 92, n. 4, 1998, 934 ss.; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 140.

¹⁶⁷ WHITEHEAD C. K., *The Evolution of Debt; Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 34, n. 3, 2009, 664-666; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 141.

¹⁶⁸ HEALY P. M. & PALEPU K. G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, in *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, 2001, 408; CHOI S., *Market Lessons for Gatekeepers*, cit., 943-945; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 141.

¹⁶⁹ TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, cit., 114; AKERLOF G. A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of*

Per azzardo morale s'intende il rischio che, dopo l'erogazione del finanziamento, il comportamento opportunistico della società debitrice favorisca i soci a scapito dei terzi creditori sociali.¹⁷⁰ Il conflitto tra soci e creditori sociali è frutto dei diversi diritti e aspettative che ciascun gruppo ha sul patrimonio della società debitrice: ai creditori spetta solo il pagamento dei propri crediti (oltre agli interessi, se previsti), mentre i soci beneficiano (indirettamente e senza limiti) degli incrementi di valore della società al netto dei debiti verso i creditori sociali; entrambi i gruppi sono esposti solo per i capitali, rispettivamente, prestati o conferiti.¹⁷¹ Ciò spiega perché i soci potrebbero avere interessi divergenti dai creditori, specialmente nel caso in cui la posizione finanziaria netta sia negativa: in tal caso, mentre i creditori avranno interesse a preservare il patrimonio sociale esistente, i soci – nell'assunto che dopo il pagamento dei debiti sociali non residuerebbe alcunché – potrebbero avere interesse a far intraprendere alla società attività particolarmente rischiose.¹⁷² Come il problema della selezione avversa, anche il problema dell'azzardo morale fa sì che i creditori adeguino le condizioni dei finanziamenti (*in pejus* per i debitori) e quindi le società debtrici ottengano finanziamenti a condizioni deteriori.¹⁷³

Il mercato dei capitali di debito ha sviluppato alcune prassi procedurali e contrattuali per mitigare i rischi di comportamento opportunistico dei debitori. In particolare, per mitigare il rischio di selezione avversa, i creditori esaminano attentamente i propri debitori, soprattutto dal punto di vista finanziario e legale, eseguendo un'attività di verifica simile alle attività di *due diligence* condotte in

Economics, vol. 84, n. 3., 1970, 488-500; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 141.

¹⁷⁰ TRIANTIS G., *A Free-Cash-Flow Theory of Secured Debt and Creditor Priorities*, in *Virginia Law Review*, vol. 80, n. 8, 1994, 2158; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 141.

¹⁷¹ *Ibidem*; ROCK E. B., *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 161, 2013, 1927; MYERS S. C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n. 2, 1977, 147-175.

¹⁷² DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 141-142.

¹⁷³ *Ibidem*.

occasione di acquisizioni societarie e sviluppano rapporti creditorî di lungo termine con i propri debitori; mentre il rischio di azzardo morale viene, tipicamente, mitigato mediante attività di controllo diretto della gestione e delle attività del debitore e mediante obblighi di fare (o non fare) previsti nel contratto di finanziamento (ad esempio, l'obbligo di informare preventivamente il creditore in merito a operazioni societarie straordinarie oppure l'obbligo di non contrarre ulteriori debiti finanziari oltre una certa soglia senza il previo consenso del creditore).¹⁷⁴

Le prassi procedurali e contrattuali di cui sopra sono nate e si sono sviluppate nel contesto di finanziamenti di tipo tradizionale e con una struttura semplice essendovi, solitamente, un unico creditore. Il mercato dei capitali di debito è, oggi, decisamente più complesso. Per evidenti ragioni di diversificazione del rischio, è sempre più frequente che il finanziamento venga ripartito tra più istituti di credito che agiscono in consorzio tra di loro affinché l'esposizione (in caso di insolvenza del debitore) venga ripartita.¹⁷⁵ Tale ripartizione può avvenire anche successivamente all'erogazione del finanziamento grazie allo sviluppo di un mercato secondario dei finanziamenti sempre più liquido.¹⁷⁶ Un ulteriore fattore di complessità è stato il diffondersi di operazioni di cartolarizzazione dei crediti, mediante le quali crediti pecuniari vengono ceduti in blocco a un veicolo societario appositamente costituito per la trasformazione di tali crediti in titoli negoziabili sul mercato finanziario.¹⁷⁷

¹⁷⁴ WHITEHEAD C. K., *The Evolution of Debt; Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, cit., 665-666; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 143.

¹⁷⁵ In tali casi il prestito viene definito "finanziamento sindacato"; vi è una "banca organizzatrice" che coordina le negoziazioni e il consorzio di "banche partecipanti" al finanziamento; nei finanziamenti più complessi la banca "organizzatrice" è coadiuvata da una "banca agente" che dopo la stipula del contratto di finanziamento si occupa degli aspetti amministrativi (ad esempio comunicazioni, incassi, pagamenti).

¹⁷⁶ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 143.

¹⁷⁷ *Ibidem*; BARTLETT R. P., *Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, in *Fordham Law Review*, vol. 76, 2008, 2013 ss.

Le nuove tecniche di finanziamento, inclusi i finanziamenti sindacati e le cartolarizzazioni dei crediti, hanno consentito al mercato dei capitali di debito di svilupparsi notevolmente e facilitare l'accesso al debito. Esse, tuttavia, hanno scardinato il tradizionale rapporto creditore-debitore, depotenziando i rimedi procedurali e contrattuali che erano stati ideati dagli operatori del mercato dei finanziamenti per mitigare i costi di agenzia. È facile intuire che in un finanziamento sindacato tra numerosi istituti di credito, ciascun istituto avrà deboli incentivi a monitorare il debitore perché i costi del monitoraggio sarebbero costi diretti per tale istituto mentre i benefici verrebbero ripartiti tra tutti gli altri istituti di credito.¹⁷⁸ Quindi, maggiore il livello di sindacazione, minori gli incentivi dei creditori a monitorare il debitore. Inoltre, nei finanziamenti sindacati si riscontrano le criticità tipiche dei contratti multi-parti, ad esempio il rischio di restare ostaggio del comportamento opportunistico di (anche solo) una delle parti qualora fosse necessario il consenso di tale parte per la modifica dei termini del finanziamento. È proprio per ovviare a tale rischio che nella prassi i contratti di finanziamento prevedono maggiore flessibilità (a favore del debitore). Tuttavia, tale flessibilità si può prestare ad abusi e comportamenti opportunistici del debitore. Pertanto, mentre i benefici della sindacazione dei finanziamenti sono la diversificazione del rischio a favore dei creditori e la maggiore facilità di accesso al mercato dei capitali di debito a favore dei debitori, la sindacazione riduce al contempo gli incentivi al monitoraggio delle attività del debitore e il ricorso a stringenti obblighi contrattuali di fare (o non fare) nei contratti di finanziamento; ciò acuisce il rischio di selezione avversa e azzardo morale del debitore.¹⁷⁹

¹⁷⁸ SHIVDASANI A. & WANG Y., *Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?*, in *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 4, 2011, 1315-1316; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 143; per approfondimenti v. OLSON M., *The Logic of Collective Actions: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge (Stati Uniti), Harvard University Press, 1965.

¹⁷⁹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 148; DEMIROGLU C. & JAMES C. M., *Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing*, cit., 306-310.

3.3.2 *Incentivi della private equity firm a mitigare i costi di agenzia*

Le *private equity firms* sono operatori abituali nel mercato dei capitali di debito e negoziano finanziamenti i cui importi sono significativi. Sono proprio queste due circostanze che incentivano le *private equity firms* a fare in modo che le proprie *portfolio companies* agiscano come buoni debitori.¹⁸⁰ In particolare, le *private equity firms*, per mantenere la propria reputazione nel mercato, hanno incentivi a mitigare il rischio di selezione avversa, agendo come intermediari per la certificazione delle qualità delle proprie *portfolio companies*, e a mitigare il rischio di azzardo morale, agendo come intermediari per il monitoraggio della gestione delle proprie *portfolio companies*.¹⁸¹

Ovviamente le *private equity firms* non negoziano finanziamenti per conto proprio ma agiscono in nome e per conto delle proprie (numerose) *portfolio companies*.¹⁸² Inoltre, l'importo dei finanziamenti sottoscritti dalle *portfolio companies* tende ad essere superiore all'importo dei finanziamenti che tali *portfolio companies* sottoscriverebbero in assenza del supporto delle *private equity firms*.¹⁸³ In particolare, la letteratura economica osserva che il rapporto tra debiti e mezzi propri delle *portfolio companies* supportate da *private equity firms* tende ad essere superiore al corrispondente rapporto in assenza di supporto delle *private equity firms* per almeno due ragioni: la prima è che il maggiore livello di indebitamento rappresenta un vantaggio competitivo per le *private equity firms* in quanto permette loro di offrire un prezzo maggiore per l'acquisizione della *portfolio company* e così battere la concorrenza nel mercato del controllo societario di *portfolio companies*;¹⁸⁴ la seconda è che gli attuali termini di mercato relativi alla remunerazione delle *private equity firms* (v. *supra* cap. II,

¹⁸⁰ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 148.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² *Ibidem*; IVASHINA V. & KOVNER A., *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 7, 2011, 2466 ss.

¹⁸³ *Ibidem*.

¹⁸⁴ *Ibidem*; BARTLETT R. P., *Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, in *Fordham Law Review*, vol. 76, 2008, 1975-2026.

par. 1.2 e par. 2) creano incentivi a massimizzare il rapporto tra debiti e mezzi propri della *portfolio company*.¹⁸⁵ Per questi motivi si osserva che le *portfolio companies* supportate da fondi di *private equity* tendono a sottoscrivere finanziamenti per l'importo massimo ottenibile a prescindere dalle esigenze operative.¹⁸⁶ Si consideri, inoltre, che le *private equity firms*, solitamente, organizzano più fondi di *private equity* e che ciascun fondo controlla diverse *portfolio companies*. Si può, quindi, concludere che le *private equity firms* sono operatori abituali nel mercato dei finanziamenti perché vi operano con maggiore frequenza e per importi maggiori di ciascuna *portfolio company* considerata individualmente. In qualità di operatori abituali nel mercato dei capitali di debito le *private equity firms* hanno un forte incentivo reputazionale a contrattare in buona fede con i terzi creditori e assicurare che le proprie *portfolio companies* facciano altrettanto.¹⁸⁷ Infatti, i terzi creditori avranno la possibilità di osservare il comportamento della *portfolio company* nel tempo e tale comportamento avrà (sia pure solo in parte) un impatto sui termini e condizioni dei contratti di finanziamento che verranno successivamente sottoscritti da altre *portfolio companies* riconducibili alla medesima *private equity firm*.¹⁸⁸

Ebbene gli incentivi e interessi del *management* della *portfolio company* potrebbero divergere dagli incentivi e interessi della *private equity firm*: generalmente, il *management* – al contrario della *private equity firm* – non corre particolari rischi reputazionali nei confronti degli operatori del mercato dei

¹⁸⁵ Maggiore il ricorso alla leva finanziaria, maggiori e più numerosi sono gli investimenti in *portfolio companies* per il fondo di *private equity* e quindi i rendimenti attesi per il fondo di *private equity*; cfr. AXELSON U., STRÖMBERG P. & WEISBACH S., *Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*, in *The Journal of Finance*, vol. 64, n. 4, 2009, 1555; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 150.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ HUANG R., RITTER J. R. & ZHANG D., *Private Equity Firms' Reputational Concerns and the Costs of Debt Financing*, in corso di pubblicazione su *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 3 ss., <http://ssrn.com/abstract=2205720>, 2014, consultato il 30 novembre 2014; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 150.

¹⁸⁸ IVASHINA V. & KOVNER A., *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, cit., 2464-2467 ss.; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 153.

capitali di debito perché non è un operatore abituale in tale mercato e non movimentata ingenti volumi di capitali di debito; l'interesse del *management* sarà quindi di breve termine e volto a ottenere il finanziamento della propria *portfolio company* alle migliori condizioni, mentre l'interesse della *private equity firm* sarà evitare ogni forma di cattiva condotta della *portfolio company* o del *management* perché potenzialmente lesiva dei futuri rapporti con i creditori (sull'assunto che i benefici ottenibili mediante una condotta scorretta nel breve termine siano inferiori ai danni che la *private equity firm* subirebbe nel lungo termine).¹⁸⁹ È proprio questa divergenza tra incentivi e interessi che rende le *private equity firms* validi intermediari per il monitoraggio delle proprie *portfolio companies* e, quindi per la riduzione dei costi di agenzia.¹⁹⁰

Mutuando l'espressione dalla teoria dei giochi, è stato osservato che le interazioni delle *private equity firms* con i creditori delle proprie *portfolio companies* sono paragonabili a giochi ripetuti; l'analisi che precede sarebbe diversa se l'interazione fosse paragonabile a un gioco singolo e non ripetibile, perché in quel caso anche la *private equity firm* avrebbe interessi e incentivi di breve termine.¹⁹¹

Questo punto può essere illustrato con il seguente esempio tratto da De Fontenay (2013): si ipotizzi che (i) una *portfolio company*, il cui valore d'impresa è originariamente €100 milioni, venga acquisita mediante *leveraged buy-out* da un fondo di *private equity* con €20 milioni di capitali propri e €80 milioni di finanziamento da parte di terzi; (ii) a seguito di un evento straordinario, il valore d'impresa di tale *portfolio company* si riduca da €100 milioni a €80 milioni; e (iii)

¹⁸⁹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 153.

¹⁹⁰ *Ibidem*; COFFEE J. C., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, in *Boston University Law Review*, vol. 84, 2004, 301–64.

¹⁹¹ GREENWOOD D. J. H., *Democracy and Delaware: The Mysterious Race to the Top/Bottom*, in *Yale Law and Policy Review*, vol. 23, 2005, 381-454; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 154; per approfondimenti sulla teoria dei giochi e sulla differenza tra giochi ripetuti e giochi singoli v. COOTER R., MATTEI U., MONATERI P. G., PARDOLESI R. & ULEN T., *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*, cit., 54 ss.; FUDENBERG D. & TIROLE J., *Game Theory*, cit.

a questo punto la *portfolio company* sia praticamente sull'orlo dell'insolvenza avendo risorse sufficienti a ripagare solo il finanziamento per l'acquisizione (assumendo, per semplicità, che non siano maturati interessi e non vi siano commissioni esigibili). Si ipotizzi, inoltre, che la *portfolio company* abbia due opzioni: (a) ripagare il finanziamento di €80 milioni ai creditori; oppure (b) intraprendere un progetto che con probabilità 10% incrementerà il valore d'impresa a €500 milioni ma che con probabilità 90% ridurrà il valore d'impresa a €0. L'opzione (a) è preferibile per i creditori che riceverebbero il rimborso del proprio credito, ma pessima per il fondo di *private equity* che vedrebbe azzerarsi il valore del proprio investimento nella *portfolio company*. L'opzione (b) è pessima sia per i creditori (che rischiano di non ricevere il pieno rimborso del proprio finanziamento) sia per la *portfolio company* che dovrebbe attendersi una riduzione del valore d'impresa a €50 milioni¹⁹² e il sopraggiungere dello stato di insolvenza. Tuttavia, dal punto di vista della *private equity firm*, l'opzione (b) è preferibile all'opzione (a) perché, sebbene con maggiore probabilità il valore dell'investimento nella *portfolio company* verrà azzerato, con lieve probabilità la *private equity firm* potrà recuperare il valore del proprio investimento e, persino, ottenere profitti. Se l'interazione tra *private equity firm* e creditori avvenisse solo una volta (ossia se fosse un gioco singolo, nel gergo della teoria dei giochi) la strategia dominante della *private equity firm* sarebbe sempre quella di massimizzare i profitti di breve termine e la *private equity firm* sceglierebbe l'opzione (b); qualora, invece, la *private equity firm* si aspettasse di interagire nuovamente (o per un numero indefinito di volte) con i creditori nel mercato dei capitali di debito, essa avrebbe un incentivo a selezionare l'opzione (a) perché – pur perdendo con certezza il valore del proprio investimento – manterrebbe la propria reputazione nel mercato dei finanziamenti senza pregiudizio per la possibilità di sottoscrivere nuovi finanziamenti a condizioni di favore.¹⁹³

¹⁹² Il valore d'impresa atteso è calcolato come segue: $0,1 * €500 \text{ milioni} + 0,9 * €0 = €50 \text{ milioni}$.

¹⁹³ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 155.

A quanto sopra si aggiunga che il mercato dei finanziamenti è estremamente concentrato, quindi il numero di creditori con cui le *private equity firms* interagiscono è esiguo.¹⁹⁴ Ciò rafforza gli incentivi delle *private equity firms* ad assicurare la buona condotta delle proprie *portfolio companies* (ma, ovviamente, l'intensità con cui tali incentivi motivano le *private equity firms* dipenderà anche dalla capacità e probabilità che i creditori scoprano se e quando le *private equity firms* agiscano opportunisticamente).¹⁹⁵

3.3.3 Capacità della *private equity firm* di mitigare i costi di agenzia

Dopo aver illustrato le ragioni per le quali le *private equity firms* hanno incentivi a mitigare i costi di agenzia nel contesto dei finanziamenti alle proprie *portfolio companies* sembra utile analizzare se le *private equity firms* abbiano le capacità per mitigare tali costi di agenzia.

Dal punto di vista del creditore il problema della selezione avversa di un debitore si declina in tre questioni: una prima questione riguarda la probabilità che, in assenza di conoscenze specifiche relative a un potenziale debitore, tale potenziale debitore sia di cattiva qualità (dunque la percentuale statistica di cattivi debitori tra i potenziali debitori); una seconda questione riguarda la determinazione della reale qualità del potenziale debitore, assumendo che tale debitore condivida dati e informazioni in piena trasparenza (ma ciò dipende anche dalla qualità delle informazioni disponibili e dalla capacità di effettuare previsioni accurate); una terza questione riguarda il rischio che il potenziale debitore non sia affidabile e, quindi, renda dichiarazioni mendaci od ometta di fornire informazioni rilevanti.¹⁹⁶

Le *private equity firms*, come di seguito illustrato, sono in grado di intervenire positivamente su ciascuna delle tre questioni sopra indicate, in modo

¹⁹⁴ *Ibidem*; SHIVDASANI A. & WANG Y., *Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?*, cit., 1306.

¹⁹⁵ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 155 ss.

¹⁹⁶ *Ibidem*.

tale da mitigare il rischio di selezione avversa. Nello specifico, con riferimento al rischio che la *portfolio company* sia un cattivo debitore, è plausibile assumere che le *private equity firms* abbiano la capacità di individuare e selezionare imprese di qualità superiore ed esercitino tale capacità: l'attività principale delle *private equity firms* è proprio individuare, analizzare e selezionare *portfolio companies* ad alto potenziale per i propri investimenti.¹⁹⁷ Quanto alla difficoltà di determinare la reale qualità del potenziale debitore, si consideri che, prima di ogni investimento, la *private equity firm* analizza la (potenziale) *portfolio company* sotto molteplici punti di vista, anche grazie a ripetuti incontri col *management* della (potenziale) *portfolio company* e a consulenti esterni.¹⁹⁸ Inoltre, una volta conclusa l'acquisizione della *portfolio company*, la *private equity firm* ha pieno accesso alle informazioni e pieno controllo sulla gestione della *portfolio company* potendo così assicurare che la *portfolio company* non renda dichiarazioni mendaci od ometta di fornire informazioni rilevanti.¹⁹⁹

Quanto invece al problema dell'azzardo morale, le *private equity firms* – a differenza di qualsiasi creditore – hanno pieno controllo e capacità di intervento sulle proprie *portfolio companies* potendo così prevenire e impedire che il *management* delle proprie *portfolio companies* compia atti opportunistici in danno dei creditori (ciò minerebbe la reputazione della *private equity firm* e la possibilità che essa possa sottoscrivere in futuro contratti di finanziamento a condizioni di favore).²⁰⁰ Inoltre, dal punto di vista dei creditori, le *portfolio companies* supportate da *private equity firms* presentano un ulteriore vantaggio competitivo rispetto agli altri debitori: in caso di dissesto finanziario, le *private equity firms*

¹⁹⁷ *Ibidem*; WHITEHEAD C. K., *The Evolution of Debt; Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, cit., 641 ss.

¹⁹⁸ Ad esempio: consulenti strategici, consulenti finanziari, consulenti fiscali, consulenti legali, esperti industriali, etc.; cfr. SPINDLER J. C., *How Private Is Private Equity, and at What Cost?*, in *The University of Chicago Law Review*, vol. 76, 2009, 309-332.

¹⁹⁹ MASULIS R. W. & THOMAS R. S., *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 76, 2009, 223-224; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 159-160.

²⁰⁰ *Ibidem*.

avrebbero le risorse economiche nonché le conoscenze tecniche e relazionali per porre rimedio a tale situazione di crisi, anche mediante un ulteriore conferimento di capitali nella *portfolio company*.²⁰¹

Da quanto sopra segue che l'investimento (indiretto) della *private equity firm* in una *portfolio company* fungerebbe da filtro e avrebbe una sorta di valenza certificatoria delle qualità di tale *portfolio company* e del monitoraggio che la *private equity firm* eserciterà su tale *portfolio company*.²⁰²

3.3.4 *Prime conclusioni sul ruolo del private equity nel mercato dei capitali di debito e rilievi critici*

A sostegno della tesi secondo cui le *private equity firms* svolgerebbero un ruolo positivo nel mercato dei capitali di debito, recenti ricerche empiriche hanno dimostrato una correlazione positiva tra reputazione delle *private equity firms* (misurata in funzione del numero di anni di attività nel settore del *private equity* e importo totale del patrimonio affidato loro in gestione) e condizioni di maggior favore nei finanziamenti alle *portfolio companies* di fondi riconducibili a tali *private equity firms*.²⁰³ Questo risultato è sorprendente se si considera che né le *private equity firms* né i fondi di *private equity* sono (giuridicamente) responsabili in caso di insolvenza della *portfolio company* per i debiti contratti nel contesto di un *leveraged buy-out*. Sembra quindi plausibile che i creditori tengano conto della reputazione delle *private equity firms* nell'erogare finanziamenti alle *portfolio companies* di tali *private equity firms* e che tali *private equity firms* esercitino controlli preventivi e monitoraggio continuo sulle proprie *portfolio companies* al

²⁰¹ HOTCHKISS E. S., STRÖMBERG P. & SMITH D. C., *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, cit., 23-24; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 160 ss.

²⁰² DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 158 ss.

²⁰³ DEMIROGLU C. & JAMES C. M., *Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing*, cit., 306 ss.; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 165 ss.; DE MAESENEIRE W. & BRINKHUIS S., *What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure*, in *Accounting & Finance*, vol. 52, n. 1s, 2012, 155-182.

fine di mitigare i rischi di comportamento opportunistico in danno dei creditori, proprio come illustrato nella tesi secondo cui le *private equity firms* sceglierebbero strategie di lungo termine volte a mitigare i rischi di comportamento opportunistico delle proprie *portfolio companies* in danno ai creditori.²⁰⁴

Altre ricerche empiriche hanno dimostrato che maggiore è la frequenza con cui una *private equity firm* interagisce con un creditore, migliori sono le condizioni di finanziamento offerte da tale creditore alle *portfolio companies* riconducibili a tale *private equity firm*.²⁰⁵ Anche questi risultati sembrano coerenti con la tesi che le *private equity firms* sceglierebbero strategie di lungo termine volte a mitigare i rischi di comportamento opportunistico delle proprie *portfolio companies* in danno ai creditori.²⁰⁶

Dopo aver illustrato la natura e le caratteristiche dei costi di agenzia nel mercato dei capitali di debito, gli incentivi per le *private equity firms* a mitigare i rischi di comportamento opportunistico, la capacità delle *private equity firms* di mitigare i suddetti costi di agenzia e i risultati delle ricerche empiriche, pare legittimo concludere che le *private equity firms* possano svolgere e, in una certa misura, svolgano un ruolo positivo nel mercato dei capitali di debito facilitando l'incontro tra domanda e offerta di finanziamenti alle proprie *portfolio companies*.²⁰⁷ Alla luce del contesto delineato è facile apprezzare che tale ruolo rappresenti, per le *private equity firms*, un vantaggio competitivo rilevante rispetto ad altri concorrenti nel mercato del controllo societario.

²⁰⁴ *Ibidem*.

²⁰⁵ IVASHINA V. & KOVNER A., *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 7, 2011, 2462-2498; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 165 ss.

²⁰⁶ *Ibidem*.

²⁰⁷ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 115-189.

Va però segnalato che la letteratura ha anche avanzato ipotesi alternative che potrebbero spiegare perché le *private equity firms* sono in grado di ottenere finanziamenti a condizioni di maggior favore per le proprie *portfolio companies*.

Una prima ipotesi alternativa trae spunto dall'osservazione che il mercato secondario dei finanziamenti a *portfolio companies* di fondi di *private equity* è significativamente più liquido – è, quindi, più facile per i creditori trasferire strumenti finanziari o titoli rappresentativi dei propri diritti di credito – rispetto al mercato secondario di altri tipi di finanziamenti.²⁰⁸ L'aumento della domanda di finanziamenti a servizio di operazioni di *private equity* nel mercato secondario farebbe sì che essi vengano stipulati a condizioni di maggior favore (per le *portfolio companies*) nel mercato primario dei capitali di debito.²⁰⁹

Una seconda ipotesi alternativa è che i creditori offrirebbero finanziamenti a condizioni di maggior favore per le *portfolio companies* di *private equity firms* perché tali creditori ambirebbero ad offrire altri servizi (ad esempio consulenza finanziaria nelle operazioni straordinarie) a tali *portfolio companies* o *private equity firms* e così incassare le commissioni più lucrative previste per tali altri servizi.²¹⁰

Una terza ipotesi alternativa è che le *private equity firms* riescano a ottenere finanziamenti a condizioni di maggior favore per le proprie *portfolio companies* grazie a un maggiore potere negoziale, derivato dalla migliore conoscenza del mercato (negoziando un rilevante numero di contratti di finanziamento le *private equity firms* conoscono quali termini e condizioni riflettano i termini e condizioni di mercato) e derivato dalla maggiore abilità nel negoziare sofisticati contratti di

²⁰⁸ *Ibidem*.

²⁰⁹ DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 166-167.

²¹⁰ IVASHINA V. & KOVNER A., *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, cit., 2462; ACHARYA V. V., FRANKS J. & SERVAES H., *Private Equity: Boom and Bust?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n. 4, 2007, 44-53; DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, cit., 168.

finanziamento (avendo maggiore dimestichezza con le tecniche di ingegneria finanziaria).²¹¹

Inoltre, la tenuta della tesi in oggetto – ossia che le *private equity firms* creano valore facilitando l'incontro tra la domanda di finanziamenti, da parte delle proprie *portfolio companies*, e l'offerta di finanziamenti, da parte di terzi creditori, ad esempio banche – si presta ad almeno due rilievi critici che saranno di seguito illustrati.

Un primo rilievo critico riguarda gli impieghi del capitale di debito raccolto dalle *portfolio companies*. Si è illustrato che, grazie al supporto e al ruolo svolto dalla *private equity firm*, la *portfolio company* è in grado di sottoscrivere un finanziamento a condizioni di maggior favore (ad esempio a un tasso d'interesse inferiore o per un importo superiore) rispetto alle condizioni che avrebbe potuto ottenere senza il supporto della *private equity firm*. Ciò, da un lato, consente alle *portfolio companies* di accedere al mercato dei finanziamenti con maggiore agilità, dall'altro, aiuta i creditori a impiegare utilmente i propri capitali. Resta tuttavia da verificare quale sia la sorte di questi capitali di debito. Non è possibile escludere che tali capitali vengano utilizzati in maniera sub-ottimale e opportunisticamente distratti a favore della *private equity firm* (ad esempio sotto forma di commissioni o compensi all'*advisory company*, al *general partner* o ad altri soggetti riconducibili alla *private equity firm*). In breve, il ruolo del *private equity* nel facilitare l'incontro tra la domanda di finanziamenti (da parte delle proprie *portfolio companies*) e l'offerta di finanziamenti (da parte di terzi creditori, ad esempio banche) non implica che i capitali ottenuti dalla *portfolio company* vengano utilizzati in maniera ottimale e tale da aggiungere valore.

Un secondo rilievo critico riguarda la possibilità che la portata del preteso rischio reputazionale per la *private equity firm* sia sopravvalutata. In primo luogo, potrebbe accadere che la *private equity firm* valuti il danno reputazionale

²¹¹ KAPLAN S. & STRÖMBERG P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, cit., 140-141; AXELSON U., JENKINSON T., STRÖMBERG P. & WEISBACH S., *Borrow Cheap, Buy High?*, in *The Journal of Finance*, vol. 68, n. 6, 2013, 2223–2267.

conseguente ad un comportamento opportunistico inferiore al beneficio derivante da tale comportamento opportunistico (anche come conseguenza del cosiddetto “eccesso di fiducia”²¹² documentato dalla finanza comportamentale). In secondo luogo, quando si parla di *private equity firms*, ci si riferisce in realtà ai professionisti del *private equity* che ne fanno parte. Non risulta vi siano studi editi che mettano in relazione il rapporto tra mobilità (che potrebbe essere significativamente elevata) di tali professionisti verso altri impieghi e reputazione di una *private equity firm*. Tuttavia, non sembra potersi escludere che all'interno della *private equity firm* vi siano professionisti con forti incentivi ad assumere comportamenti opportunistici volti a conseguire benefici di breve termine, soprattutto in presenza di forte mobilità tra professionisti del *private equity*. Stringenti previsioni nei contratti di assunzione del personale delle *private equity firms* e la presenza di uffici di controllo interno e monitoraggio del rischio possono mitigare ma non eliminare il rischio che condotte eccessivamente rischiose o potenzialmente pregiudizievoli per la *private equity firm* vengano assunte.

²¹² Per “eccesso di fiducia” (*overconfidence*) s'intende la predisposizione a un errore di tipo cognitivo, rappresentato dalla tendenza naturale dell'uomo, da un lato, a sopravvalutare le proprie competenze e abilità e, dall'altro lato, a sottovalutare la volatilità di eventi casuali. Per approfondimenti v. BARBERIS N. & THALER R., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance* (a cura di Constantinides G., Harris M. & Stulz R.), Amsterdam (Olanda), Elsevier, 2013; sul ruolo dell'eccesso di fiducia (*overconfidence*) nel processo decisionale in generale, v. KAHNEMAN D. & LOVALLO D., *Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking*, in *Management Science*, vol. 39, n. 1, 1993, 17-31; sull'impatto dell'eccesso di fiducia (*overconfidence*) sui *managers*, v., *ex multis*, BEN-DAVID I., GRAHAM J. R. & CAMPBELL R. H., *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*, in *NBER Working Paper*, No. 13711, 2007.

CAPITOLO TERZO

ANALISI COMPARATA DELLA REGOLAMENTAZIONE DEL *PRIVATE EQUITY* NEGLI STATI UNITI E NELL'UNIONE EUROPEA

SOMMARIO: 1. Crisi finanziaria del 2007-2008 e risposta del G20 – 2. Quadro regolamentare del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea – 2.1 Stati Uniti: 2010 Dodd-Frank Act – 2.1.1 Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo – 2.1.2 Requisiti organizzativi – 2.1.3 Obblighi informativi – 2.1.4 Custodia patrimoni dei clienti/investitori – 2.1.5 Remunerazione RIA – 2.1.6 Altre previsioni – 2.1.7 Norme statali – 2.1.8 Rilievi conclusivi su 2010 Dodd-Frank Act – 2.2 Unione Europea: direttiva 2011/61/EU (Direttiva GEFIA) – 2.2.1 Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo – 2.2.2 Requisiti organizzativi – 2.2.3 Obblighi informativi – 2.2.4 Custodia patrimoni del FIA – 2.2.5 Remunerazione GEFIA – 2.2.6 Previsioni anti-disaggregazione – 2.2.7 Rilievi conclusivi sulla Direttiva GEFIA – 3. Analisi comparata della regolamentazione del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea

1. Crisi finanziaria del 2007-2008 e risposta del G20

Le cause (o più correttamente le concause) della crisi finanziaria del 2007-2008 sono state oggetto di approfonditi studi da parte della letteratura economica e gli autori sembrano concordare nell'osservare che le debolezze del quadro regolamentare e di vigilanza del settore finanziario furono fattori determinanti della suddetta crisi.²¹³ In un recente studio della Commissione Europea²¹⁴ le principali manchevolezze sono state identificate come segue:

²¹³ CLAESSENS S., KOSE M. A., LAEVEN L. & VALENCIA F., *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, Washington D.C. (Stati Uniti), International Monetary Fund, 2014; LO A. W., *Reading about the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review*, in *Journal of Economic Literature*, vol. 50, n. 1, 2012, 151-178; ROUBINI N. & MIHM S., *Crisis economics: A crash course in the future of finance*, New York (Stati Uniti), Penguin Press, 2010; REINHART C. M. & ROGOFF K. S., *This time it's different: eight centuries of financial folly*, Princeton (Stati Uniti), Princeton University Press, 2009; ACHARYA V. & RICHARDSON M., *Restoring financial stability: how to repair a failed system*, Hoboken (Stati Uniti), John Wiley & Sons, 2009.

²¹⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, SWD(2014) 158 final, 2014, 28, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-working-document_en.pdf, consultato il 5 dicembre 2014.

1. *Inadeguata vigilanza e regolamentazione macro-prudenziale e micro-prudenziale*²¹⁵ – i legislatori e le autorità preposte alla vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari non valutarono e reagirono adeguatamente al progressivo incremento dei rischi nel mercato; l'assenza di vigilanza macro-prudenziale determinò un'eccessiva e incontrollata crescita degli attivi patrimoniali degli istituti finanziari e il sorgere di bolle speculative; la regolamentazione del settore finanziario fu inadeguata, soprattutto laddove affidata esclusivamente all'autoregolamentazione degli operatori, perché non riuscì a tutelare gli investitori; mentre i maggiori istituti finanziari si espandevano significativamente oltre i rispettivi confini nazionali e i mercati finanziari diventavano sempre più integrati al livello internazionale, le attività di regolamentazione e vigilanza operavano al livello nazionale.
2. *Leva finanziaria e limitata capacità di assorbire perdite*²¹⁶ – l'espansione degli attivi patrimoniali degli istituti finanziari avvenne soprattutto grazie al maggiore ricorso alla leva finanziaria (quindi al finanziamento di terzi); all'apice della crisi globale del 2007-2008 in molti istituti di credito il rapporto tra mezzi propri e attivo patrimoniale era inferiore al 3% (peraltro emerse che una larga parte del capitale ibrido degli istituti di credito era di scarsa qualità); l'incremento della leva finanziaria diminuì la capacità delle banche di assorbire perdite, come poi dimostratosi durante la crisi del 2007-2008.
3. *Limitata capacità di far fronte a crisi di liquidità*²¹⁷ – le banche fecero sempre maggiore affidamento sulla capacità di finanziarie le proprie operazioni mediante prestiti interbancari e operazioni di riporto a breve

²¹⁵ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 30.

²¹⁶ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 30-31.

²¹⁷ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 31.

termine; la dissociazione temporale tra impieghi (a lungo termine) e finanziamenti (a breve termine) rese le banche estremamente vulnerabili a improvvise crisi di liquidità.

4. *Assenza di una procedura per l'ordinata liquidazione e chiusura delle attività di istituti finanziari*²¹⁸ – non vi era un procedura volta a disciplinare le fasi e gli adempimenti necessari per un'ordinata liquidazione e chiusura delle attività di un istituto finanziario, né vi erano regole comuni che disciplinassero procedure concorsuali relative a fallimenti di istituti finanziari aventi operazioni in più ordinamenti giuridici.
5. *Problema del “too big to fail”*²¹⁹ – è il rischio di comportamento opportunistico (in particolare azzardo morale) di istituti finanziari considerati troppo grandi nel proprio ordinamento perché possano essere privati di aiuti pubblici (anche sotto forma di finanziamenti e conferimenti di capitali) in caso di rischio di fallimento; nello specifico, il rischio è che tali istituti abbiano un'eccessiva propensione al rischio facendo implicitamente affidamento sull'intervento pubblico in caso di necessità; inoltre, gli istituti in oggetto godendo di accesso a finanziamenti a condizioni di maggior favore (grazie all'implicito sostegno pubblico) creerebbero uno squilibrio concorrenziale nel mercato dei finanziamenti agli istituti finanziari.²²⁰
6. *Deboli controlli interni*²²¹ – gli uffici di controllo e monitoraggio dei rischi interni agli istituti finanziari si dimostrarono inefficaci sia nell'impedire a

²¹⁸ *Ibidem.*

²¹⁹ *Ibidem.*

²²⁰ Di recente è stata autorevolmente avanzata la tesi secondo cui le politiche normative in materia di “too big to fail”, inclusi gli aiuti pubblici in caso di *bail-out*, creerebbero un nuovo problema che si muove internamente all'ente oggetto di protezione con effetti simili a quelli del meccanismo statutario della “poison pill”, ossia scoraggiando sia le parti interne che esterne a migliorare la struttura organizzativa dell'ente in oggetto, causando così un “degrado societario” (*corporate degradation*); in tal senso ROE M., *Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-to-Fail Finance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 162, 2014, 1419-1464.

²²¹ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 31-32.

tali istituti di assumere eccessivi livelli di rischio, sia nel mitigare i rischi assunti da tali istituti; le politiche remunerative dei dirigenti degli istituti finanziari, in alcuni casi, crearono un ulteriore incentivo ad assumere eccessivi rischi.²²²

7. *Mercato over-the-counter di derivati*²²³ – la crescita esponenziale del mercato *over-the-counter* di derivati, l'opacità di alcuni degli strumenti finanziari in oggetto, la sostanziale assenza di regolamentazione del mercato *over-the-counter* di derivati e il limitato ricorso a camere di compensazione centralizzate contribuirono a creare un complesso intreccio di relazioni finanziarie che rese particolarmente difficile prevedere gli effetti dell'eventuale insolvenza di un istituto per il mercato e intervenire per prevenire crisi sistemiche.
8. *Inadeguata regolamentazione delle agenzie di rating e delle società di revisione*²²⁴ – le agenzie di *rating* ebbero un ruolo negativo nella crisi finanziaria del 2007-2008 poiché non identificarono (o, quantomeno, non identificarono adeguatamente) i rischi dei complessi prodotti finanziari

²²² Negli Stati Uniti, soprattutto a seguito degli scandali di *corporate governance* emersi a partire dal 2001, la dottrina ha suggerito che certe pratiche di remunerazione possono creare incentivi “perversi”, spingendo *managers* ad assumere rischi eccessivi. Sul punto si vedano le analisi e gli studi condotti dai professori Lucian Bebchuk e Jesse Fried (Harvard Law School), principali portavoce di tale critica: BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n. 3, 2003, 71-92; BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 30, n. 4, 2005, 807-822; BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Pay without Performance: Overview of the Issues*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 30, n. 4, 2005, 647-673. In particolare, è stato rilevato con riferimento alle pratiche di remunerazione delle istituzioni finanziarie (tra cui le banche) come le cosiddette garanzie di *bonus* secondo le quali il *bonus* di un amministratore sarebbe soggetto ad un incremento in uno scenario positivo ma non soggetto ad una riduzione in uno scenario negativo, diano luogo a incentivi “perversi” ad assumere rischi eccessivi, così BEBCHUK L. A., *Bonus Guarantees can Fuel Risky Moves*, in *Wall Street Journal*, 27 agosto 2009, <http://www.wsj.com/articles/SB125131480049161335>, consultato il 20 dicembre 2014, secondo cui: «guaranteed bonuses create perverse incentives to take excessive risks, and they consequently could well be worse for incentives than straight salary».

²²³ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 32.

²²⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, cit., 33.

oggetto del loro esame; esse rilasciarono giudizi e valutazioni lusinghieri sulla base di modelli valutativi fallaci perché fondati su ipotesi irragionevoli o scollegate dalla realtà; è stato osservato che parte del problema potrebbe risiedere nella concentrazione di agenzie di *rating* nel mercato e nei loro conflitti di interesse²²⁵ (le agenzie di *rating* rilasciano giudizi a fronte del pagamento di commissioni da parte dell'emittente degli strumenti oggetto di valutazione, ciò potrebbe minare l'obiettività di giudizio da parte delle agenzie di *rating*).

È nel contesto sopra delineato che i *leaders* del G20, riunitisi a Londra nell'aprile 2009, conclusero che le dimensioni globali della crisi richiedessero una risposta su scala mondiale e si impegnarono formalmente a fare quanto necessario affinché, tra le altre cose, il rafforzamento della regolamentazione del settore finanziario aiutasse a ristabilire la fiducia dei mercati.²²⁶ Nello specifico, i *leaders* del G20 si diedero atto che i significativi fallimenti della regolamentazione e vigilanza del settore finanziario furono tra le cause principali della crisi del 2007-2008.²²⁷ Venne, inoltre, riconosciuta la necessità di assicurare maggiore coerenza tra i quadri regolamentari del settore finanziario e maggiore cooperazione internazionale tra i vari paesi.²²⁸ I principali obiettivi dei *leaders* del G20 per il rafforzamento della regolamentazione e vigilanza del settore finanziario furono:

²²⁵ HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, vol. 1, n. 1, 2009, 113.

²²⁶ G20 LONDON SUMMIT, *Official Communiqué issued at the close of the G20 London Summit*, 2 aprile 2009, par. 2-4, eu-un.europa.eu/articles/en/article_8622_en.htm, consultato il 6 dicembre 2014.

²²⁷ *Ibidem*; G20 LONDON SUMMIT, *Official Communiqué issued at the close of the G20 London Summit*, cit. par. 13 secondo cui «Major failures in the financial sector and in financial regulation and supervision were fundamental causes of the crisis. Confidence will not be restored until we rebuild trust in our financial system. We will take action to build a stronger, more globally consistent, supervisory and regulatory framework for the future financial sector, which will support sustainable global growth and serve the needs of business and citizens».

²²⁸ *Ibidem*; G20 LONDON SUMMIT, *Official Communiqué issued at the close of the G20 London Summit*, cit. par. 14 secondo cui «We each agree to ensure our domestic regulatory systems are strong. But we also agree to establish the much greater consistency and systematic cooperation between countries, and the framework of internationally agreed high standards, that a global financial system requires».

(i) promuovere correttezza, integrità e trasparenza nel mercato; (ii) proteggere contro rischi nel sistema finanziario; (iii) ridurre il ricorso a fonti di finanziamento il cui rischio sia inappropriato; e (iv) disincentivare l'eccessiva assunzione di rischi.²²⁹

Nei prossimi paragrafi verranno illustrate le risposte regolamentari degli Stati Uniti e dell'Unione Europea alla crisi del 2007-2008 limitatamente alle previsioni normative di maggiore rilievo per il settore del *private equity*.^{230 231} Tale illustrazione sarà strumentale sia per l'analisi comparativa dei due quadri regolamentari (v. *infra* cap. III, par. 3), sia per ipotizzare scenari di possibile sviluppo del mercato del *private equity* (v. *infra* cap. IV, par. 1).

2. Quadro regolamentare del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea

2.1 Stati Uniti: 2010 Dodd-Frank Act

Gli Stati Uniti non tardarono a dare attuazione alle intese internazionali raggiunte durante il *summit* del G20 tenutosi a Londra nella primavera del 2009. Il

²²⁹ *Ibidem*; G20 LONDON SUMMIT, *Official Communiqué issued at the close of the G20 London Summit*, cit. par. 14 secondo cui «Strengthened regulation and supervision must promote propriety, integrity and transparency; guard against risk across the financial system; dampen rather than amplify the financial and economic cycle; reduce reliance on inappropriately risky sources of financing; and discourage excessive risk-taking».

²³⁰ Si segnalano, incidentalmente, i lavori della professoressa Roberta Romano (Yale Law School) sui limiti delle riforme regolamentari del settore finanziario statunitense e su tecniche legislative volte a mitigare tali limiti; l'autrice osserva che le riforme regolamentari del settore finanziario statunitense: (i) vengono immancabilmente adottate in reazione a crisi finanziarie, in momenti in cui vi sono scarse informazioni utili disponibili; (ii) si dimostrano inadatte a fronteggiare i problemi che si intendeva risolvere; e (iii) sono difficili da modificare anche in casi in cui sembrerebbe esservi consenso politico; l'autrice suggerisce due tecniche legislative volte a mitigare i limiti di cui sopra: prevedere la verifica dell'efficacia e revisione della normativa a distanza di tempo e meccanismi di implementazione delle norme flessibili o soggetti a un periodo iniziale di sperimentazione; v. ROMANO R., *Regulating in the Dark*, in *Yale Law & Economics Research Paper*, No. 442, 2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1974148, consultato il 22 dicembre 2014; ROMANO R., *Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: A Postscript to Regulating in the Dark*, in *Yale Law & Economics Research Paper*, No. 515, 2014, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517853, consultato il 22 dicembre 2014.

²³¹ La presente trattazione del quadro regolamentare del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea non ha pretesa di esaustività ed è espressamente limitata alle previsioni ritenute più significative ai fini del presente lavoro.

19 giugno 2009 il presidente degli Stati Uniti, Barack Obama, presentò le linee guida di una radicale riforma regolamentare del settore finanziario statunitense.²³² Con particolare riferimento all'industria del *private equity*, la proposta dell'amministrazione Obama prevedeva che gli *investment advisers* (inclusi i gestori dei fondi di *private equity*; v. *infra* cap. III, par. 2.1.1) fossero soggetti a registrazione presso la U.S. Securities and Exchange Commission (di seguito, "SEC"),²³³ affinché la SEC potesse vigilare su di essi e, se necessario, intervenire per la tenuta e stabilità dei mercati finanziari.²³⁴

Alla fine del 2009 il deputato democratico Barney Frank diede seguito alle linee guida avanzate dal presidente Obama presentando una bozza di provvedimento normativo poi integrata con la proposta del senatore democratico Chris Dodd. Dopo varie navette tra U.S. House of Representatives e U.S. Senate, la bozza di provvedimento denominata «Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010» (di seguito, "Dodd-Frank Act") venne approvata e promulgata dal presidente Barack Obama il 21 luglio 2010.²³⁵

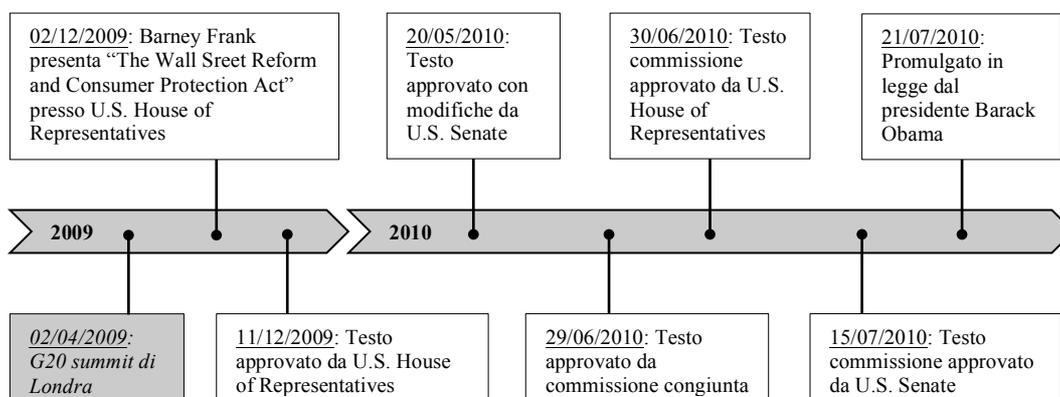
²³² U.S. DEPARTMENT OF TREASURY, *Financial Regulatory Reform – A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*, 2009, http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf, consultato il 6 dicembre 2014; WSJ STAFF, *Obama's Financial Reform Plan: The Condensed Version*, in *The Wall Street Journal*, 17 giugno 2009, <http://blogs.wsj.com/washwire/2009/06/17/obamas-financial-reform-plan-the-condensed-version/>, consultato il 6 dicembre 2014.

²³³ La U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) è un ente federale degli Stati Uniti, indipendente, con responsabilità, tra le altre cose, di vigilanza e regolamentazione nel settore finanziario statunitense; la missione della SEC è la protezione degli investitori, il mantenimento di mercati equi, efficienti e ordinati, nonché la facilitazione della formazioni di capitali; <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.VImPF6ahDxg>, consultato l'11 dicembre 2014.

²³⁴ U.S. DEPARTMENT OF TREASURY, *Financial Regulatory Reform – A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*, cit., 12; WSJ STAFF, *Obama's Financial Reform Plan: The Condensed Version*, in *The Wall Street Journal*, cit., 1.

²³⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, U.S. Public Law n. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

Tabella 15 – Cronologia 2010 Dodd-Frank Act



Fonte: Elaborazione propria sulla base di KITTREDGE G. & PAUL T., *The AIFM Directive vs. Dodd-Frank – Comparative Strengths and Weaknesses*, (mimeo), 2011, 6, http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/AIFM_-_Presentation_Kittredge_-_Paul.pdf, consultato il 12 dicembre 2014.

Il Dodd-Frank Act è entrato in vigore a marzo 2012 e rappresenta una significativa modifica dell'ordinamento statunitense perché, con esso, soggetti (inclusi i gestori di fondi di *private equity* e *hedge funds*) che prima di allora avevano potuto operare in piena autonomia negoziale con le proprie controparti e, soprattutto, senza supervisione da parte di autorità di vigilanza, vennero assoggettati al controllo della SEC e ad un rigoroso regime regolamentare (inclusi oneri documentali e obblighi informativi, come di seguito illustrato).²³⁶

La *ratio* del Dodd-Frank Act è, principalmente, promuovere la stabilità finanziaria degli Stati Uniti intervenendo sul regime di responsabilità e sulla trasparenza del settore finanziario, mitigare il problema del "too big to fail" ed evitare ulteriori interventi pubblici (dunque a carico dei contribuenti) in salvataggio del sistema finanziario privato.²³⁷

Il Dodd-Frank Act è un provvedimento particolarmente voluminoso²³⁸ ma per gli operatori del *private equity* rileva principalmente il Title IV²³⁹ che: (i)

²³⁶ *Ibidem*.

²³⁷ KITTREDGE G. & PAUL T., *The AIFM Directive vs. Dodd-Frank – Comparative Strengths and Weaknesses*, cit., 7.

²³⁸ Il Dodd-Frank Act conta 848 pagine contro le 29 pagine della legge federale del 1864 che istituì il sistema bancario statunitense, le 32 pagine del Federal Reserve Act del 1913 e le 37 pagine del Glass-Steagall Act che rappresenta l'ultima significativa riforma del sistema finanziario

modifica il regime di registrazione ai sensi dell'Investment Advisers Act of 1940 (di seguito, "Advisers Act");²⁴⁰ (ii) precisa i poteri della SEC nei confronti degli *investment advisers*; e (iii) introduce nuovi obblighi organizzativi a carico degli *investment advisers*, inclusi gli operatori del *private equity*. Per comprendere la portata della riforma introdotta dal Dodd-Frank Act occorre mettere a sistema tale legge di riforma con la disciplina dell'Advisers Act, come di seguito illustrato.

2.1.1 Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo

L'Advisers Act, come modificato dal Dodd-Frank Act, ha ad oggetto la regolamentazione delle attività degli *investment advisers*, termine definito e interpretato estensivamente, sì da ricomprendervi ogni soggetto (sia esso persona fisica o giuridica) che, a titolo oneroso, fornisca consigli, prepari relazioni o esegua analisi in materia di strumenti finanziari o investimenti.²⁴¹ Nello specifico, l'Advisers Act impone agli *investment advisers* che gestiscano patrimoni non inferiori a \$100 milioni e che non rientrino in una delle eccezioni ivi previste di registrarsi presso la SEC e di conformarsi allo speciale regime previsto per gli *investment advisers* soggetti a registrazione (*registered investment advisers*; di seguito, "RIA").

Molte delle *private equity firms*, nonché dei *general partners* e delle *advisory companies* di fondi di *private equity* sono quindi soggetti al regime

statunitense prima del Dodd-Frank Act; v. THE ECONOMIST, *Too big not to fail*, in *The Economist*, 18 febbraio 2012, <http://www.economist.com/node/21547784>, consultato l'11 dicembre 2014.

²³⁹ Il Title IV del Dodd-Frank Act è rubricato «Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others».

²⁴⁰ 15 U.S.C. §80b-1 fino a §80b-21; l'Advisers Act è la principale fonte normativa nell'ordinamento degli Stati Uniti in materia di *investment advisers*, ossia di soggetti che prestano a titolo oneroso attività di consulenza con riferimento a investimenti e strumenti finanziari (definiti e interpretati in maniera estensiva), v. *infra* cap. III, par. 2.1.1.

²⁴¹ CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, in *UC Davis Business Law Journal*, vol. 12, 2012, 130; ai sensi dell'Advisers Act, §202(a)(11): «"Investment adviser" means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities».

previsto per i RIA a meno che una delle seguenti eccezioni non trovi applicazione.²⁴²

1. “*private fund advisers*” – sono esclusi dal regime regolamentare previsto per i RIA ai sensi dell’Advisers Act, gli *investment advisers* che agiscano esclusivamente per conto di *private funds*²⁴³ e che abbiano un patrimonio in gestione negli Stati Uniti inferiore a \$150 milioni;²⁴⁴
2. “*private fund advisers esteri*” – in generale, il regime regolamentare previsto per i RIA ai sensi dell’Advisers Act si applica agli *investment advisers* non statunitensi limitatamente ai loro rapporti con clienti statunitensi;²⁴⁵ nello specifico, sono esclusi dal regime regolamentare previsto per i RIA gli *investment advisers* che: (a) non abbiano sede negli Stati Uniti; (b) nei precedenti dodici mesi abbiano (i) avuto meno di quindici investitori in *private funds* e/o clienti negli Stati Uniti per i quali abbiano agito come *investment advisers* e (ii) un patrimonio in gestione attribuibile a tali investitori e clienti negli Stati Uniti complessivamente inferiore a \$25 milioni; e (c) non si presentino al pubblico negli Stati Uniti come *investment advisers* né agiscano come *investment advisers* per certe società di investimento;²⁴⁶

²⁴² Per completezza si osserva che i veicoli di gestione di un patrimonio familiare (*family offices*) sono espressamente esclusi dall’ambito soggettivo di applicazione dell’Advisers Act ai sensi del Dodd-Frank Act, §409 e dell’Advisers Act, §202(a)(11)(G).

²⁴³ Il termine “*private fund*” è definito nell’Advisers Act mediante rinvio all’Investment Company Act of 1940; ai sensi dell’Advisers Act §202(a)(29): «the term “private fund” means an issuer that would be an investment company, as defined in section 3 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-3), but for section 3(c)(1) or 3(c)(7) of that Act».

²⁴⁴ Advisers Act, §203(m)(1).

²⁴⁵ CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, cit., 136 ss.

²⁴⁶ Advisers Act, §203(b)(3) e §202(a)(30); CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, cit., 167 ss.

3. “*venture capital fund advisers*” – sono esclusi dal regime regolamentare previsto per i RIA ai sensi dell’Advisers Act, gli *investment advisers* che agiscano esclusivamente per conto di “*venture capital funds*”,²⁴⁷
4. “*investment advisers di SBIC*” – sono esclusi dal regime regolamentare previsto per i RIA ai sensi dell’Advisers Act, gli *investment advisers* che agiscano esclusivamente per conto di *small business investment companies* (SBIC) (per la nozione di SBIC v. *supra* cap. I, par. 1).²⁴⁸

Il regime previsto per i RIA ai sensi dell’Advisers Act può essere sintetizzato nei seguenti elementi: (i) requisiti organizzativi, relativi all’archiviazione, al mantenimento e all’aggiornamento di certi libri sociali, scritture contabili, corrispondenza, comunicazioni e contratti con i propri clienti/investitori, all’adozione di specifiche politiche e procedure di *compliance*; (ii) obblighi informativi verso la SEC e il pubblico; (iii) obblighi di custodia dei beni patrimoniali di clienti/investitori; (iv) rispetto di certe norme inderogabili relative al contenuto dei contratti con i clienti/investitori; (v) regime speciale di pubblicità; (vi) rispetto di norme anti-elusive; e (vii) rispetto delle norme statali.

Infine, ferme restando le eccezioni all’obbligo di registrazione, gli *investment advisers* che facciano affidamento sulle eccezioni per *private fund advisers* e *venture capital funds advisers* sono, in ogni caso, soggetti ad alcuni obblighi informativi semplificati e al rispetto di alcune norme generali aventi carattere anti-elusivo.²⁴⁹

²⁴⁷ Advisers Act, §203(l). Il termine “*venture capital funds*” è definito nell’Advisers Act mediante rinvio alla normativa secondaria emanata dalla SEC; v. SEC Release No. IA-3222, File No. S7-37-10, U.S. Code of Federal Regulations, title 17, part 275; CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, cit., 180 ss.

²⁴⁸ Advisers Act, §203(b)(7); CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, cit., 179.

²⁴⁹ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204-4(a).

2.1.2 *Requisiti organizzativi*

Ai sensi dell'Advisers Act, come modificato dal Dodd-Frank Act, i RIA sono soggetti a dettagliati requisiti organizzativi. Nello specifico, i RIA sono tenuti a registrare, aggiornare e mantenere copia, tra le altre cose, dei seguenti documenti e informazioni con riferimento a ciascun soggetto cui forniscono i propri servizi: (i) accordi integrativi o ancillari di contratti quadro nei quali siano previste condizioni di maggior favore per uno o più clienti/investitori; (ii) operazioni di pagamento, investimento, disinvestimento o altre operazioni ad esse collegate; (iii) importo del patrimonio in gestione, indicando l'eventuale ricorso a finanziamenti di terzi, ivi incluse obbligazioni fuori bilancio; (iv) esposizione a rischi di credito delle controparti contrattuali; (v) politiche e procedure di investimento; (vi) politiche e procedure di valutazione degli investimenti; (vii) tipologia dei beni che costituiscono l'attivo patrimoniale; e (viii) ogni altra informazione che possa essere ritenuta opportuna e necessaria, nel pubblico interesse, dalla SEC o altra autorità per la protezione degli investitori da rischi sistemici.²⁵⁰

I RIA devono, inoltre, tenere aggiornati i libri sociali e le scritture contabili, nonché mantenere copia delle comunicazioni e dei contratti con i soggetti cui forniscono i propri servizi, in ciascun caso affinché tali documenti e informazioni siano prontamente disponibili in caso di richiesta o ispezione da parte della SEC.²⁵¹ Tali obblighi di archiviazione, mantenimento e aggiornamento servono anche a supportare il contenuto delle comunicazioni periodiche che i RIA devono effettuare alla SEC o ai soggetti cui forniscono i propri servizi (v. *infra* cap. III, par. 2.1.3).²⁵²

²⁵⁰ Advisers Act, §204(b)(3); Dodd-Frank Act, §404; U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204-2.

²⁵¹ Advisers Act, §204(a). Ai sensi dell'Advisers Act la SEC deve condurre ispezioni periodiche in merito alle attività dei RIA ma ha facoltà di condurre ispezioni in qualsiasi momento.

²⁵² PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:7.2.

I RIA devono dotarsi di politiche e procedure di *compliance*. Nello specifico, i RIA devono: (i) adottare e implementare politiche e procedure scritte che possano ragionevolmente prevenire violazioni, da parte dei RIA e del personale sottoposto a loro supervisione, delle norme di cui all'Advisers Act e alle regole emanate dalla SEC in attuazione dell'Advisers Act; (ii) rivedere periodicamente, ma almeno annualmente, l'adeguatezza e l'efficacia delle politiche e procedure di cui al precedente punto (i); e (iii) nominare un responsabile (*chief compliance officer*) della gestione delle politiche e procedure di cui al precedente punto (i).²⁵³

I RIA devono, infine, dotarsi di un codice etico (il cui contenuto minimo è espressamente identificato nelle norme attuative dell'Advisers Act) e fare in modo che vengano prodotte relazioni periodiche da sottoporre all'attenzione e supervisione del *chief compliance officer*.²⁵⁴

2.1.3 *Obblighi informativi*

Ai sensi dell'Advisers Act, come modificato dal Dodd-Frank Act, i RIA sono soggetti a obblighi informativi nei confronti della SEC e, in alcuni casi, nei confronti dei propri clienti/investitori. In particolare, i RIA devono presentare alla SEC il Form ADV – il cui contenuto di dettaglio è definito mediante provvedimenti della SEC – insieme alla loro domanda di registrazione come RIA presso la SEC.²⁵⁵ Il Form ADV è diviso in quattro parti: (i) la parte 1A contiene informazioni relative al RIA, ai soggetti che detengono partecipazioni dirette o indirette nel RIA, ai soggetti che detengono il controllo del RIA e ai soggetti delegati dal RIA; (ii) la parte 1B contiene informazioni relative all'eventuale registrazione del RIA presso autorità statali negli Stati Uniti; (iii) la parte 2A

²⁵³ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.206(4)-7; PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:7.2.

²⁵⁴ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204A-1.

²⁵⁵ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.203-1. Salvo eccezioni motivate da esigenze di confidenzialità, le informazioni trasmesse mediante il Form ADV sono rese pubbliche dalla SEC.

contiene la cosiddetta “*brochure*”, ossia un documento contenente informazioni relative, tra le altre cose, alle attività del RIA, alle politiche di remunerazione, alle commissioni, alle strategie di investimento, ai rischi e ad eventuali conflitti di interesse del RIA; e (iv) la parte 2B contiene il cosiddetto “*brochure supplement*”, ossia un documento nel quale sono indicate, tra le altre cose, informazioni relative a dirigenti, *partners*, amministratori e dipendenti del RIA.²⁵⁶ I RIA devono aggiornare periodicamente (almeno annualmente) il Form ADV.²⁵⁷ Inoltre, i RIA devono trasmettere periodicamente versioni aggiornate della *brochure* e del *brochure supplement* ai propri clienti/investitori.²⁵⁸

I RIA che gestiscono patrimoni non inferiori a \$150 milioni sono inoltre tenuti a fornire informative periodiche (su base annuale o, nel caso di RIA che gestiscano patrimoni significativi, su base trimestrale), mediante trasmissione alla SEC del Form PF.²⁵⁹ Il contenuto del Form PF varia in base alle dimensioni del RIA e alla tipologia di soggetto a cui il RIA fornisce i propri servizi e può comprendere sia informazioni relative al RIA (incluse informazioni sul patrimonio in gestione), sia informazioni relative a ciascun fondo di investimento o altro organismo collettivo di investimento cui il RIA offra i propri servizi (incluse informazioni relative al valore lordo e netto degli investimenti, al valore complessivo delle posizioni in strumenti finanziari derivati, ai soggetti che detengono partecipazioni rilevanti nel fondo od organismo collettivo di investimento, ai rendimenti lordi e netti, alla leva finanziaria, alle valutazioni finanziarie e alle metodologie di valutazione, alla liquidità degli investimenti e alle *portfolio companies*).²⁶⁰

²⁵⁶ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.203-1.

²⁵⁷ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204-1.

²⁵⁸ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204-3.

²⁵⁹ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204(b)-1. Le informazioni trasmesse mediante il Form PF sono trattate come informazioni riservate sia dalla SEC, sia dalle altre autorità o agenzie amministrative che vi possano avere accesso.

²⁶⁰ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.204(b)-1.

2.1.4 *Custodia patrimoni dei clienti/investitori*

Ai sensi dell'Advisers Act, come modificato dal Dodd-Frank Act, i RIA devono salvaguardare la custodia dei beni patrimoniali dei propri clienti/investitori e fare in modo che un revisore indipendente fornisca ai clienti/investitori un'informativa periodica in merito alla consistenza di tali beni patrimoniali.²⁶¹ Il revisore indipendente deve verificare mediante ispezione fisica, da condursi almeno annualmente, la consistenza dei beni patrimoniali affidati in deposito.²⁶²

2.1.5 *Remunerazione del RIA*

Sebbene nella prassi solitamente non rappresenti un problema, ai sensi di §205(a)(1) dell'Advisers Act sono vietate clausole contrattuali che prevedano la remunerazione del RIA in funzione dei rendimenti del proprio cliente/investitore (sarebbero quindi vietate le usuali previsioni relative al pagamento di commissioni sulla *performance* a favore del *general partner*, v. *infra* cap. II, par. 1.2) a meno che tale cliente/investitore non soddisfi certi requisiti patrimoniali minimi. È quindi di fondamentale importanza per la tenuta del modello economico di un fondo di *private equity* verificare l'applicabilità di una delle eccezioni al divieto di remunerazione del RIA in funzione dei rendimenti del proprio cliente/investitore ai sensi dell'Advisers Act.²⁶³

2.1.6 *Altre previsioni*

Vi sono previsioni nell'Advisers Act, come modificato dal Dodd-Frank Act, che regolano il contenuto dei contratti tra i RIA e i propri clienti/investitori, la pubblicità dei servizi offerti dai RIA e le condotte elusive della norma in oggetto.

²⁶¹ Dodd-Frank Act, §411; CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, cit., 213 ss.; PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:7.2

²⁶² U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.206(4)-2.

²⁶³ Advisers Act, §205(b)(4).

Quanto al contenuto dei contratti tra i RIA e i propri clienti/investitori, ai sensi dell'Advisers Act è vietata la cessione dei contratti di consulenza tra i RIA e i propri clienti/investitori senza il previo consenso del cliente/investitore interessato.²⁶⁴ È inoltre vietata la rinuncia pattizia, da parte dei clienti/investitori, al rispetto delle previsioni dell'Advisers Act da parte del RIA.²⁶⁵

Quanto invece alla pubblicità dei servizi offerti dai RIA, l'Advisers Act prevede regole in merito al tipo e contenuto dei messaggi e delle informazioni aventi carattere promozionale (o più propriamente pubblicitario) che i RIA possono divulgare al pubblico; la *ratio* è evidentemente tutelare i destinatari di tali messaggi o informazioni.²⁶⁶

Quanto, infine, alle norme anti-elusive, ai sensi dell'Advisers Act a ciascun *investment adviser* (sia esso un RIA o non) è fatto divieto di: (i) fornire false informazioni o informazioni fuorvianti o di omettere circostanze fattuali, in ciascun caso con riferimento a eventi significativi, nelle comunicazioni a investitori o potenziali investitori; e (ii) compiere qualsiasi atto fraudolento, fuorviante o manipolativo con riferimento ai suddetti investitori o potenziali investitori.²⁶⁷ Inoltre, a ciascun *investment adviser* (sia esso un RIA o non) è fatto divieto di fornire, a titolo oneroso, i propri servizi a favore di qualsiasi ente governativo cui tale *investment adviser* abbia effettuato una contribuzione di capitali, per un periodo di due anni dalla data della contribuzione in oggetto (cosiddetto divieto di “*pay to play*”).²⁶⁸

²⁶⁴ Advisers Act, §205(a)(2).

²⁶⁵ Advisers Act, §215(a).

²⁶⁶ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.206(4)-1; PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:7.2.

²⁶⁷ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.206(4)-8.

²⁶⁸ U.S. Code of Federal Regulations, title 17, §275.206(4)-5.

2.1.7 Norme statali

Sebbene l'Advisers Act preveda espressamente che le norme statali statunitensi non possano richiedere la registrazione di *investment advisers* che siano già tenuti a registrarsi presso la SEC,²⁶⁹ ciò non esclude che *investment advisers* che rientrino in una o più delle eccezioni all'obbligo di registrazione presso la SEC (v. *supra* cap. III, par. 2.1.1) siano soggetti all'applicazione di regimi statali e alla vigilanza delle autorità statali.²⁷⁰

2.1.8 Rilievi conclusivi su 2010 Dodd-Frank Act

In breve, il Dodd-Frank Act ha segnato negli Stati Uniti il passaggio dalla sostanziale assenza di regolamentazione e vigilanza sugli operatori del *private equity* a un regime regolamentare che impone loro la registrazione presso la SEC (con conseguente vigilanza della SEC) e introduce requisiti organizzativi e obblighi informativi volti ad assicurare trasparenza nel mercato, nonché la possibilità per le autorità di intervenire in caso di rischi sistemici o pericolo per la stabilità del sistema finanziario.

La principale critica al Dodd-Frank Act, dal punto di vista degli operatori del *private equity*, è che il Dodd-Frank Act ha attratto nell'alveo della regolamentazione anche il settore del *private equity*, sebbene la legge in oggetto ambisca a proteggere il mercato finanziario da rischi sistemici e gli esperti concordino che il *private equity* non sia fonte di rischi sistemici.²⁷¹ Il punto è, quindi, che gli oneri e costi imposti dal Dodd-Frank Act non sarebbero necessari e renderebbero il mercato del *private equity* meno efficiente.

²⁶⁹ Advisers Act, §203A(b)(1).

²⁷⁰ PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, cit., §47:7.2.

²⁷¹ SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. XVIII, 2013, 658.

2.2 Unione Europea: direttiva 2011/61/EU (Direttiva GEFIA)

La crisi finanziaria del 2007-2008 mise in evidenza, tra le altre cose, le lacune del quadro regolamentare e del sistema di vigilanza dei mercati finanziari europei e, in particolare, manchevolezze in materia di trasparenza nel mercato, applicazione uniforme del diritto dell'Unione Europea, cooperazione e coordinamento tra le autorità nazionali.²⁷² Venne così avviato un processo di analisi e riforma del quadro regolamentare volto a riformare i sistemi di vigilanza, rafforzare il livello di trasparenza a tutela degli investitori, ripristinare la fiducia nel mercato e minimizzare il rischio di future crisi finanziarie.²⁷³

Nel periodo compreso tra luglio 2008 e febbraio 2009 – dunque prima del *summit* dei *leaders* del G20 tenutosi a Londra ad aprile 2009 – vennero elaborate tre relazioni di esperti europei²⁷⁴ che posero le basi per la successiva redazione della prima bozza di direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (i gestori, di seguito, “GEFIA”; e i fondi, di seguito, “FIA”). Seguirono mesi di intenso lavoro da parte delle varie istituzioni europee, soprattutto da parte della Commissione europea, per la definizione di un testo condiviso. La Direttiva GEFIA è stata pubblicata nella gazzetta ufficiale dell'Unione Europea l'1 luglio 2011, il provvedimento è entrato in vigore il 21 luglio 2011 e il termine per il recepimento da parte degli Stati membri è scaduto il 22 luglio 2013.²⁷⁵

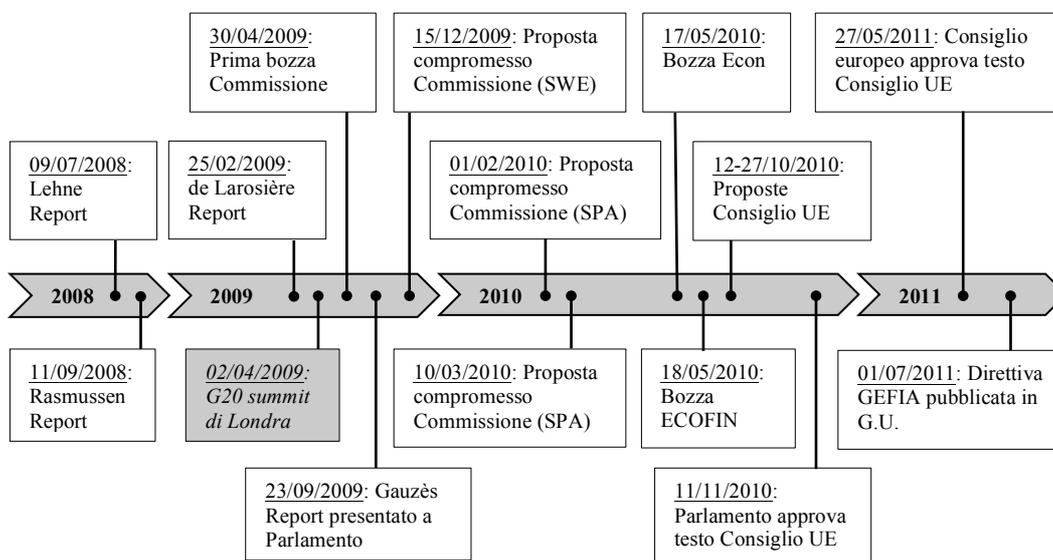
²⁷² CONSOB, *Relazione sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)*, 2014, 2.

²⁷³ *Ibidem*.

²⁷⁴ Si intende fare riferimento alle seguenti relazioni (1) *Lehne report*, del 9 luglio 2008, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0296+0+DOC+XML+V0//EN>; (2) *Rasmussen report*, dell'11 settembre 2008, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0338+0+DOC+XML+V0//EN&language=en>; e (3) *de Larosière report*, del 25 febbraio 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

²⁷⁵ La direttiva è, infatti, un atto normativo rivolto agli Stati membri che, ai sensi dell'art. 288(3) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, «vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi». Si segnala che il termine entro il quale la direttiva europea deve essere recepita rileva, tra le altre cose, ai fini dell'applicabilità del principio della “efficacia diretta” della direttiva, ossia dell'attribuzione di diritti ai singoli, nel caso gli obblighi previsti in tale direttiva siano precisi, chiari e incondizionati e non richiedano misure complementari di

Tabella 16 – Cronologia direttiva 2011/61/UE (Direttiva GEFIA)



Fonte: Elaborazione propria sulla base di KITTREDGE G. & PAUL T., *The AIFM Directive vs. Dodd-Frank – Comparative Strengths and Weaknesses*, cit., 3.

Gli obiettivi della Direttiva GEFIA, come identificati dalla Commissione europea, sono: (i) incrementare il livello di trasparenza dei GEFIA nei confronti degli investitori, delle autorità di vigilanza e dei dipendenti delle *portfolio companies*; (ii) dotare le autorità nazionali ed europee delle informazioni e degli strumenti necessari per monitorare e rispondere al rischio di stabilità del sistema finanziario che possa essere causato o amplificato dall'attività dei GEFIA; (iii) introdurre un comune e solido approccio verso la protezione degli investitori nei FIA; (iv) rafforzare ed espandere il mercato unico, creando le condizioni per una più ampia scelta da parte degli investitori e maggiore competizione all'interno dell'Unione Europea sulla base di un forte e uniforme quadro regolamentare; e (v) incrementare il livello di responsabilità di GEFIA che ottengano il controllo di società non quotate verso i dipendenti di tali società e il mercato in generale.²⁷⁶ Nello specifico, con riferimento al rafforzamento della vigilanza, l'obiettivo

carattere nazionale o europeo; per approfondimenti sull'efficacia diretta delle direttive dell'Unione europea v. CRAIG P. & DE BÚRCA G., *EU Law – Text, Cases, and Materials*, Oxford (Regno Unito), Oxford University Press, 2011, 180 ss.

²⁷⁶ EUROPEAN COMMISSION, *Press release – Directive on Alternative Investment Fund Managers ('AIFMD'): Frequently Asked Questions*, Memo/10/572, 2011.

consiste nell'attuazione di un «doppio binario di “vigilanza macro-prudenziale”, finalizzata al controllo e alla valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dagli sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo complesso e di “vigilanza micro-prudenziale”, finalizzata a salvaguardare la stabilità dei partecipanti al mercato e a tutelare gli investitori».²⁷⁷

Alla Direttiva GEFIA hanno fatto seguito atti di recepimento al livello nazionale da parte degli Stati membri dell'Unione Europea,²⁷⁸ atti delegati,²⁷⁹ provvedimenti attuativi,²⁸⁰ nonché – particolarmente rilevanti ai fini del presente lavoro – gli orientamenti dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) che è la principale autorità europea preposta alla vigilanza dei GEFIA.²⁸¹

Le previsioni di maggiore interesse per gli operatori del *private equity* introdotte dalla Direttiva GEFIA saranno di seguito brevemente illustrate e riguardano: (i) i requisiti organizzativi, in particolare i requisiti di capitalizzazione minima, di gestione dei rischi e di gestione della liquidità; (ii) gli obblighi informativi; (iii) gli obblighi di custodia dei patrimoni del FIA; (iv) le politiche di remunerazione del GEFIA; e (v) le previsioni anti-disaggregazione delle attività.

²⁷⁷ CONSOB, *Relazione sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)*, cit., 3.

²⁷⁸ Ad esempio l'Italia ha recepito la direttiva GEFIA mediante il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44.

²⁷⁹ Si rinvia, in particolare, al: (i) regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza; e (ii) regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione del 17 dicembre 2013 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi.

²⁸⁰ Si rinvia, in particolare, al: (i) regolamento di esecuzione (UE) n. 447/2013 della Commissione del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura applicabile ai GEFIA che scelgono di sottoporsi alle norme della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio; e (ii) regolamento di esecuzione (UE) n. 448/2013 della Commissione del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura di determinazione dello Stato membro di riferimento del GEFIA non UE a norma della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

²⁸¹ Si rinvia, in particolare, agli Orientamenti ESMA/2013/232 per sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA del 1 luglio 2013.

2.2.1 *Ambito di applicazione soggettivo e oggettivo*

La Direttiva GEFIA contiene norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che gestiscono e/o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA) – ivi inclusi fondi di *private equity* – nell'Unione Europea.²⁸²

Nello specifico la direttiva in oggetto si applica a: (i) GEFIA che abbiano la sede legale in uno degli Stati membri (di seguito, “GEFIA UE”); (ii) GEFIA che non abbiano la sede legale in uno degli Stati membri dell'Unione Europea (di seguito, “GEFIA non UE”) ma che gestiscano uno o più FIA autorizzati, registrati o aventi la sede legale in uno degli Stati membri dell'Unione Europea (di seguito, “FIA UE”); e (iii) GEFIA non UE che commercializzino uno o più FIA nell'Unione Europea (siano essi FIA UE o non).²⁸³ Sono esclusi dall'ambito di applicazione soggettivo, tra gli altri: (i) gli enti pensionistici aziendali o professionali che rientrino nell'ambito della direttiva 2003/41/CE;²⁸⁴ (ii) le istituzioni sopranazionali (ad esempio la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti); e (iii) GEFIA che gestiscano uno o più FIA i cui unici investitori sono i GEFIA stessi o altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo societario (ad esempio i *captive funds*, v. cap. I, par. 3).²⁸⁵ È, infine, previsto un regime regolamentare semplificato per i GEFIA il cui patrimonio in gestione sia inferiore a €100 milioni (o €500 milioni se il FIA non fa ricorso alla leva finanziaria).²⁸⁶

Oggetto principale della Direttiva GEFIA è il regime autorizzatorio: nessun GEFIA (che rientri nell'ambito di applicazione soggettivo della direttiva in oggetto) può gestire o commercializzare FIA senza autorizzazione dell'autorità di

²⁸² Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 1.

²⁸³ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 2(1).

²⁸⁴ Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali.

²⁸⁵ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), artt. 2(3) e 3(1).

²⁸⁶ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 3.

vigilanza competente ma, una volta rilasciata, tale autorizzazione è valida per tutti gli Stati membri (cosiddetto “passaporto UE”).²⁸⁷ Il passaporto UE è probabilmente la maggiore opportunità offerta dalla Direttiva GEFIA agli operatori del *private equity*.

Per chiarezza: la Direttiva GEFIA non disciplina i FIA (che continuano ad essere disciplinati al livello nazionale) ma solo i GEFIA, ossia i gestori di tali FIA.²⁸⁸

2.2.2 *Requisiti organizzativi*

Ai sensi della Direttiva GEFIA, i GEFIA devono conformarsi a specifici requisiti patrimoniali e organizzativi, come di seguito illustrato. Nello specifico i GEFIA devono dotarsi di un capitale iniziale di almeno €125.000, o €300.000 nel caso in cui i GEFIA siano FIA gestiti internamente (ad esempio nel caso di società di investimento a capitale fisso)²⁸⁹ e di un importo supplementare pari allo 0,02% dell'importo per il quale il valore dei portafogli del GEFIA superi i €250.000.000; il totale del capitale iniziale e importo aggiuntivo non può superare i €10.000.000.²⁹⁰ Per far fronte a potenziali rischi di responsabilità professionale derivanti dalle attività che i GEFIA possono esercitare, i GEFIA devono dotarsi di fondi propri aggiuntivi e adeguati a coprire potenziali rischi derivanti da negligenza professionale ovvero essere titolari di una polizza assicurativa sulla responsabilità per negligenza professionale che sia adeguata ai rischi coperti.²⁹¹ La normativa europea di attuazione precisa che, salvo eccezioni, l'importo dei fondi propri aggiuntivi deve essere almeno pari allo 0,01% del valore dei

²⁸⁷ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), artt. 6 e 8(1).

²⁸⁸ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), premessa (10).

²⁸⁹ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, parte II, titolo III, capo I-*bis*, sezione II.

²⁹⁰ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 9(1)-9(3).

²⁹¹ *Ibidem*.

portafogli dei FIA gestiti, mentre la copertura assicurativa deve essere almeno pari allo 0,9% del valore dei portafogli dei FIA gestiti.²⁹²

Quanto all'organizzazione interna, ai sensi della direttiva in oggetto, i GEFIA devono ricorrere in ogni momento a risorse umane e tecniche adeguate per la buona gestione dei FIA.²⁹³ I GEFIA devono, inoltre, possedere: (i) una buona organizzazione amministrativa e contabile; (ii) modalità di controllo e di salvaguardia in materia di elaborazione elettronica dei dati; e (iii) procedure di controllo interno adeguate che comprendano, in particolare, regole per le operazioni personali dei dipendenti o per la detenzione o la gestione di investimenti a scopo di investimento in conto proprio e che assicurino, quanto meno, che qualunque operazione in cui intervenga il FIA, possa essere riconosciuta per quanto riguarda l'origine, le parti, la natura nonché il luogo e il momento in cui è stata effettuata e che le attività del FIA gestito dal GEFIA siano investite conformemente al regolamento o ai suoi documenti costitutivi e alle disposizioni normative in vigore.²⁹⁴ La normativa europea di attuazione, tra le altre cose, precisa i principi generali relativi ai requisiti organizzativi,²⁹⁵ le caratteristiche dei suddetti sistemi di elaborazione elettronica dei dati,²⁹⁶ le politiche e procedure contabili per assicurare la tutela degli investitori,²⁹⁷ i criteri per la ripartizione interna delle funzioni di controllo,²⁹⁸ le caratteristiche delle funzioni permanenti di controllo della conformità²⁹⁹ e *audit* interno,³⁰⁰ le procedure e disposizioni volte ad evitare e gestire conflitti di interesse³⁰¹ e le

²⁹² Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, artt. 14(2) e 15(4).

²⁹³ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 18(1).

²⁹⁴ *Ibidem*.

²⁹⁵ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 57.

²⁹⁶ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 58.

²⁹⁷ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 59.

²⁹⁸ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 60.

²⁹⁹ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 61.

³⁰⁰ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 62.

³⁰¹ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 63.

procedure e gli obblighi in materia di registrazione e conservazione delle operazioni.³⁰²

Quanto alla gestione del rischio, i GEFIA devono separare, sia sotto il profilo funzionale sia sotto il profilo gerarchico, le funzioni di gestione del rischio dalle unità operative (comprese le funzioni di gestione del portafoglio investimenti).³⁰³ La normativa europea di attuazione, tra le altre cose, precisa i requisiti minimi strutturali e organizzativi della funzione di gestione del rischio dei GEFIA,³⁰⁴ il contenuto minimo delle politiche di gestione del rischio,³⁰⁵ le procedure di valutazione, sorveglianza e riesame periodico dei sistemi di gestione del rischio, i criteri e procedure per la misurazione e gestione del rischio,³⁰⁶ e le procedure e garanzie minime contro i conflitti di interesse.³⁰⁷ Con riferimento alla leva finanziaria, i GEFIA devono fissare, sulla base di criteri identificati nella Direttiva GEFIA, il livello massimo di leva finanziaria cui ricorrere per conto di ogni FIA che gestiscono.³⁰⁸

La Direttiva GEFIA prevede anche che i GEFIA che gestiscono FIA diversi da fondi chiusi si dotino di un sistema adeguato per la gestione della liquidità e adottino procedure che consentano di controllare il rischio di liquidità del FIA e di garantire che il profilo di liquidità degli investimenti del FIA sia conforme alle obbligazioni sottostanti.³⁰⁹ I GEFIA devono inoltre effettuare regolarmente prove di *stress test*, in condizioni di liquidità normali ed eccezionali, che consentano loro di valutare il rischio di liquidità dei FIA e di controllare di conseguenza il rischio di liquidità dei FIA.³¹⁰

³⁰² Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 64-66.

³⁰³ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 18(1).

³⁰⁴ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 38-39.

³⁰⁵ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 40.

³⁰⁶ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 45.

³⁰⁷ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 43.

³⁰⁸ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 15(4).

³⁰⁹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 16(1).

³¹⁰ *Ibidem*.

2.2.3 *Obblighi informativi*

La Direttiva GEFIA e la normativa europea di attuazione prevedono dettagliati obblighi informativi a carico dei GEFIA che possono essere suddivisi in quattro categorie:

- (a) *Informazioni agli investitori anteriori all'investimento nei FIA* – per ciascuno dei FIA UE che gestiscono e per ciascuno dei FIA che commercializzano nell'Unione Europea, i GEFIA mettono a disposizione degli investitori nel FIA, conformemente al regolamento o ai documenti costitutivi del FIA, tra le altre cose, le seguenti informazioni: (i) una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del FIA, dei tipi di attività in cui il fondo può investire, delle tecniche che può utilizzare e di tutti i rischi associati, nonché del livello massimo di leva finanziaria che il GEFIA è autorizzato ad utilizzare per conto del FIA; (ii) una descrizione delle procedure secondo le quali il FIA può cambiare la sua strategia di investimento o la sua politica di investimento; (iii) una descrizione delle principali implicazioni giuridiche del rapporto contrattuale stabilito ai fini dell'investimento; (iv) l'identità del GEFIA, del depositario del FIA, del revisore e di ogni altro prestatore di servizi, nonché una descrizione dei loro doveri e dei diritti degli investitori; (v) una descrizione delle modalità con cui il GEFIA soddisfa il requisito di copertura per i potenziali rischi di responsabilità professionale; (vi) una descrizione di qualsiasi funzione di gestione delegata; (vii) una descrizione della procedura e metodologia di valutazione del patrimonio del FIA; (viii) una descrizione della gestione del rischio di liquidità del FIA; (ix) una descrizione di tutte le commissioni, i costi e le spese e dei loro importi massimi, sostenuti direttamente o indirettamente dagli investitori; e (x) una descrizione dell'eventuale trattamento preferenziale riservato ad alcuni investitori.³¹¹

³¹¹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 23.

- (b) *Informazioni periodiche agli investitori nei FIA* – il GEFIA è tenuto, per ciascun FIA UE che gestisce e per ciascun FIA che commercializza nell'Unione Europea, a mettere a disposizione degli investitori e delle autorità di vigilanza una relazione annuale che comprenda, tra gli altri, i seguenti elementi: (i) il bilancio e lo stato patrimoniale del FIA; (ii) il conto dei redditi e delle spese dell'esercizio; (iii) una relazione sulle attività svolte nell'esercizio; e (iv) gli importi retributivi totali per l'esercizio, suddivisi in retribuzione fissa e variabile, versati dal GEFIA al suo personale e il numero dei beneficiari nonché, se del caso, la commissione sulla *performance* versata dal FIA.³¹²
- (c) *Segnalazioni alle autorità di vigilanza* – i GEFIA forniscono regolarmente alle autorità di vigilanza nazionali informazioni sui principali strumenti finanziari che negoziano, sui mercati di cui sono membri o in cui negoziano attivamente e sulle principali esposizioni e sulle concentrazioni più importanti di ogni FIA che gestiscono; essi, tra le altre informazioni, forniscono quanto segue: (i) la percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni speciali a causa della loro natura illiquida; (ii) qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del FIA; (iii) il profilo di rischio del FIA e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire il rischio di mercato, il rischio di liquidità, il rischio di controparte e altri rischi, incluso il rischio operativo; (iv) informazioni sulle principali categorie di attività in cui il FIA ha investito; e (v) i risultati degli *stress tests* eseguiti in conformità alla Direttiva GEFIA.³¹³ Per completezza si segnala che i GEFIA sono soggetti a obblighi di cooperazione con le autorità di vigilanza per il monitoraggio del rischio sistemico nonché per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.³¹⁴

³¹² Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 22.

³¹³ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 22.

³¹⁴ *Ibidem*.

- (d) *Comunicazioni speciali in caso di acquisto di partecipazioni rilevanti in portfolio companies* – qualora un FIA detenga o ceda azioni di una società non quotata, il GEFIA che gestisce tale FIA comunica alle autorità competenti nel proprio Stato membro la proporzione dei diritti di voto della società non quotata in possesso del FIA ogni volta che tale percentuale raggiunga, superi o scenda al di sotto di certe soglie.³¹⁵ Inoltre qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata, i GEFIA che gestiscono tale FIA comunicano l'acquisizione del controllo e alcune informazioni supplementari (di seguito brevemente illustrate) alla società oggetto di acquisizione e agli azionisti di tale società e fanno in modo che il consiglio di amministrazione della società oggetto di acquisizione estenda la comunicazione ai rappresentanti dei lavoratori (o, in assenza di rappresentanti, ai lavoratori stessi).³¹⁶ I GEFIA devono anche comunicare ai lavoratori le proprie intenzioni in relazione all'attività futura della società non quotata oggetto di acquisizione e alle ripercussioni probabili sull'occupazione, compresa qualsiasi modifica significativa delle condizioni di lavoro.³¹⁷ I GEFIA forniscono, inoltre, aggiornamenti annuali nei quali descrivono, tra le altre cose, l'evoluzione prevedibile della società oggetto di acquisizione.³¹⁸

2.2.4 *Custodia patrimoni del FIA*

Onde evitare il ripetersi di scandali simili alla frode finanziaria perpetrata da Bernard Madoff,³¹⁹ il legislatore europeo ha ritenuto opportuno separare la

³¹⁵ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 27(1).

³¹⁶ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), artt. 27-28.

³¹⁷ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), artt. 28(4).

³¹⁸ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), artt. 29(2).

³¹⁹ Bernard (Bernie) Madoff – arrestato alla fine del 2008 e condannato a 150 anni di reclusione per truffa e altri reati che hanno causato danni e ammanchi finanziari per oltre \$50 miliardi – si presentava a soggetti con alta disponibilità patrimoniale come un abile gestore di investimenti in grado di assicurare rendimenti minimi del 10%-12% annuo sui capitali affidatigli in gestione; in realtà i capitali venivano opportunisticamente distratti a favore dello stesso Madoff che per oltre

custodia dei patrimoni dalle funzioni di gestione e distinguere il patrimonio degli investitori da quello del gestore.³²⁰ La Direttiva GEFIA indica espressamente che sebbene i GEFIA gestiscano i FIA secondo modelli di impresa e modalità diversi, in ordine per esempio alla custodia dei patrimoni, è essenziale che sia designato un depositario diverso dal GEFIA per esercitare le funzioni di depositario relativamente al FIA.³²¹ La direttiva GEFIA³²² e la normativa europea di attuazione³²³ precisano i requisiti soggettivi e oggettivi del depositario, nonché gli elementi minimi che devono essere espressamente previsti nel contratto con il depositario e il regime di responsabilità del depositario nei confronti del FIA e degli investitori.

2.2.5 Remunerazione del GEFIA

Le premesse della Direttiva GEFIA indicano che per contrastare gli effetti potenzialmente negativi di regimi di remunerazione mal concepiti sulla sana gestione dei rischi e sul controllo dell'assunzione dei rischi da parte di individui, occorre prevedere l'obbligo espresso a carico dei GEFIA di creare e mantenere per le categorie di soggetti la cui attività professionale ha un impatto significativo sui profili di rischio dei FIA che gestiscono, politiche e pratiche remunerative in linea con una gestione sana ed efficace dei rischi.³²⁴ Tali categorie di individui dovrebbero includere almeno gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una

venti anni riuscì a ingannare i propri investitori rimborsando, quando richiesto, le quote di capitali e interessi grazie alla provvista finanziaria creatasi mediante nuovi conferimenti di capitale affidatigli in gestione; lo schema fraudolento venne scoperto quando, a seguito della crisi del 2007-2008, Madoff non riuscì a onorare molteplici richieste di disinvestimento e rimborso di capitali per mancanza di risorse finanziarie disponibili; per approfondimenti v. THE ECONOMIST, *The Madoff Affair – Con of the century*, in *The Economist*, 18 dicembre 2008, <http://www.economist.com/node/12818310>, consultato il 9 dicembre 2014.

³²⁰ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), premessa (32).

³²¹ *Ibidem*.

³²² Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 21.

³²³ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, art. 83.

³²⁴ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), premessa (24).

remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio.³²⁵

Nello specifico, l'allegato II della Direttiva GEFIA prevede che: «[n]ell'elaborare e nell'applicare le politiche remunerative complessive, che comprendono le retribuzioni e benefici pensionistici discrezionali, per le categorie di personale tra cui gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei GEFIA o dei FIA che gestiscono, i GEFIA si attengono, secondo modalità e nella misura appropriate alle loro dimensioni, alla loro organizzazione interna e alla natura, portata e complessità delle loro attività, ai seguenti principi: (a) la politica remunerativa riflette e promuove una gestione sana ed efficace del rischio e non incoraggia un'assunzione di rischi che non sia congrua con i profili di rischio, i regolamenti o i documenti costitutivi dei FIA che gestiscono; (b) la politica remunerativa è in linea con la strategia aziendale, gli obiettivi, i valori e gli interessi del GEFIA e dei FIA che gestisce o degli investitori di tali fondi e comprende misure intese ad evitare i conflitti d'interesse; (c) l'organo di direzione del GEFIA adotta, nella sua funzione di sorveglianza, e riesamina periodicamente i principi generali della politica remunerativa ed è responsabile della sua attuazione; (d) l'attuazione della politica remunerativa è soggetta, almeno annualmente, ad un riesame interno centrale e indipendente, inteso a verificare il rispetto delle politiche e delle procedure remunerative adottate dall'organo di amministrazione nella sua funzione di sorveglianza; (e) i membri del personale impegnati in funzioni di controllo sono retribuiti conformemente al conseguimento degli obiettivi legati alle loro funzioni, indipendentemente dai risultati conseguiti dagli ambiti dell'impresa soggetti alla loro vigilanza; (f) la

³²⁵ *Ibidem.*

remunerazione dei responsabili di alto livello delle funzioni di controllo dei rischi e della conformità è direttamente controllata dal comitato per le remunerazioni; (g) quando la remunerazione è legata ai risultati, l'importo totale della remunerazione è basato su una combinazione di valutazioni dei risultati del singolo e dell'unità aziendale interessata o del FIA interessato e dei risultati generali del GEFIA, e nella valutazione dei risultati individuali vengono considerati criteri finanziari e non finanziari; (h) la valutazione dei risultati è eseguita in un quadro pluriennale appropriato al ciclo di vita del FIA gestito dal GEFIA, in modo da assicurare che il processo di valutazione sia basato su risultati a più lungo termine e che il pagamento effettivo delle componenti della remunerazione basate sui risultati sia ripartito su un periodo che tenga conto della politica di rimborso del FIA che gestisce e dei rischi di investimento ad esso legati; (i) la remunerazione variabile garantita è eccezionale, è accordata solo in caso di assunzione di nuovo personale e limitatamente al primo anno; (j) le componenti fisse e variabili della remunerazione complessiva sono adeguatamente bilanciate e la componente fissa rappresenta una parte sufficientemente alta della remunerazione complessiva per consentire l'attuazione di una politica pienamente flessibile in materia di componenti variabili, tra cui la possibilità di non pagare la componente variabile della remunerazione; (k) i pagamenti relativi alla risoluzione anticipata del contratto riflettono i risultati forniti nel tempo e sono concepiti in modo da non ricompensare gli insuccessi; (l) la misurazione dei risultati, utilizzata come base per il calcolo delle componenti variabili delle remunerazioni individuali o collettive, prevede una rettifica completa volta ad integrare tutti i pertinenti tipi di rischi presenti e futuri; (m) in funzione della struttura giuridica del FIA e dei suoi regolamenti o documenti costitutivi, una parte sostanziale, ma in ogni caso almeno il 50% di qualsiasi remunerazione variabile, è composta da quote o azioni del FIA interessato, partecipazioni al capitale equivalenti, strumenti legati alle azioni o altri strumenti non monetari equivalenti, a meno che la gestione del FIA rappresenti meno del 50% del portafoglio totale gestito dal GEFIA, nel qual caso il minimo del 50%

non si applica; [...] (n) una parte sostanziale, e in ogni caso almeno il 40%, della componente variabile della remunerazione, è differita su un periodo appropriato in considerazione del ciclo di vita e della politica di rimborso del FIA interessato ed è correttamente allineata al tipo di rischi del FIA in questione. Il periodo di cui alla presente lettera è di almeno tre-cinque anni a meno che il ciclo di vita del FIA interessato non sia più breve; la remunerazione pagabile secondo meccanismi di differimento è attribuita non più velocemente che *pro rata*; qualora la componente variabile della remunerazione rappresenti un importo particolarmente elevato, almeno il 60% di tale importo è differito; (o) la remunerazione variabile, compresa la parte differita, è corrisposta o attribuita solo se è sostenibile rispetto alla situazione finanziaria del GEFIA nel suo insieme e giustificata alla luce dei risultati dell'unità aziendale, del FIA e della persona interessati. La remunerazione variabile complessiva è generalmente ridotta in misura considerevole qualora i risultati del GEFIA o del FIA interessato siano inferiori alle attese o negativi, tenendo conto sia degli incentivi correnti sia delle riduzioni nei versamenti di importi precedentemente acquisiti, anche attraverso dispositivi di *malus* o di restituzione; (p) la politica pensionistica è in linea con la strategia aziendale, gli obiettivi, i valori e gli interessi a lungo termine del GEFIA e dei FIA che gestisce. Se il dipendente lascia il GEFIA prima della pensione, i diritti pensionistici discrezionali sono trattenuti dal GEFIA per un periodo di cinque anni sotto forma di strumenti di cui alla lettera (m). Nel caso in cui un dipendente vada in pensione, i benefici pensionistici discrezionali sono versati al dipendente sotto forma di strumenti di cui alla lettera (m), con riserva di un periodo di mantenimento di cinque anni; (q) il personale è tenuto ad impegnarsi a non utilizzare strategie di copertura personale o assicurazioni sulla remunerazione e sulla responsabilità volte ad inficiare gli effetti di allineamento al rischio insiti nei loro meccanismi remunerativi; (r) la remunerazione variabile non è erogata

tramite strumenti o secondo modalità che facilitano l'elusione delle prescrizioni della presente direttiva».³²⁶

Le previsioni della Direttiva GEFIA e degli orientamenti ESMA emanati in attuazioni della medesima³²⁷ hanno, quindi, un impatto diretto non solo sulle politiche di remunerazione della *private equity firm* (ossia, sul rapporto tra *private equity fund*, da un lato, e *private equity firm*, dall'altro) ma anche sulle politiche di remunerazione interne alla *private equity firm* (ossia, sul rapporto tra *private equity firm*, da un lato, e i propri dipendenti e professionisti, dall'altro). Le suddette previsioni, come già segnalato, sembrano poter mitigare il disallineamento tra gli interessi della *private equity firm* e gli interessi degli investitori creato dagli attuali termini di mercato relativi alla remunerazione (indiretta) della *private equity firm*. Nello specifico, le previsioni della Direttiva GEFIA volte ad evitare «un'assunzione di rischi che non sia congrua con i profili di rischio [...] dei FIA»³²⁸ e che il GEFIA sia ricompensato anche in caso di insuccesso degli investimenti del FIA³²⁹ sembrano coerenti con la raccomandazione di correlare le commissioni di gestione ai costi operativi del GEFIA (v. *infra* cap. II, par. 2.2) onde evitare che la remunerazione derivante dalle commissioni in oggetto sia eccessiva, incrementando la propensione al rischio del GEFIA. Anche i meccanismi di *malus* o restituzione della remunerazione variabile di cui alla Direttiva GEFIA³³⁰ sembrano coerenti con la raccomandazione di strutturare le commissioni sulla performance secondo la “modalità europea” (v. *infra* cap. II, par. 2.2) proprio al fine di evitare che il GEFIA abbia interessi disallineati rispetto agli interessi dei propri investitori per quanto riguarda la tempistica dei disinvestimenti o la volatilità del portafoglio

³²⁶ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), Allegato II – Politica Remunerativa.

³²⁷ Orientamenti ESMA/2013/232 per sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA del 1 luglio 2013.

³²⁸ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), Allegato II – Politica Remunerativa, art. 1(a).

³²⁹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), Allegato II – Politica Remunerativa, art. 1(k).

³³⁰ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), Allegato II – Politica Remunerativa, art. 1(o).

investimenti del FIA. Infine, le misure di cui alla Direttiva GEFIA³³¹ volte ad evitare conflitti di interesse sembrano coerenti con la raccomandazione di abolire commissioni forfettarie per operazioni societarie (*transaction fees*) (v. *infra* cap. II, par. 2.2) perché foriere di un potenziale conflitto di interessi tra il GEFIA che avrebbe interesse a impegnare le *portfolio companies* in operazioni societarie al fine di incassare le commissioni in oggetto e le *portfolio companies* (quindi, indirettamente, il FIA e gli investitori nel FIA).

2.2.6 Previsioni anti-disaggregazione

A tutela delle *portfolio companies*, la direttiva in oggetto prevede che i GEFIA i cui FIA acquisiscano il controllo di una società (quotata o non), per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisto del controllo sulla società: (i) non devono agevolare, sostenere o ordinare l'eventuale distribuzione, riduzione di capitale, rimborso di azioni e/o acquisto di azioni proprie da parte di tale società; (ii) nella misura in cui siano autorizzati a votare per conto dei propri FIA in seno agli organi direttivi di tale società non devono votare a favore di una distribuzione, una riduzione di capitale, un rimborso di azioni e/o un acquisto di azioni proprie da parte di tale società; e (iii) devono compiere in ogni caso tutto ciò che è in loro potere per evitare distribuzioni, riduzioni di capitale, rimborsi di azioni, e/o acquisti di azioni proprie da parte di tale società.³³²

2.2.7 Rilievi conclusivi sulla Direttiva GEFIA

La Direttiva GEFIA è stata criticata come un «curioso e politicizzato testo legislativo».³³³ Invero, il *private equity* è stato attratto nell'alveo della

³³¹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), Allegato II – Politica Remunerativa, art. 1(b).

³³² Direttiva GEFIA (2011/61/EU), premessa (57) e art. 30.

³³³ MURRAY-JONES A., *Alternative Investment Fund Managers Directive*, in *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP Memo*, 29 novembre 2010, <https://www.skadden.com/insights/alternative-investment-fund-managers-directive>, consultato il 20 dicembre 2014, secondo cui «the Directive is a very odd, political piece of law making»; SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 658.

regolamentazione nonostante che l'intenzione del legislatore fosse regolamentare gli *hedge funds*.³³⁴ Nello specifico, la Direttiva GEFIA è stata approvata per contrastare rischi sistemici e aumentare la trasparenza nel settore finanziario, ma gli esperti osservano che il *private equity* è difficilmente causa di rischi sistemici.³³⁵ Per questo l'estensione dell'ambito di applicazione all'industria del *private equity* è, quantomeno, dubbia. Un motivo di preoccupazione avrebbe potuto essere l'impatto dell'eventuale fallimento di *portfolio companies* acquisite da fondi di *private equity* mediante *leveraged buy-out* (quindi finanziamenti di terzi) sull'industria bancaria.³³⁶ Tuttavia, come osservato anche dalla Banca Centrale Europea, le acquisizioni societarie mediante *leveraged buy-out* non pongono un significativo rischio sistemico per il settore bancario.³³⁷ Per di più, anche assumendo che le acquisizioni mediante *leveraged buy-out* ponessero un significativo rischio sistemico per il settore bancario, sarebbe stato ragionevole e maggiormente efficace intervenire direttamente su tale settore.³³⁸ Quanto agli stringenti obblighi informativi previsti dalla Direttiva GEFIA nei confronti degli investitori è stato osservato che tali obblighi non sembrano necessari in considerazione della sofisticatezza degli investitori in fondi *private equity* e della loro capacità di chiedere e negoziare diritti informativi (cosa che peraltro avveniva prima dell'introduzione della Direttiva GEFIA).³³⁹ Anche i requisiti

³³⁴ PAYNE J., *Private equity and its regulation in Europe*, in *Oxford Legal Research Paper Series*, Paper No. 40/2011, 2011, 21, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1886186, consultato il 22 dicembre 2014.

³³⁵ SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 659.

³³⁶ *Ibidem*.

³³⁷ *Ibidem*.

³³⁸ SHASHA D., *The inner circle of systemic risk*, in *The Wall Street Journal*, 10 marzo 2009, <http://blogs.wsj.com/privateequity/2009/03/10/the-inner-circle-of-systemic-risk/>, consultato il 20 dicembre 2014, che riporta le parole del prof. Viral Acharya come segue: «[t]he problem is not private equity funds per se. If banks were not lending so cheaply, private equity funds would not have levered up so much. You need to fix the banking sector, rather than going after private investors directly».

³³⁹ SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 659.

relativi alle procedure e metodologie di valutazione del portafoglio investimenti sembrano rilevanti solo per gli *hedge funds*, non anche per i fondi di *private equity*.³⁴⁰ Gli obblighi di custodia di cui alla Direttiva GEFIA servono principalmente per evitare nuove frodi in stile Madoff. Tuttavia, è stato osservato che la natura degli investimenti di *private equity* (in considerazione della natura pubblica o illiquidità dei beni) rende praticamente irrealizzabile una frode simile a quella perpetrata da Bernard Madoff.³⁴¹

Sintetizzando in prospettiva costi/benefici, la Direttiva GEFIA sembra offrire attraenti opportunità per gli operatori del *private equity* (ad esempio, la possibilità di operare in tutto il territorio dell'Unione Europea in regime di "passaporto UE", l'armonizzazione del quadro regolamentare all'interno dell'Unione Europea e la creazione di uno *standard* qualitativo per i GEFIA che dovrebbe rafforzare la fiducia degli investitori) a fronte di significativi oneri e costi per gli operatori del *private equity* (ad esempio, per gli adempimenti relativi ai requisiti organizzativi, alla custodia dei patrimoni, agli obblighi informativi, alle politiche remunerative e all'adeguamento dei contratti). In considerazione del limitato periodo di osservazione dall'entrata in vigore della Direttiva GEFIA sembra prematuro trarre conclusioni sull'effetto netto tra costi e benefici della Direttiva GEFIA ma non è affatto scontato che l'effetto netto sia positivo.

3. Analisi comparata della regolamentazione del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea

Sia il Dodd-Frank Act, sia la Direttiva GEFIA traggono impulso dalle medesime intese raggiunte al livello internazionale durante il *summit* del G20 a Londra (v. *supra* cap. III, par. 1). Sebbene le esigenze e gli obiettivi fossero

³⁴⁰ *Ibidem*.

³⁴¹ AWREY D., *The Limits of EU Hedge Fund Regulation*, in *Oxford Legal Studies – Research Paper*, n. 8/2011, 2011, 19, secondo cui: «It is far more difficult, however, to understand the rationale for imposing these requirements on, for example, private equity funds. The long term, illiquid and typically very public nature of the investments made by these institutions virtually eliminates the potential for Madoff-type fraud», http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1757719, consultato il 22 dicembre 2014.

comuni, le risposte normative degli Stati Uniti e dell'Unione Europea hanno creato quadri regolamentari divergenti, come di seguito illustrato.

Un primo punto di divergenza riguarda gli oneri di capitalizzazione: la disciplina europea – a differenza della disciplina statunitense – prevede oneri di capitalizzazione minima a carico del gestore di fondi di *private equity* in funzione della grandezza del patrimonio in gestione e impone la sottoscrizione di polizze assicurative (o l'accantonamento di ulteriori fondi) a copertura dei possibili rischi per responsabilità professionale (v. *supra* cap. III, par. 2.2.2). I due approcci regolamentari si comprendono meglio e devono essere contestualizzati alla luce delle diverse posizioni della dottrina giuridica statunitense ed europea con riferimento al valore e alla funzione del capitale sociale e dei meccanismi di protezione dei terzi creditori sociali.³⁴²

Un secondo punto di divergenza riguarda i requisiti organizzativi del gestore di fondi di *private equity*: ancora una volta la disciplina europea – a differenza della disciplina statunitense – appare maggiormente dettagliata e sembra imporre obblighi organizzativi più onerosi, ad esempio per assicurare il rispetto della normativa europea con riferimento a potenziali conflitti di interesse, alla gestione dei rischi, alla gestione della liquidità e alla delega di funzioni (v. *supra* cap. III, par. 2.2.2).

³⁴² Una trattazione analitica degli argomenti offerti dalla dottrina *pro* e *contra* il mantenimento di requisiti di capitalizzazione minima nelle società di capitali prescinde dal presente dal lavoro; per approfondimenti v. *ex multis*, GINEVRA E., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali – Studi in onore di Giovanni E. Colombo* (a cura di Aa. Vv.), Torino (Italia), Giappichelli, 2011, 3 ss.; MACHADO F. S., *Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms?*, (mimeo), 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1568731, consultato il 12 dicembre 2014; EWANG F. N., *An Analysis and Critique of the European Union's Minimum Capitalization Requirement*, in *Charles Sturt University (Australia) Working Papers*, 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1015708, consultato il 22 dicembre 2014.; LUTTER E., *Legal Capital in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, 2006; ARMOUR J., *Legal Capital: an Outdated Concept?*, in *Centre for Business Research – University of Cambridge*, Working Paper n. 320, 2006, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP320.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014; MACEY J. R. & ENRIQUES L., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, vol. 86, 2000-2001, 1165-1204; SPOLIDORO M. S., voce *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV aggiornamento, Milano (Italia), Giuffrè, 2000.

Un terzo punto di divergenza riguarda gli oneri e obblighi informativi a carico del gestore di fondi di *private equity*: prescindendo dal contenuto delle informative periodiche agli investitori, la disciplina europea – a differenza della disciplina statunitense – prevede specifici obblighi informativi a carico del gestore di fondi di *private equity* in caso di acquisto del controllo o di partecipazioni rilevanti in *portfolio companies* (v. *supra* cap. III, par. 2.2.3).

Un quarto punto di divergenza riguarda le politiche di remunerazione del gestore di fondi di *private equity*: la disciplina europea – a differenza della disciplina statunitense – prevede dettagliate norme relative ai principi cui le politiche e prassi remunerative devono essere informate, al rapporto tra parte fissa e parte variabile della remunerazione dei professionisti delle *private equity firms*, ai meccanismi di aggiustamento della remunerazione in caso di rendimenti del fondo negativi o inferiori alle aspettative, all'estensione delle previsioni ai dipendenti con funzioni o remunerazione paragonabile a quella delle funzioni apicali del gestore di fondi di investimento (v. *supra* cap. III, par. 2.2.5). La disciplina statunitense sembra invece limitarsi a vietare la sottoscrizioni di pattuizioni che prevedano commissioni sulla *performance* a meno che il cliente non soddisfi certi requisiti patrimoniali minimi o rientri in una delle altre eccezioni, per il resto rimettendo la disciplina alla libera negoziazione delle parti (v. *supra* cap. III, par. 2.1.5).

Un quinto punto di divergenza riguarda le norme a tutela dell'integrità patrimoniale della *portfolio company*: la disciplina europea – a differenza della disciplina statunitense – vieta l'esecuzione di certe operazioni sul capitale delle *portfolio companies* nei ventiquattro mesi successivi all'acquisto del controllo di tali *portfolio companies* (v. *supra* cap. III, par. 2.2.6). La norma è volta a proteggere l'integrità patrimoniale delle *portfolio companies* e a scoraggiare operazioni speculative da parte di fondi di *private equity* ma, in considerazione del limitato periodo di osservazione dall'entrata in vigore della Direttiva GEFIA, non è ancora possibile valutare in quale misura tale norma ottenga gli obiettivi sperati.

In breve, sia la normativa europea, sia la normativa statunitense sono il risultato diretto di una reazione regolamentare alla crisi finanziaria del 2007-2008 (v. *supra* cap. III, par. 1) ma i due regimi regolamentari sono sostanzialmente diversi e non sembra che i legislatori siano riusciti a coordinare i propri lavori al fine di produrre una risposta comune su scala mondiale (come auspicato nel *summit* del G20 a Londra e come, probabilmente, auspicherebbero anche gli operatori e i professionisti del *private equity*). In generale, il regime europeo impone nuovi e maggiori oneri per gli operatori, soprattutto in termini di adempimenti, requisiti organizzativi e obblighi informativi.³⁴³ Nel complesso, il quadro regolamentare statunitense appare più permissivo e meno oneroso rispetto al quadro regolamentare europeo e ciò pare coerente con la radicata (e consolidata) esperienza del *private equity* negli Stati Uniti.³⁴⁴

Tenendo conto dell'analisi comparata dei quadri regolamentari negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, nel prossimo capitolo verranno ipotizzati modelli e prospettive di sviluppo del mercato del *private equity*.

³⁴³ KITTREDGE G. & PAUL T., *The AIFM Directive vs. Dodd-Frank – Comparative Strengths and Weaknesses*, cit., 21 ss.

³⁴⁴ SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 662.

CAPITOLO QUARTO

PROSPETTIVE DI SVILUPPO DEL *PRIVATE EQUITY* E SPUNTI CRITICI

SOMMARIO: 1. Prospettive di sviluppo e scenari futuri del mercato del *private equity* – 2. Spunti critici per gli operatori del *private equity* – 3. Spunti critici per il legislatore e le autorità regolamentari dell'Unione Europea

1. Prospettive di sviluppo e scenari futuri del mercato del *private equity*

Una recente indagine tra i direttori finanziari (*chief financial officers*) di *private equity firms* al livello mondiale evidenzia che la principale sfida per le *private equity firms* nei prossimi 2-3 anni sarà far fronte al nuovo quadro regolamentare introdotto dal Dodd-Frank Act e dalla Direttiva GEFIA (v. *supra* cap. III).³⁴⁵ L'analisi comparata condotta nel precedente capitolo ha evidenziato che la regolamentazione europea del *private equity* impone maggiori oneri rispetto alla regolamentazione statunitense e, secondo una recente indagine tra gli operatori del *private equity*, tali maggiori oneri si traducono in maggiori costi di *compliance* col risultato che i gestori di fondi di *private equity* che operano nell'Unione Europea saranno soggetti a maggiori costi regolamentari.³⁴⁶ Nello specifico si tratta di maggiori oneri finanziari relativi a costi per il personale di supporto alle funzioni di *compliance*, a onorari per servizi legali e a corrispettivi

³⁴⁵ ERNST&YOUNG & PEI, *Navigating the headwinds – 2014 global private equity survey*, New York (Stati Uniti), 2014, 7-29, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_primed_for_new_opportunities/\\$FILE/EY-Private_equity_primed_for_new_opportunities.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_primed_for_new_opportunities/$FILE/EY-Private_equity_primed_for_new_opportunities.pdf), consultato il 15 dicembre 2014; gli intervistati hanno identificato le principali sfide per gli affari delle *private equity firms* in quest'ordine: (i) quadro regolamentare; (ii) competizione per la raccolta di fondi; (iii) ulteriori pretese degli investitori, ad esempio maggiore trasparenza; (iv) attività di investimento; (v) piattaforme per la gestione dei conti; (vi) linee guida dell'associazione dei *limited partners* (ILPA); (vii) diversificazione degli investimenti.

³⁴⁶ KPMG, AIMA & MFA, *The cost of compliance*, New York (Stati Uniti), 2013, 10, <http://www.kpmg.com/dutchcaribbean/en/Documents/Publications/The-cost-of-compliance-v2.pdf>, consultato il 15 dicembre 2014; SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 660.

per servizi previsti dal nuovo quadro regolamentare (ad esempio i servizi di custodia del patrimonio del fondo; v. *supra* cap. III, par. 2.2.4).

Si analizzerà quali opzioni abbiano le *private equity firms* per allocare i maggiori costi imposti dal nuovo quadro regolamentare. Nello scenario di riferimento si assume che le condizioni del mercato del *private equity* restino stabili (sia dal punto di vista del numero delle opportunità di investimento, sia dal punto di vista dei rendimenti degli investimenti), che gli investitori in fondi di *private equity* possano liberamente accedere anche ad investimenti alternativi agli investimenti in *private equity* e che le *private equity firms* abbiano livelli di competenza, accesso a opportunità di investimento e redditività omogenee, fatta eccezioni per i costi regolamentari che qui si intende isolare e analizzare. Da un lato, le *private equity firms* che operano nell'Unione Europea hanno interesse a traslare i maggiori costi regolamentari sugli investitori in fondi di *private equity* e ciò sarebbe coerente con la logica di mercato secondo cui, tipicamente, all'aumento dei costi di gestione per il fornitore di un servizio segue l'aumento del prezzo di tale servizio per i clienti finali. Dall'altro, gli investitori in fondi di *private equity* hanno interesse opposto, ossia a pagare quanto meno possibile per i servizi di gestione e così massimizzare il proprio rendimento sui capitali investiti in fondi di *private equity*. Segue un'analisi delle possibili opzioni.

Opzione competitiva con costi a carico degli investitori. Se le *private equity firms* soggette a maggiori costi regolamentari traslassero i suddetti costi sui propri investitori, tali investitori subirebbero una riduzione dei loro rendimenti sui capitali investiti. Ciò spingerebbe gli investitori a cercare rendimenti superiori investendo diversamente i propri capitali. All'eventuale migrazione di capitali seguirebbe un incremento della competizione tra le *private equity firms* soggette a maggiori costi regolamentari sia per quanto concerne la raccolta di nuovi fondi (perché sarebbe più difficile ottenere nuovi impegni di capitale offrendo rendimenti inferiori), sia per quanto concerne gli impieghi di capitale (a causa del minore patrimonio in gestione e della ridotta capacità di investimento). Inoltre, alla riduzione del patrimonio affidato in

gestione alle *private equity firms* soggette a maggiori costi regolamentari, seguirebbe una riduzione dei livelli di remunerazione per i professionisti di tali *private equity firms*, alcuni dei quali potrebbero per questo migrare verso occupazioni professionali più remunerative. In breve, gli effetti negativi per le *private equity firms* soggette a maggiori costi regolamentari alimenterebbero una spirale (per esse) negativa, tale da rendere l'opzione in oggetto non sostenibile nel lungo termine.

Opzione competitiva con costi a carico delle *private equity firms*. Se le *private equity firms* soggette a maggiori costi regolamentari si facessero carico dei suddetti costi, esse subirebbero un incremento dei costi di gestione dei fondi di *private equity* e quindi trarrebbero minori profitti da tale attività. Conseguentemente i professionisti che lavorano per le *private equity firms* riceverebbero minori compensi (poiché la loro remunerazione variabile è correlata ai profitti delle *private equity firms*) e i professionisti con maggiore esperienza e abilità potrebbero, a causa dei minori compensi, migrare verso occupazioni professionali più remunerative. La mobilità dei migliori professionisti verso altre occupazioni causerebbe un deterioramento della capacità di creare valore da parte delle *private equity firms* in oggetto. Ciò spingerebbe gli investitori a cercare rendimenti superiori investendo diversamente i propri capitali. Si alimenterebbe una spirale negativa tale da rendere l'opzione in oggetto non sostenibile per le *private equity firms*. Si osserva che l'opzione in oggetto non sembra sostenibile nemmeno per gli investitori, dal momento che alla fuoriuscita dei professionisti migliori del *private equity* seguirebbe una diminuzione della redditività degli investimenti di tali investitori nei fondi di *private equity*.

Opzione cooperativa con condivisione dei costi. L'analisi qualitativa sui due casi limite sopra esposta ne mette in evidenza l'insostenibilità nel lungo termine e suggerisce alle *private equity firms* soggette ai maggiori costi regolamentari di condividere con i propri fondi di *private equity* tali maggiori costi. Questa conclusione sembra trovare conferma in una recente ricerca

empirica secondo cui le *private equity firms* ripartiscono i maggiori costi regolamentari come costi interni per il 58% e costi da traslare agli investitori in fondi di *private equity* per il restante 42%.³⁴⁷ La misura esatta della condivisione dei costi rifletterà l'equilibrio negoziale delle parti anche alla luce delle condizioni del mercato.

Le conclusioni in merito all'allocazione dei maggiori costi regolamentari tra *private equity firms* e investitori sono state raggiunte assumendo, tra le altre cose, che le condizioni del mercato del *private equity* restino stabili (ossia neutralizzandole ai fini della precedente analisi). Si intende ora, invece, mettere a fuoco proprio il mercato del *private equity* e illustrarne i possibili scenari di sviluppo in funzione della quantità di operazioni di *private equity* (espressa in numero di operazioni) e della qualità delle operazioni di *private equity* (espressa in termini di redditività). Si possono così immaginare quattro macro-scenari futuri.

Nel primo scenario si ipotizzano minori rendimenti e meno operazioni di *private equity*, ad esempio nel caso in cui i problemi strutturali dell'economia peggiorino e la fiducia dei mercati finanziari non si stabilizzi.³⁴⁸ In questo scenario gli investitori ricercerebbero investimenti alternativi e maggiormente redditizi rispetto al *private equity*, i professionisti del *private equity* si orienterebbero verso occupazioni professionali alternative e più remunerative e alcune *private equity firms* sarebbero costrette ad abbandonare il mercato. Nello scenario in esame si assisterebbe a una contrazione del mercato del *private equity*.

Nel secondo scenario si ipotizzano maggiori rendimenti e meno operazioni, ad esempio nel caso in cui si assista a una riduzione delle opportunità di investimento e allo sviluppo di superiori tecniche/abilità di investimento da parte di alcune *private equity firms* come conseguenza della

³⁴⁷ ERNST&YOUNG & PEI, *Navigating the headwinds – 2014 global private equity survey*, cit., 7.

³⁴⁸ GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: 2012 Update*, cit., 55-56.

competizione tra le *private equity firms*. In questo scenario si osserverebbe una forte competizione tra le *private equity firms* in ragione della scarsità di opportunità di investimento con sopravvivenza delle sole *private equity firms* che siano state in grado di sviluppare tecniche e abilità di investimento superiori. Nello scenario in esame gli effetti sul mercato del *private equity* sarebbero misti (da un lato i costi e le perdite per la fuoriuscita dal mercato di alcune *private equity firms*, dall'altro i benefici delle superiori tecniche/abilità sviluppate dalle *private equity firms* sopravvissute).³⁴⁹

Nel terzo scenario si ipotizzano minori rendimenti e più operazioni, ad esempio nel caso in cui la fiducia dei mercati finanziari e l'accesso ai finanziamenti delle operazioni di *private equity* si rafforzino e i fondi di *private equity* abbiano a disposizione più capitali di quanti possano essere impiegati proficuamente. In questo scenario, in assenza di miglioramenti delle tecniche/abilità di investimento dei fondi di *private equity*, si assisterebbe alla conclusione di operazioni subottimali e dai rendimenti scarsi o negativi. Gli effetti sul mercato del *private equity* sarebbero misti (da un lato i costi relativi a operazioni subottimali i cui rendimenti potrebbero essere scarsi o negativi, dall'altro i benefici dell'incremento delle operazioni e opportunità di investimento).³⁵⁰

Nel quarto scenario si ipotizzano maggiori rendimenti e più operazioni, ad esempio nel caso in cui la fiducia dei mercati finanziari e l'accesso ai finanziamenti delle operazioni di *private equity* si rafforzino e le *private equity firms* sviluppino tecniche/abilità di investimento superiori.³⁵¹ In questo scenario le condizioni di mercato favorirebbero la conclusione di operazioni di *private equity* e i fondi di *private equity*, grazie a migliori tecniche o abilità di investimento, genererebbero rendimenti superiori per i propri investitori. Seguirebbe una spirale positiva tale da accrescere l'interesse degli investitori per

³⁴⁹ *Ibidem.*

³⁵⁰ *Ibidem.*

³⁵¹ *Ibidem.*

gli investimenti in *private equity* e conseguentemente i loro conferimenti di capitali a fondi di *private equity*. Nello scenario in esame si assisterebbe, quindi, ad un'espansione del mercato del *private equity*.

Tabella 17 – Possibili scenari di sviluppo del mercato del *private equity*

Scenario 1 (Minori rendimenti; meno operazioni)	Scenario 2 (Maggiori rendimenti; meno operazioni)
<ul style="list-style-type: none"> • contrazione mercato <i>private equity</i> • deterioramento interesse investitori per <i>private equity</i> • riduzione/concentrazione numero <i>private equity firms</i> • riduzione numero professionisti del <i>private equity</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • effetti misti sul mercato <i>private equity</i> • competizione spinge <i>private equity firms</i> a sviluppare migliori tecniche/abilità di investimento • riduzione/concentrazione numero <i>private equity firms</i>
Scenario 3 (Minori rendimenti; più operazioni)	Scenario 4 (Maggiori rendimenti; più operazioni)
<ul style="list-style-type: none"> • effetti misti sul mercato <i>private equity</i> • miglioramento delle condizioni per la realizzazione di investimenti di <i>private equity</i> crea incentivo a realizzare anche operazioni subottimali • operazioni subottimali generano rendimenti inferiori o negativi 	<ul style="list-style-type: none"> • espansione mercato <i>private equity</i> • rafforzamento interesse investitori per <i>private equity</i> • sviluppo migliori tecniche/abilità di investimento

Fonte: Elaborazione propria sulla base di GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demistified: 2012 Update*, cit., 55-56.

Tornando alle opzioni a disposizione delle *private equity firms* per l'allocazione dei maggiori costi imposti dal nuovo quadro regolamentare si osserva che miglioramenti della quantità delle opportunità di investimento (quindi del numero di operazioni di *private equity*) o della qualità delle opportunità di investimento (quindi della redditività delle operazioni di *private equity*) spingerebbero verso un'allocazione dei maggiori costi a carico degli investitori perché aumenterebbe il potere negoziale delle *private equity firms*; viceversa peggioramenti della quantità o qualità delle opportunità di investimento spingerebbero verso l'allocazione dei maggiori costi a carico delle *private equity firms* perché aumenterebbe il potere negoziale degli investitori.

Concludendo, è evidente che in assenza di fattori esogeni di sviluppo del mercato, il perfezionamento e miglioramento delle tecniche o abilità di investimento da parte degli operatori di *private equity* è l'unico strumento di espansione del mercato del *private equity* che le *private equity firms* possono controllare e su cui è prevedibile si concentreranno.

2. Spunti critici per gli operatori del *private equity*

Senza pretesa di esaustività, nel presente paragrafo verranno identificate quattro questioni rispetto alle quali sembra auspicabile che gli operatori del *private equity* intraprendano azioni positive per l'ulteriore crescita e sviluppo del mercato del *private equity*. A tal fine, per ciascuna di tali questioni verranno illustrati spunti critici per gli operatori del *private equity*.

La prima questione riguarda la crescente pressione sulle *private equity firms* a rivedere il proprio regime remunerativo che apparirebbe esorbitante, soprattutto in presenza di rendimenti deludenti da parte dei propri fondi di *private equity*.³⁵² È già stato osservato che l'attuale regime remunerativo delle *private equity firms*, cosiddetto regime del “*two and twenty*” crea un disallineamento degli interessi delle parti e per questo sono state suggerite raccomandazioni volte a mitigare tale disallineamento (v. *supra* cap. II, par. 1.2 e par. 2). È stato altresì osservato che dall'insofferenza degli investitori per l'attuale regime remunerativo delle *private equity firms* si sono sviluppate strutture di co-investimento *pari passu* col fondo di *private equity* ma anche tali strutture alternative non sembrano sostenibili nel lungo termine perché se generalizzate annichilirebbero l'intero modello economico del *private equity* (v. *supra* cap. II, par. 1.1 e par. 2.2.). Alla luce di quanto sopra richiamato, la revisione del regime remunerativo delle *private equity firms* con l'obiettivo di assicurare che tale regime promuova una gestione sana ed efficace dei rischi assunti dai fondi di *private equity*, sembra essere un modo con cui le *private*

³⁵² *Ibidem*; DE MARIA C., *Introduction to private equity*, cit., 188 ss.

equity firms possono distinguersi positivamente tra gli altri operatori e così attrarre investitori e capitali.³⁵³

La seconda questione riguarda la crescente competizione tra *private equity firms* nell'attrazione di investitori. È stato osservato che ciò è il risultato di una generale diffusione delle conoscenze tecniche in materia di investimenti di *private equity* (cosiddetta "democratizzazione" dei successi e delle conoscenze tecniche).³⁵⁴ Inoltre è stato osservato che per poter continuare a raccogliere investimenti e capitali da parte dei propri investitori, «le *private equity firms* devono non solo conseguire esperienze di successo ma anche spiegare come tali successi siano stati ottenuti e, soprattutto, come saranno mantenuti».³⁵⁵ McKinsey&Company identifica la specializzazione delle *private equity firms* come una delle possibili chiavi di sviluppo del mercato del *private equity*.³⁵⁶ Secondo una recente ricerca empirica esiste una correlazione positiva tra esperienza professionale degli *investment managers* e rendimenti delle *portfolio companies* che essi supervisionano.³⁵⁷ Nello specifico gli autori osservano che *general partners* i cui professionisti abbiano pregressa esperienza di gestione o consulenza d'impresa (ad esempio, ex-dirigenti d'impresa o ex-consulenti strategici) generano rendimenti superiori per *portfolio companies* concentrate in piani di crescita endogena, quindi mediante sviluppo organico o piani di riorganizzazione interna; mentre *general partners* i cui professionisti abbiano pregressa esperienza nel settore finanziario (ad esempio, ex-banchieri d'affari o

³⁵³ GHAI S., KEHOE C. & PINKUS G, *Private equity: changing perceptions and new realities*, cit.

³⁵⁴ GHAI S., KEHOE C. & PINKUS G, *Private equity: changing perceptions and new realities*, 2014, http://www.mckinsey.com/insights/financial_services/private_equity_changing_perceptions_and_new_realities, consultato il 18 dicembre 2014.

³⁵⁵ *Ibidem*; nello specifico gli autori osservano che «[t]o raise capital in a newly competitive era, private-equity firms must be able not only to point to a track record of success, as in the past, but also to say how that track record was achieved and, even more critically, how it will be maintained».

³⁵⁶ *Ibidem*.

³⁵⁷ ACHARYA V. V., GOTTSCHALG O. F., HAHN M. & KEHOE C., *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, cit., 368-402.

ex-contabili) generano rendimenti superiori per *portfolio companies* concentrate in operazioni di crescita esogena, quindi con significative attività di acquisizioni societarie.³⁵⁸ Lo spunto per le *private equity firms* è, pertanto, di valorizzare le proprie specializzazioni per area industriale, area geografica o tipologia di intervento di *private equity*³⁵⁹ perché sono i risultati raggiunti e le specializzazioni a distinguere gli operatori del *private equity* tra di loro e, soprattutto, tale specializzazione sembra rispondere alle esigenze manifestate dagli investitori nel selezionare le *private equity firms* cui conferire capitali in gestione.³⁶⁰

La terza questione riguarda la reputazione del *private equity* e delle *private equity firms*. Sono stati precedentemente illustrati ed analizzati i principali rilievi negativi e rilievi positivi in merito all'impatto economico del *private equity* e la questione dell'impatto economico del *private equity* è stata, inoltre, esaminata nel contesto del mercato dei capitali di debito (v. *supra* cap. II, par. 3.2 e par. 3.3). La conclusione dell'analisi è che la maggior parte della letteratura economica sembra supportare la tesi secondo cui il *private equity*, nel complesso, abbia un impatto economico positivo e che il *private equity* sarebbe anche in grado di mitigare esternalità negative nel mercato dei finanziamenti alle imprese (v. *supra* cap. II, par. 3.2.3 e par. 3.3.4). A quanto già detto si osserva che uno dei cardini delle riforme regolamentari recentemente introdotte negli Stati Uniti e nell'Unione Europea è il rafforzamento della trasparenza, non solo nei confronti delle autorità regolamentari, ma anche nei confronti degli investitori e del mercato (v. *supra* cap. III). Anche al fine di rispettare i nuovi obblighi regolamentari relativi agli obblighi di informazione, le *private equity firms* dovrebbero abbandonare lo schermo di riservatezza dietro al quale si sono riparate – complice in parte l'assenza di regolamentazione – e cogliere l'opportunità per illustrare e dimostrare nel rinnovato quadro regolamentare

³⁵⁸ *Ibidem*.

³⁵⁹ Sulle varie tipologie e categorie di investimenti di *private equity*, v. cap. I, par. 3.

³⁶⁰ GHAI S., KEHOE C. & PINKUS G, *Private equity: changing perceptions and new realities*, cit.

introdotto a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008 come le loro superiori tecniche e abilità di investimento possano creare valore a servizio sia degli investitori in fondi di *private equity*, sia delle imprese. Ancora una volta una chiara comunicazione con gli investitori e il mercato consentirebbe alle *private equity firms* virtuose di distinguersi positivamente dalle altre e così attrarre investitori e capitali.

La quarta questione riguarda gli investitori e le loro capacità di selezionare i fondi di *private equity* in cui investire. Affinché la competizione tra *private equity firms* sia foriera di migliori tecniche e abilità di investimento (come sopra auspicato) è necessario che gli investitori siano in grado di riconoscere le *private equity firms* che abbiano sviluppato superiori tecniche e abilità di investimento. A tal fine è stato osservato che gli investitori dovrebbero dotarsi di risorse interne e amministratori con competenze tali da poter analizzare pienamente e apprezzare le effettive capacità delle *private equity firms* cui conferiscono capitali in gestione.³⁶¹

3. Spunti critici per il legislatore e le autorità regolamentari dell'Unione Europea

Nel presente paragrafo, senza pretesa di esaustività, verranno identificate tre questioni relative al quadro regolamentare del *private equity* introdotto nell'Unione Europea dalla Direttiva GEFIA³⁶² e per ciascuna di tali questioni verranno formulati spunti per il legislatore e le autorità regolamentari in prospettiva *de jure condendo*.

Un primo aspetto critico della Direttiva GEFIA è l'approccio “*one size fits all*” adottato dal legislatore europeo. Nello specifico, il *private equity* è stato attratto nell'agenda delle riforme del sistema finanziario a seguito della crisi del 2007-2008 non perché esso fosse stato una delle concause della crisi ma perché

³⁶¹ GHAI S., KEHOE C. & PINKUS G, *Private equity: changing perceptions and new realities*, cit.

³⁶² Sulla trattazione in chiave comparata del quadro regolamentare del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, v. *supra* cap. III.

si ritenne che «le attività dei [fondi di *private equity*] possono contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi nel sistema finanziario».³⁶³ Il punto è che il *private equity* è stato regolamentato al pari di altri investimenti alternativi (ad esempio gli investimenti da parte degli *hedge funds*) che sono strutturalmente diversi dal *private equity* e pongono rischi sistemici diversi dal *private equity* (v. *supra* cap. I, par. 2).³⁶⁴ È stato osservato che l'intenzione del legislatore europeo era in realtà di compiere un ulteriore passo verso un mercato unico europeo dei servizi finanziari.³⁶⁵ Tuttavia, l'approccio adottato sembra porre a carico dell'industria del *private equity* oneri sproporzionati, come ad esempio gli oneri di separazione funzionale e gerarchica tra le funzioni di gestione del rischio e le funzioni di gestione del portafoglio investimento nonché i requisiti di capitalizzazione.³⁶⁶ Non è possibile stabilire se i suddetti maggiori oneri siano compensati dai benefici previsti dalla Direttiva GEFIA, *in primis* la possibilità per i gestori di fondi di investimento di accedere in regime di “passaporto UE” in tutti i mercati nazionali all'interno dell'Unione Europea.³⁶⁷ Il punto è che i maggiori oneri in oggetto si risolvono in ulteriori costi regolamentari a carico delle *private equity firms* e/o degli investitori e pongono le *private equity firms*

³⁶³ Direttiva GEFIA, premessa (2).

³⁶⁴ PAYNE J, *Private equity and its regulation in Europe*, cit., 24. Per una sintetica trattazione della distinzione tra *private equity* e *hedge funds* v. cap. I, par. 2.

³⁶⁵ NABILOU H., *The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge Funds' Systemic Risk Regulation in the EU*, 2013, 91, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2352373, consultato il 18 dicembre 2014.

³⁶⁶ ERNST&YOUNG, *Game-changing regulation? The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe*, New York (Stati Uniti), 2012, 6, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_perceived_impact_of_the_AIFM_Directive_on_private_equity_in_Europe/\\$FILE/AIFMD_European_impact_survey.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_perceived_impact_of_the_AIFM_Directive_on_private_equity_in_Europe/$FILE/AIFMD_European_impact_survey.pdf), consultato il 18 dicembre 2014.

³⁶⁷ Secondo un sondaggio condotto tra gli operatori del *private equity*, sia pur bilanciando *pro* e *contra* della Direttiva GEFIA, il 72% degli operatori teme che essa la Direttiva GEFIA rappresenti più una minaccia che un'opportunità, v. DELOITTE, *Responding to the new reality – Alternative Investment Fund Managers Directive Survey*, New York (Stati Uniti), 2012, 6, <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-BruneiDarussalam/Local%20Assets/Documents/Financial%20Services/Alternative%20Investment%20Fund%20Managers%20Directive%20Responding%20to%20the%20new%20reality.pdf>, consultato il 19 dicembre 2014.

che operano nell'Unione Europea in una posizione di svantaggio rispetto alle altre.³⁶⁸ Sarebbe, pertanto, auspicabile una revisione del quadro regolamentare che tenga conto delle specificità del *private equity* e lo differenzi dalle altre classi di investimenti alternativi, ad esempio rivedendo gli oneri di separazione funzionale e gerarchica tra le funzioni di gestione del rischio e le funzioni di gestione del portafoglio investimenti nonché i requisiti di capitalizzazione.

Un secondo aspetto critico riguarda alcuni obblighi informativi previsti nel caso in cui il fondo di investimento acquisti il controllo di una società non quotata. Tali comunicazioni sono previste a carico dei gestori di fondi di investimento alternativi e, sia pur indirettamente, a favore dei lavoratori delle società oggetto di acquisizione. Nello specifico, il gestore del fondo è tenuto a indicare, tra le altre cose, le proprie intenzioni in relazione all'attività futura della società non quotata oggetto di acquisizione e alle ripercussioni probabili sull'occupazione, compresa qualsiasi modifica significativa delle condizioni di lavoro dei lavoratori di tale società.³⁶⁹ Gli obblighi informativi in oggetto appaiono problematici per diversi motivi. In primo luogo, essi imporrebbero la divulgazione di informazioni endosocietarie,³⁷⁰ tipicamente contenute nel piano gestionale e riservate, ponendo così i gestori di fondi di investimento in una posizione di svantaggio nel mercato per l'acquisizione del controllo societario. Il punto è che tali obblighi potrebbero rendere il mercato del controllo societario meno efficiente disincentivando interventi da parte dei gestori di fondi soggetti agli obblighi informativi in oggetto. Il secondo profilo critico riguarda il potenziale danno concorrenziale per la società oggetto di acquisizione perché

³⁶⁸ NABILOU H., *The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge Funds' Systemic Risk Regulation in the EU*, cit., 91; SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, cit., 660. Per la trattazione del rapporto tra maggiori oneri regolamentari e allocazione dei conseguenti maggiori costi tra *private equity firms* e investitori v. cap. IV, par. 1.

³⁶⁹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), art. 28(4).

³⁷⁰ Si intende fare riferimento alle «intenzione [del gestore del fondo di investimento alternativo] in relazione all'attività futura della società non quotata [oggetto di acquisizione] e alle ripercussioni probabili sull'occupazione».

concorrenti di tale società potrebbero venire a conoscenza delle suddette informazioni endosocietarie. Alla luce di quanto sopra illustrato sarebbe auspicabile una revisione del quadro regolamentare volta a tutelare la riservatezza delle informazioni endosocietarie onde evitare alterazioni degli equilibri nel mercato del controllo societario.

Un terzo aspetto critico, per motivi simili al precedente, riguarda le previsioni anti-disaggregazione della Direttiva GEFIA in base alle quali nei ventiquattro mesi successivi all'acquisizione del controllo di una società (quotata o non), i gestori di fondi di investimento non possono effettuare certe operazioni sul capitale di tale società (v. cap. III, par. 2.2.6).³⁷¹ Anche tali restrizioni, come gli obblighi informativi in caso di acquisto del controllo precedentemente illustrati, porrebbero i gestori di fondi di investimento in una posizione di svantaggio nel mercato per l'acquisizione del controllo societario. Ancora una volta il punto è che le previsioni in oggetto potrebbero rendere il mercato del controllo societario meno efficiente disincentivando interventi da parte dei gestori di fondi soggetti alle previsioni anti-disaggregazione in oggetto. Anche con riferimento a quest'ultimo profilo critico sarebbe auspicabile una revisione del quadro regolamentare per eliminare tale disparità di trattamento e assicurare un comune livello di oneri e regole nel mercato del controllo societario.

³⁷¹ Direttiva GEFIA (2011/61/EU), premessa (57) e art. 30.

CONCLUSIONI

Il settore del *private equity* ha raggiunto dimensioni tali da essere un fattore rilevante del capitalismo moderno. Ciò spiega l'interesse da parte degli operatori, degli accademici, dei legislatori e della autorità regolamentari. Anche al fine di contribuire all'approfondimento delle conoscenze tecniche per uno sviluppo sostenibile del *private equity*, il presente lavoro è stato articolato in un'analisi economica del *private equity* e un'analisi comparata della regolamentazione del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea. Sulla base delle suddette analisi sono state proposte raccomandazioni e sono stati elaborati spunti critici per gli operatori, i legislatori e le autorità regolamentari, come di seguito brevemente sintetizzato.

Dall'esame delle politiche e prassi remunerative delle *private equity firms* è emerso che gli attuali termini di mercato creano un disallineamento tra gli interessi delle *private equity firms* e gli interessi degli investitori. In particolare, le *private equity firms* potrebbero ricevere compensi esorbitanti anche nel caso in cui i rendimenti per i propri investitori fossero negativi o inferiori alle aspettative. Inoltre, le *private equity firms* potrebbero avere incentivi ad assumere rischi eccessivi nella gestione del portafoglio investimenti nonché ad accelerare o ritardare investimenti o disinvestimenti in contrasto con gli interessi degli investitori. Al fine di mitigare tale disallineamento di interessi sono state proposte specifiche modifiche dei termini economici e della struttura delle commissioni di gestione, delle commissioni sulla *performance*, dell'investimento diretto del *general partner* nel fondo di *private equity* nonché delle altre commissioni a favore delle *private equity firms*.

È stata inoltre esaminata la complessa questione dell'impatto economico del *private equity*, analizzando e sistematizzando i contributi scientifici editi in merito a tale questione negli ultimi venti anni. Sebbene non manchino posizioni contrarie, secondo la dottrina maggioritaria il *private equity* ha (i) prodotto

rendimenti superiori per gli investitori in fondi di *private equity*, (ii) generato profitti per le *private equity firms*, e (iii) favorito miglioramenti gestionali, operativi e nel campo dell'innovazione delle *portfolio companies*; nel complesso il *private equity* è un fenomeno ad effetto economico netto positivo, ossia il *private equity* crea valore. Tuttavia, i contributi scientifici di cui sopra appaiono limitati dalla quantità e qualità dei dati sottostanti nonché dalle metodologie di analisi adottate. Le conclusioni raggiunte dalla letteratura economica devono, pertanto, essere contestualizzate all'interno dei limiti identificati nel presente lavoro.

Prescindendo dalle conclusioni raggiunte dalla letteratura economica sull'impatto economico del *private equity*, è stata presentata e dimostrata un'innovativa tesi secondo cui le *private equity firms* svolgerebbero un ruolo positivo nel mercato dei capitali di debito: esse mitigherebbero alcuni costi di agenzia tipici del mercato dei capitali di debito, faciliterebbero l'incontro tra domanda e offerta di finanziamenti alle proprie *portfolio companies* e, in tal modo, contribuirebbero all'afflusso di capitali a servizio dell'economia reale.

Quanto all'analisi della regolamentazione del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, sono stati prima ricostruiti i due quadri regolamentari ed è stata poi sviluppata un'analisi comparata dei medesimi. Da tale analisi comparata è emerso che la regolamentazione europea impone maggiori oneri per le *private equity firms* e ciò si traduce in maggiori costi regolamentari. Sono state, quindi, ipotizzate ed esaminate tre opzioni per l'allocazione dei maggiori costi regolamentari e si è dimostrato che sia la traslazione dei maggiori costi sugli investitori in fondi di *private equity*, sia l'assorbimento dei costi in oggetto da parte delle *private equity firms* sono opzioni non sostenibili nel lungo termine perché, rispettivamente, spingerebbero gli investitori a cercare investimenti alternativi e maggiormente redditizi del *private equity* o provocherebbero la fuoriuscita dei migliori professionisti del *private equity* con conseguente riduzione della capacità delle *private equity firms* di creare valore. Si è concluso, quindi, che i maggiori costi regolamentari

dovrebbero essere ripartiti tra *private equity firms* e investitori. La quantità e qualità di opportunità di investimento in *private equity* presenti nel mercato sono le variabili che definiranno la misura della ripartizione dei suddetti maggiori costi regolamentari tra *private equity firms* e investitori, nonché gli scenari futuri del settore del *private equity*.

Alla luce dell'analisi economica del *private equity* e dell'analisi comparata della regolamentazione del *private equity* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, sono stati proposti spunti critici per uno sviluppo sostenibile del settore in oggetto. Nello specifico, si suggerisce alle *private equity firms* di rivedere le proprie politiche e prassi remunerative secondo le raccomandazioni proposte per un migliore allineamento degli interessi delle parti, di perseguire strategie di specializzazione per area industriale, area geografica o tipologia di intervento di *private equity* per andare incontro alle esigenze dei propri investitori e, infine, di migliorare le proprie strategie di comunicazione per dimostrare, alla luce del nuovo quadro regolamentare e dei nuovi e più stringenti obblighi informativi e di trasparenza, le proprie abilità e tecniche per la creazione di valore. Si è suggerito, invece, agli investitori in *private equity* di dotarsi di risorse idonee ad analizzare compiutamente le capacità delle *private equity firms*, affinché la competizione tra *private equity firms* sia effettivamente foriera di miglioramenti delle abilità e tecniche di investimento. Infine, si è suggerito al legislatore europeo e alle autorità regolamentari di rivedere alcune specifiche previsioni della Direttiva GEFIA (ad esempio gli obblighi informativi in caso di acquisto del controllo di una società non quotata e le norme anti-disaggregazione) che sembrano ostacolare gli investimenti di *private equity* rendendo il mercato del controllo societario meno efficiente. Le previsioni in oggetto pongono maggiori oneri su certe *private equity firms* rispetto ad altri operatori nel mercato del controllo societario (come ad esempio *captive funds*, fondi sovrani o, più semplicemente, operatori industriali non soggetti alla Direttiva GEFIA) alterando la concorrenza.

Concludendo, il crescente bisogno di capitali a servizio di progetti imprenditoriali di lungo termine e l'attuale fragilità del sistema tradizionale di finanziamento alle imprese (banche e mercati di capitali) rappresentano chiare opportunità di sviluppo per il settore del *private equity*. La sfida per il settore sarà, non solo cogliere tali opportunità, ma anche rivedere criticamente il proprio modello economico, a cominciare dalle politiche e prassi remunerative delle *private equity firms*. Ai legislatori e alle autorità regolamentari resta il compito di riconoscere e valorizzare la specificità del *private equity* e costruire un quadro regolamentare adeguato alla dimensione globale che il fenomeno ha ormai raggiunto.

SINOSSI DELLA LETTERATURA SULL'IMPATTO ECONOMICO DEL *PRIVATE EQUITY*

Segue una sinossi delle conclusioni raggiunte dalla letteratura in merito all'impatto economico del *private equity*, con particolare riferimento alle seguenti questioni (i) se e in quale misura il *private equity* genera profitti per le *private equity firms* e per gli investitori in fondi di *private equity*; (ii) quali sono gli effetti del *private equity* sulle *portfolio companies* e sugli *stakeholders* (tra cui, ad esempio, lavoratori, creditori sociali e fornitori commerciali); e (iii) se l'effetto economico netto del *private equity* è positivo ed esso, quindi, crea valore.

La presente sinossi ha ad oggetto gli studi e le ricerche, di seguito identificati, editi in lingua italiana o inglese nel periodo compreso tra il 1995 e il 2014. Per facilità di consultazione la sinossi è articolata in quattro tabelle: Tabella A (*Rendimenti*), Tabella B (*Effetti su portfolio companies e stakeholders*), Tabella C (*Profili fiscali*) e Tabella D (*Durata investimenti*) e gli studi e le ricerche sono elencati in ordine cronologico.

I termini in lettere maiuscole hanno il significato di seguito attribuito.

- “HF”: significa *hedge fund* (v. *supra* cap. I, par. 2);
- “IPO”: significa *initial public offering*, ossia «[o]fferta pubblica iniziale di titoli azionari con cui una società colloca parte di tali titoli per la prima volta sul mercato borsistico, offrendoli al pubblico degli investitori»;³⁷²
- “LBO”: significa *leveraged buy-out* (v. *supra* cap. I, par. 4);
- “MBI”: significa *management buy-in*, ossia operazioni di LBO in cui il *management* della società bersaglio fa parte del gruppo acquirente;
- “MBO”: significa *management buy-out*, ossia operazioni di LBO in cui un *management* esterno alla società bersaglio fa parte del gruppo acquirente;
- “RLBO”: significa *reverse leveraged buy-out*, ossia un IPO di una società rimossa dalla quotazione e privatizzata mediante LBO;

³⁷² Voce *IPO (Initial Public Offering)*, in *Dizionario di Economia e Finanza*, http://www.treccani.it/enciclopedia/ipo_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/, consultato il 10 dicembre 2014.

- “SWF”: significa *sovereign wealth fund*, ossia un fondo di investimento controllato da uno Stato sovrano (si pensi, ad esempio, a Mubadala Development Company PJSC³⁷³ controllata dal governo di Abu Dhabi o Temasek Holdings³⁷⁴ controllata dal governo di Singapore); e
- “VC”: significa *venture capital* (v. *supra* cap. I, par. 2).

Tabella A – Rendimenti

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Ljungqvist & Richardson (2003)	Stati Uniti	LBO, VC	Rendimenti medi degli investimenti in fondi di <i>private equity</i> sono superiori (del 5%-8% per anno) ai rendimenti dell'indice di riferimento delle società quotate (S&P 500). Periodo di riferimento: 1981-2001.
Cumming & Walz (2004)	Stati Uniti, Europa, Asia	VC	Tasso interno di rendimento dei fondi di <i>private equity</i> è correlato a: (i) grado di monitoraggio della <i>private equity firm</i> ; (ii) consulenza da parte della <i>private equity firm</i> ; e (iii) impiego di strumenti finanziari convertibili. Fondi di <i>private equity</i> più giovani e fondi di VC tendono a sovrastimare i propri rendimenti; tale tendenza sembra essere favorita da principi contabili meno stringenti e ordinamento giuridico debole. Periodo di riferimento: ca. 1971-2003.
Gottschalg, Phalippou & Zollo (2004)	Europa, Stati Uniti	LBO, VC	Rendimenti medi dei fondi di <i>private equity</i> sono inferiori al rendimento medio dei mercati di capitali. Autori spiegano paradosso osservando che non è possibile escludere valutazioni errate da parte di investitori (sia pur sofisticati) in fondi di <i>private equity</i> . Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1980-2003.

³⁷³ Per informazioni istituzionali su Mubadala Development Company PJSC, v. <http://www.mubadala.com/>, consultato il 23 dicembre 2014.

³⁷⁴ Per informazioni istituzionali su Temasek Holdings, v. <http://www.temasek.com.sg/>, consultato il 23 dicembre 2014.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Kaplan & Schoar (2005)	Stati Uniti	LBO, VC	Rendimenti degli investimenti in fondi di <i>private equity</i> (al netto delle commissioni) sono approssimativamente uguali ai rendimenti dell'indice di riferimento delle società quotate (S&P 500). Periodo di riferimento: ca. 1980-1997.
Wright, Jelic & Saadouni (2005)	Regno Unito	LBO	MBO supportati da fondi di VC affermati sembrano rappresentare migliori investimenti nel lungo termine, se confrontati con MBO supportati da fondi di VC meno affermati. Periodo di riferimento: 1964-1997.
Cao & Lerner (2006)	Stati Uniti	RLBO	RLBOs hanno rendimenti positivi superiori alla media dell'indice di riferimento delle società quotate (S&P 500). Periodo di riferimento: 1980-2002.
Groh & Gottschalg (2006)	Stati Uniti	LBO	Rendimenti dei fondi di <i>private equity</i> sono significativamente superiori a quelli di investimenti in società quotate (S&P 500) aventi profilo di rischio comparabile a quello delle <i>portfolio companies</i> di tali fondi di <i>private equity</i> . Periodo di riferimento: ca. 1980-1997.
Knigge, Nowak & Schmidt (2006)	Europa, Stati Uniti, Asia	LBO, VC	A differenza dei fondi di VC, i fondi di LBO hanno rendimenti correlati all'esperienza degli <i>sponsors</i> ma non alla tempistica degli investimenti. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1971-1998.
Driesen, Lin & Phalippou (2007)	Stati Uniti	LBO, VC	Rendimenti dei fondi di <i>private equity</i> , una volta ponderati e aggiustati per il grado di rischiosità dell'investimento, sono sorprendentemente bassi. Fondi di <i>private equity</i> con maggiore esperienza sembrano conseguire rendimenti superiori grazie a maggiore rischio assunto (ma non grazie a superiore capacità di generare rendimenti). Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1980-1993.
Gottschalg (2007)	Mondo	LBO	Rendimenti annuali degli investimenti in fondi di <i>private equity</i> , al lordo delle commissioni, sono superiore del 3% all'indice di riferimento delle società quotate; tuttavia, i rendimenti annuali degli investimenti in fondi di <i>private equity</i> al netto delle commissioni sono inferiori al suddetto indice di riferimento. Periodo di riferimento: pre-2007.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Lerner, Schoar & Wongsunwai (2007)	Stati Uniti	LBO, VC	Correlazione positiva tra tipologia di investitore in fondi di <i>private equity</i> e rendimenti del fondo: fondazioni universitarie e fondi pensione ottengono rendimenti superiori alla media dei rendimenti per gli altri investitori (autori deducono sia, in parte, dovuto a minore grado di esperienza delle altre tipologie di investitori). Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1991-2001.
Ljungqvist, Richardson & Wolfenzon (2007)	Stati Uniti	LBO	Fondi di <i>private equity</i> affermati accelerano il ritmo degli investimenti e ottengono rendimenti maggiori quando le opportunità di investimento migliorano, la competizione per gli investimenti diminuisce o le condizioni del mercato dei finanziamenti si allentano. Le scelte di investimento dei fondi di <i>private equity</i> neo-costituiti sono meno sensibili alle condizioni di mercato; fondi di <i>private equity</i> più giovani effettuano investimenti a maggiore rischio con l'obiettivo di potersi affermare. Dopo un periodo di rendimenti positivi, le scelte di investimento dei fondi di <i>private equity</i> (soprattutto quelli più giovani) sono più conservative. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1981-2000.
Metrick & Yasuda (2007)	Stati Uniti	LBO, VC	Circa 2/3 dei ricavi attesi della <i>private equity firm</i> derivano da commissioni che non dipendono dal rendimento del fondo. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1993-2006.
von Drathen & Faleiro (2007)	Regno Unito	RLBO, IPO	RLBO hanno rendimenti positivi superiori alla media del mercato e migliori rispetto ad IPO di società non oggetto di LBO. Periodo di riferimento: 1990-2006.
Caselli, Garcia-Appendini & Ippolito (2009)	Italia	LBO	Tasso interno di rendimento medio dei fondi di LBO: 33,20%. Periodo di riferimento: 1999-2007.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Diller and Kaserer (2009)	Europa	LBO, VC	Rendimenti dei fondi di <i>private equity</i> dipendono da: (i) clima del mercato; (ii) abilità ed esperienza del <i>general partner</i> ; e (iii) profilo di rischio del singolo investimento. Rendimenti dei fondi di <i>private equity</i> non sembrano essere correlati ai rendimenti dei mercati di capitali, ma sembrano essere negativamente correlati al tasso di crescita dell'economia. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1980-2003.
Hege, Lovo, Slovin, Sushka (2009)	Stati Uniti	Vendita assets	Generalmente, vendita a <i>private equity fund</i> genera maggiori proventi per venditore rispetto a vendita ad acquirente industriale/strategico. Periodo di riferimento: 1994-2004.
Jelic & Wright (2011)	Regno Unito	MBO	Supporto di un'affermata <i>private equity firm</i> incrementa la probabilità di IPO della <i>portfolio company</i> del 45%. Periodo di riferimento: 1980-2004.
Lopez de Silanes, Phalippou & Gottschalg (2011)	Mondo	LBO	1/10 degli investimenti di <i>private equity</i> ha rendimento negativo; 1/4 degli investimenti di <i>private equity</i> ha un tasso interno di rendimento superiore al 50%. La mediana del tasso interno di rendimento degli investimenti di <i>private equity</i> è 21%. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1986-2005.
Ewens, Jones & Rhodes-Kropf (2013)	Stati Uniti	LBO, VC	Tasso interno di rendimento medio dei fondi di VC è 13,61%-15,27%. Tasso interno di rendimento medio dei fondi di LBO è 13,84-13,24%. Periodo di riferimento: ca. 1980-2011.

Tabella B – Effetti su *portfolio companies* e *stakeholders*

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
<i>I) Generale</i>			
Amess (2002)	Regno Unito	MBO	MBO conduce a miglioramento della redditività della <i>portfolio company</i> nel periodo <i>post-MBO</i> , grazie a minori costi di agenzia, alla disciplina imposta dall'indebitamento e al monitoraggio da parte degli specialisti della <i>private equity firm</i> . Periodo di riferimento: 1986-1997.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Bruining & Wright (2002)	N/A	MBO	Interventi di <i>private equity</i> facilitano lo sviluppo di opportunità imprenditoriali da parte della <i>portfolio company</i> (sviluppo di nuovi prodotti e nuovi mercati). Periodo di riferimento: N/A
Amess (2003)	Regno Unito	MBO	<i>Portfolio companies</i> il cui controllo è stato acquisito mediante MBO mostrano: (i) efficienza superiore nei 4 anni post-MBO; e (ii) minore efficienza dal quinto anno <i>post-MBO</i> . Periodo di riferimento: 1986-1997.
Bruining, Bonnet & Wright (2004)	N/A	MBO	MBO introduce un sistema di maggiore controllo strategico che facilita crescita imprenditoriale. Periodo di riferimento: N/A
Harris, Siegel & Wright (2005)	Regno Unito	MBO	<i>Portfolio companies</i> il cui controllo è stato acquisito mediante MBOs mostrano significativo incremento della produttività nel periodo <i>post-MBO</i> (effetto trasversale tra i vari settori industriali osservati). Risultati suggeriscono che miglioramenti sono dovuti a misure adottate da nuova proprietà e <i>management</i> . MBOs sembrano essere utile strumento per ridurre costi di agenzia e migliorare efficienza economica delle imprese. Periodo di riferimento: 1982-1998.
Cressy, Munari & Malipiero (2007)	Regno Unito	LBO	Nei tre anni successivi a LBO il margine operativo di <i>portfolio companies</i> oggetto di LBO è superiore del 4,5% a quello di società comparabili ma non oggetto di LBO. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1995-2002.
Nikoskelainen & Wright (2007)	Regno Unito	LBO	Incremento del valore d'impresa delle <i>portfolio companies post-LBO</i> è correlato con la (superiore) struttura di <i>corporate governance</i> introdotta da LBO. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1995-2004.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Cornelli & Karakas (2008)	Regno Unito	LBO, MBO	<p><i>Post-LBO/MBO</i>, il numero dei componenti dell'organo di gestione della <i>portfolio company</i> viene drasticamente ridotto.</p> <p>Risultati indicano che maggiore è l'esperienza della <i>private equity firm</i>, maggiore è la riduzione del numero dei componenti dell'organo gestorio della <i>portfolio company</i>.</p> <p>In MBOs (senza supporto di <i>private equity firms</i>), amministratori indipendenti vengono eliminati. In LBOs sponsorizzati da <i>private equity firms</i>, gli amministratori indipendenti vengono sostituiti con esponenti della <i>private equity firm</i>.</p> <p>Periodo di riferimento: 1998-2003.</p>
Lerner, Strömberg & Sørensen (2008)	Stati Uniti	LBO, VC	<p>I brevetti di <i>portfolio companies</i> che hanno beneficiato di interventi di <i>private equity</i> vengono citati più frequentemente.</p> <p>Numero delle domande di brevetto e indice di originalità delle invenzioni non diminuisce dopo interventi di <i>private equity</i>.</p> <p>Periodo di riferimento: 1983-2005.</p>
Weir, Jones & Wright (2008)	Regno Unito	LBO	<p><i>Portfolio companies</i> di fondi di <i>private equity</i> dimostrano: (i) redditività minore rispetto al periodo <i>ante-LBO</i>; (ii) redditività superiore alla media del settore industriale; e (iii) redditività uguale o superiore a quella di società quotate il cui controllo è stato acquisito mediante LBO da soggetti diversi da fondi di <i>private equity</i>.</p> <p>Periodo di riferimento: 1998-2004.</p>
Bloom, Sadun & Van Reenen (2009)	Europa, Stati Uniti, Asia	LBO, VC	<p><i>Portfolio companies</i> che hanno beneficiato di investimenti di <i>private equity</i> mostrano solide prassi gestionali del personale (assunzioni, licenziamenti, remunerazione e promozioni) e ancor più solide prassi gestionali degli affari (struttura snella, continui miglioramenti e monitoraggio).</p> <p>Periodo di riferimento: 2002-2004.</p>
Boucly, Thesmar & Sraer (2009)	Francia	LBO	<p><i>Portfolio companies</i> acquisite mediante LBO godono di forte crescita dei ricavi, dell'attivo patrimoniale e dei livelli occupazionali, specialmente se <i>ante-LBO</i> vi erano limiti finanziari.</p> <p>Periodo di riferimento: 1994-2004.</p>

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Brown, Fee & Thomas (2009)	N/A	LBO	<i>Post-LBO</i> , fornitori di <i>portfolio companies</i> il cui controllo è stato acquisito mediante LBO perdono potere contrattuale nei confronti di tali <i>portfolio companies</i> . Periodo di riferimento: N/A
Gaspar (2009)	Francia	LBO	<i>Portfolio companies</i> acquisite mediante LBO mostrano utile operativo superiore del 4%-5% per anno rispetto a società comparabili, prevalentemente grazie a incremento dei margini operativi, maggiore produttività e miglioramenti del capitale circolante. Periodo di riferimento: 1995-2005.
Popov & Roosenboom (2009b)	Europa	LBO, VC	Investimenti di <i>private equity</i> hanno effetto positivo sull'ingresso nuovi operatori in settori industriali caratterizzati da elevati costi di ricerca e sviluppo. Gli studiosi concludono che il <i>private equity</i> , in generale, e il <i>venture capital</i> , nello specifico, hanno effetti positivi nel favorire l'incontro tra idee imprenditoriali e il mercato, mediante la creazione di nuove imprese. Periodo di riferimento: 1998-2007.
Bernstein, Lerner, Sørensen & Strömberg (2010)	Europa, Stati Uniti	LBO	Settori industriali con investimenti di <i>private equity</i> hanno tasso di crescita superiore. Periodo di riferimento: 1991-2007.
Cumming & Zambelli (2010)	Italia	LBO	Legislazione che proibisce LBO riduce la frequenza di LBO ma non esclude tecniche d'acquisizione che raggiungano lo stesso effetto (ma in modo meno efficiente). Periodo di riferimento: 1999-2006.
Demiroglu & James (2010)	Stati Uniti	LBO	LBO sponsorizzati da <i>private equity firms</i> affermate consentono alle <i>portfolio companies</i> di ottenere prestiti finanziari: (i) a tassi migliori; (ii) con meno vincoli/restrizioni; e (iii) per importo maggiore. Periodo di riferimento: 1997-2007.
Ughetto (2010)	Europa	LBO	Correlazione tra tipologia di <i>private equity firm</i> e innovazione della <i>portfolio company</i> (misurata in funzione del numero di brevetti registrati). Periodo di riferimento: 1998-2004.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Gong & Wu (2011)	Stati Uniti	LBO	Sostituzione CEO entro 2 anni da LBO nel 51% dei casi esaminati. Periodo di riferimento: 1999-2006.
Guo, Hotchkiss & Song (2011)	Regno Unito	LBO	Miglioramenti utile operativo di <i>portfolio companies</i> acquisite mediante LBO da fondi di <i>private equity</i> sono approssimativamente uguali o leggermente superiori a indici di riferimento per società comparabili. Periodo di riferimento: 1990-2006.
Jelic & Wright (2011)	Regno Unito	MBO	Miglioramento produttività della <i>portfolio company</i> sia <i>post-LBO</i> , sia <i>post-disinvestimento</i> da parte del fondo di <i>private equity</i> . Periodo di riferimento: 1980-2004.
Wilson, Wright, Siegel & Scholes (2012)	Regno Unito	LBO	<i>Portfolio companies</i> supportate da fondi di <i>private equity</i> raggiungono risultati economici e finanziari superiori rispetto a società comparabili non supportate da fondi di <i>private equity</i> ; tali conclusioni trovano riscontro sia nel periodo anteriore alla recessione che ha fatto seguito alla crisi del 2007-2008, sia durante tale recessione. Periodo di riferimento: <i>ante-2011</i> .
Acharya, Gottschalg, Hahn & Kehoe (2013)	Europa	LBO	Rendimenti degli investimenti di <i>private equity</i> sono, in media, positivi e restano positivi anche in periodi di bassi rendimenti per gli investimenti nei mercati di capitali. <i>Portfolio companies</i> mostrano rendimenti superiori (rispetto a società quotate ad esse comparabili) grazie a maggiore crescita del fatturato e miglioramento dei margini operativi. <i>General partners</i> con esperienza di gestione d'impresa (ex consulenti strategici o dirigenti d'impresa) generano rendimenti superiori in operazioni di crescita organica; invece, <i>general partners</i> con esperienza nel settore finanziario (ex banchieri o ex contabili) generano rendimenti superiori in operazioni che prevedano significative attività di acquisizioni societarie. Periodo di riferimento: 1991-2007.
Huang, Ritter & Zhang (2014)	Stati Uniti	LBO, IPO	La reputazione delle <i>private equity firms</i> aiuta le proprie <i>portfolio companies</i> a ridurre il costo del debito. Periodo di riferimento: 1992-2011.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
<i>II) Effetti su politiche occupazionali, livelli retributivi e altre questioni relative alle risorse umane delle portfolio companies</i>			
Bacon, Wright & Demina (2004)	Regno Unito	LBO	Dopo LBO si registra crescita dei livelli occupazionali, adozione di nuovi piani di incentivazione del personale e maggiore coinvolgimento del personale nelle vicende societarie. Periodo di riferimento: N/A.
Bruining, Wright, Boselie, & Bacon (2005)	Regno Unito, Olanda	LBO	LBO ha impatto positivo su politiche del lavoro: maggiore formazione e coinvolgimento lavoratori, incremento livelli occupazionali e retributivi dei lavoratori delle <i>portfolio companies</i> . Effetti positivi sono maggiori in contesti meno istituzionalizzati (ricerca indica effetti migliori nel Regno Unito, rispetto all'Olanda). Periodo di riferimento: 1994-1997 (Regno Unito); 1992-1998 (Olanda).
Amess, Brown, Thompson (2007)	Regno Unito	MBO	Dipendenti di <i>portfolio companies</i> oggetto di MBO godono di maggiore discrezione nello svolgimento delle proprie mansioni rispetto a dipendenti di società comparabili. Periodo di riferimento: N/A.
Amess & Wright (2007)	Regno Unito	LBO	LBO, <i>per se</i> , non riduce livelli occupazionali. Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1993-2004.
Thornton (2007)	Regno Unito	LBO (MBO, MBI)	Circa il 60% delle <i>portfolio companies</i> oggetto di investimenti di <i>private equity</i> registra incrementi dei livelli occupazionali nei primi 6 anni da ingresso del fondo di <i>private equity</i> . Tuttavia, ci sono differenze tra MBOs e MBIs: MBOs registrano riduzione dei livelli occupazionali del 18% nei primi 6 anni da ingresso del fondo di <i>private equity</i> ; MBIs registrano incremento dei livelli occupazionali del 13% nei primi 5 anni da ingresso del fondo di <i>private equity</i> . Periodo di riferimento: fondi costituiti tra 1999-2004.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Wright, Burrows, Ball, Scholes, Meuleman & Amess (2007)	Europa	LBO	<p>Oltre il 60% degli LBOs registra incrementi dei livelli occupazionali delle rispettive <i>portfolio companies</i>.</p> <p>Livelli occupazionali negli MBOs inizialmente diminuiscono, ma dopo il quarto anno dal MBO sono il 21,4% più alti del livello <i>pre-MBO</i>; livelli occupazionali negli MBI inizialmente diminuiscono e dopo il quarto anno dal MBI sono il 3,3% più bassi del livello <i>pre-MBI</i>. Non è possibile assumere che i livelli occupazionali <i>pre-LBO</i> fossero sostenibili.</p> <p>Periodo di riferimento: 1994-2003.</p>
Amess, Girma & Wright (2008)	Regno Unito	LBO	<p>LBO sponsorizzati da fondi di <i>private equity</i> non hanno impatti significativi né sui livelli occupazionali né sui livelli retributivi dei lavoratori delle <i>portfolio companies</i>.</p> <p>LBO <u>non</u> sponsorizzati da fondi di <i>private equity</i> hanno impatto negativo sui livelli occupazionali ma positivo sui livelli retributivi.</p> <p>Periodo di riferimento: 1996-2006.</p>
Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner & Miranda (2008)	Stati Uniti	LBO	<p>I livelli occupazionali delle <i>portfolio companies</i> rispetto ai livelli occupazionali di società comparabili (per settore industriale, maturità, dimensioni e complessità operativa) crescono più lentamente (sia <i>ante-LBO</i>, sia <i>post-LBO</i>).</p> <p>Le <i>portfolio companies</i> creano una percentuale maggiore di nuove posizioni di lavoro.</p> <p>Periodo di riferimento: 1980-2005.</p>
Weir, Jones & Wright (2008)	Regno Unito	LBO	<p><i>Portfolio companies</i> oggetto di acquisizione mediante LBO registrano riduzioni dei livelli occupazionali negli anni immediatamente successivi a LBO; a tale fase segue una fase di crescita dei livelli occupazionali.</p> <p>Periodo di riferimento: 1998-2004.</p>
Masulis & Thomas (2009)	N/A	LBO, VC	<p>Il crescente uso di strumenti finanziari derivati indebolisce la <i>governance</i> delle società ad azionariato diffuso, richiedendo che gli amministratori abbiano conoscenze tecniche in materia di strumenti finanziari derivati ed esercitino un maggiore controllo e supervisione sul <i>management</i>. Il modello del <i>private equity</i> sembra poter far fronte a tali necessità, creando valore per i propri investitori.</p> <p>Periodo di riferimento: N/A.</p>

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Goergen, O'Sullivan & Wood (2011)	Regno Unito	LBO	Nell'anno immediatamente successivo a LBO, significativa riduzione dei livelli occupazionali di <i>portfolio companies</i> acquisite mediante LBO. Periodo di riferimento: 2000-2006.
Bacon, Wright, Meuleman and Scholes (2011)	Europa	LBO	<i>Private equity</i> introduce, con maggiore grado di probabilità, <i>high-performance work practices</i> (HPWP): organizzazioni meno gerarchiche dove dipendenti lavorano in squadra con maggiore autonomia sulla base di un maggiore livello di fiducia e migliore comunicazione. Maggiore l'orizzonte temporale atteso dell'investimento di <i>private equity</i> , maggiore la probabilità che vengano introdotti HPWP. Periodo di riferimento: N/A.
Gospel, Pendleton, Vitols & Wilke (2011)	Regno Unito, Spagna, Germania	LBO, HF, SWF	Sia LBO, sia HF, sia SWF causano riduzione dei livelli occupazionali (sebbene in modo diverso). Norme nazionali prevedono diverso grado di coinvolgimento e condivisione delle informazioni con i lavoratori dopo (non durante) l'acquisizione. Periodo di riferimento: N/A.
<i>III) Insolvenza, fallimento e ristrutturazione della portfolio company</i>			
Andrade & Kaplan (1998)	Stati Uniti	LBO/ fallimento	Effetto netto tra incremento valore d'impresa a seguito di LBO e costo dell'eventuale dissesto finanziario è positivo. Periodo di riferimento: 1980-1989.
Easterwood (1998)	Stati Uniti	LBO	Correlazione tra dissesto della <i>portfolio company</i> , disaggregazione attività e rendimenti delle obbligazioni della <i>portfolio company</i> . Periodo di riferimento: 1980-1989.
Citron, Wright, Ball & Ripington (2003)	Regno Unito	LBO/ fallimento	Nel contesto di procedure concorsuali, i creditori garantiti di <i>portfolio companies</i> oggetto di LBO recuperano circa il 62% dell'importo loro dovuto. Periodo di riferimento: N/A.
Citron & Wright (2008)	Regno Unito	LBO/ fallimento	Costo medio fallimento pari a circa 30% dell'attivo fallimentare. Durata media fallimento 3 anni. 95% dei pagamenti ai creditori entro 1,9 anni da apertura procedura concorsuale.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Strömberg (2008)	Mondo	LBO	<p>Il tasso di fallimento di <i>portfolio companies</i> oggetto di LBO (6%) è: (i) superiore al tasso medio di fallimento di società quotate comparabili, ma (ii) inferiore al tasso medio di fallimento di società emittenti di titoli di debito ad alto rendimento (<i>high-yield bonds</i>). Tenuto conto del livello di indebitamento delle <i>portfolio companies</i> oggetto di LBO, il tasso di fallimento (6%) è ritenuto modesto.</p> <p>Periodo di riferimento: 1970-2007.</p>
Demiroglu & James (2010)	Stati Uniti	LBO	<p><i>Portfolio companies</i> acquisite mediante LBO sponsorizzati da <i>private equity firms</i> affermate hanno minore probabilità di dissesto finanziario o fallimento.</p> <p>Periodo di riferimento: 1997-2007.</p>
Sudarsanam, Wright & Huang (2011)	Regno Unito	LBO	<p>Operazioni “<i>public-to-private</i>” hanno maggiore probabilità di fallimento.</p> <p>Periodo di riferimento: 1997-2005.</p>
Borell & Tykvova (2012)	Europa	LBO	<p>Rischio di dissesto finanziario della <i>portfolio company</i> aumenta <i>post-LBO</i>. Nonostante tale aumento, le <i>portfolio companies</i> non soffrono di tassi di fallimento superiori alla media delle altre società.</p> <p>Al contrario, quando le <i>portfolio companies</i> sono supportate da fondi di <i>private equity</i> affermati, il rischio di fallimento diminuisce.</p> <p>Periodo di riferimento: 2000-2008.</p>
Hotchkiss, Smith & Strömberg (2012)	Mondo	LBO	<p>Quando <i>portfolio companies</i> di fondi di <i>private equity</i> diventano insolventi, la loro ristrutturazione stragiudiziale avviene più rapidamente e con maggiore probabilità di successo.</p> <p>Periodo di riferimento: 1997-2010.</p>
Wilson & Wright (2013)	Regno Unito	LBO	<p><i>Portfolio companies</i> acquisite mediante LBO sponsorizzati da <i>private equity firms</i> non hanno maggior probabilità di fallimento rispetto: (i) ad altre società la cui acquisizione non è stata sponsorizzata da <i>private equity firms</i>; (ii) al periodo <i>ante-LBO</i>; o (iii) ad altre società in con posizione finanziaria comparabile.</p> <p>Valore della leva finanziaria delle <i>portfolio companies</i> non consente di prevedere fallimento di tali <i>portfolio companies</i>.</p> <p>Periodo di riferimento: 1995-2010.</p>

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
<i>IV) Effetti post-exit</i>			
Wright, Wilson & Robbie (1996)	Regno Unito	RLBO	Maggioranza delle <i>portfolio companies</i> oggetto di RLBO resta indipendente per almeno 8 anni. Periodo di riferimento: 1980-1996.
Bruton, Keels & Scifres (2002)	Stati Uniti	LBO	Esternalità negative relative a costi di agenzia non riemergono immediatamente dopo IPO della <i>portfolio company</i> e disinvestimento del fondo di <i>private equity</i> . Periodo di riferimento: N/A.

Tabella C – Profili fiscali

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Renneboog, Simons & Wright (2007)	Regno Unito	LBO	Premio offerto da <i>private equity funds</i> per controllo di <i>portfolio companies</i> è positivamente correlato alla capacità della <i>portfolio company</i> di assumere debito (e quindi beneficiare di incentivi fiscali). Periodo di riferimento: 1997-2003.
Weir, Jones & Wright (2008)	Regno Unito	LBO	Minore tassazione delle <i>portfolio companies</i> post-LBO. Periodo di riferimento: 1998-2004.

Tabella D – Durata investimenti

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Gottschalg (2007)	Mondo	LBO	Durata media investimento di <i>private equity</i> : 5 anni (superiore alla durata media degli investimenti maggiori del 5% del capitale di società quotate comparabili). Non vi sono evidenze che orizzonte temporale degli investimenti di <i>private equity</i> induca ad adottare strategie di breve termine. Periodo di riferimento: <i>ante</i> -2007.
Strömberg (2008)	Mondo	LBO	58% dei disinvestimenti avviene dopo 5 anni dall'investimento; disinvestimenti entro il secondo anno (<i>quick flips</i>) rappresentano il 12% delle operazioni e sono in diminuzione. Periodo di riferimento: 1970-2007.

Tesi di dottorato di Massimiliano Di Tommaso, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'a.a. 2014/2015.
Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Autori / (Anno)	Paese	Tipologia Operazioni	Principali Conclusioni
Jelic (2011)	Regno Unito	LBO	Durata media investimenti 3,8 anni (46 mesi). Periodo di riferimento: 1966-2004.

BIBLIOGRAFIA

- ACHARYA V. & RICHARDSON M., *Restoring financial stability: how to repair a failed system*, New York (Stati Uniti), New York University Stern School of Business, 2009.
- ACHARYA V. V., FRANKS J. & SERVAES H., *Private Equity: Boom and Bust?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n. 4, 2007, 44–53.
- ACHARYA V. V., GOTTSCHALG O. F., HAHN M. & KEHOE C., *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, in *The Review of Corporate Finance Studies*, vol. 26, n. 2, 2013, 368-402.
- AIFI, *Capitali per lo sviluppo – Sesto rapporto Biennale 1997-1998*, Milano (Italia), Guerini e Associati, 1997.
- AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012, disponibile su www.aifi.it/?wpdmact=process&did=MzU0LmhvdGxpbnms=, consultato il 21 novembre 2014.
- AKERLOF G. A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n. 3., 1970, 488-500.
- ALBANESE A., *Leveraged buy out, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, vol. II, 2006.
- AMESS K. & WRIGHT M., *Barbarians at the Gate? Leveraged Buyouts, Private Equity and Jobs*, in *Nottingham University Business School Research Paper Series*, 2007, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034178, consultato il 22 dicembre 2014.
- AMESS K., BROWN S. & THOMPSON S., *Management Buyouts, Supervision and Employee Discretion*, in *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 54, n. 4, 2007, 447-474.
- AMESS K., GIRMA, S. & WRIGHT M., *What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?*, in *Nottingham University Business School Research Paper*, n. 2008-01, 2008, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1270581, consultato il 22 dicembre 2014.
- AMESS K., *Management buy-outs and firm-level productivity: evidence from a panel of UK Manufacturing Firms*, in *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 49, 2002, 304-317.
- AMESS K., *The effects of management buy-outs and on firm-level technical efficiency: evidence from a panel of UK machinery and equipment manufacturers*, in *Journal of Industrial Economics*, vol. 51, 2003, 35-44.

- ANDRADE G. & KAPLAN S., *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*, in *Journal of Finance*, vol. 53, 1998, 1443-1493.
- ANTONELLI G., *Crasso, il banchiere di Roma*, Roma (Italia), Newton, 1995.
- ARMOUR J., *Legal Capital: an Outdated Concept?*, in *Centre for Business Research – University of Cambridge*, Working Paper n. 320, 2006, disponibile su <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP320.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- ATANASOV V., IVANOV V. & LITVAK K., *Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs*, in *Journal of Finance*, vol. 67, n. 6, 2012, 2215-2246.
- AWREY D., *The Limits of EU Hedge Fund Regulation*, in *Oxford Legal Studies – Research Paper*, n. 8/2011, 2011, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1757719, consultato il 22 dicembre 2014.
- AXELSON U., JENKINSON T., STRÖMBERG P. & WEISBACH S., *Borrow Cheap, Buy High?*, in *The Journal of Finance*, vol. 68, n. 6, 2013, 2223–2267.
- AXELSON U., STRÖMBERG P. & WEISBACH S., *Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*, in *The Journal of Finance*, vol. 64, n. 4, 2009, 1549-1582.
- BACON N., WRIGHT M. & DEMINA N., *Management Buyouts and Human Resource Management*, in *British Journal of Industrial Relations*, vol. 42, n. 2, 2004, 325-347.
- BACON N., WRIGHT M., MEULEMAN M. & SCHOLES L., *The impact of private equity on management practices in European buy-outs: Short-termism, Anglo-Saxon or host country effects?* *Industrial Relations*, in *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, vol. 51, 2011, 605-626.
- BAKER G. P. & SMITH G. D., *The New Financial Capitalists – Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge (Regno Unito), Cambridge University Press, 1998.
- BAKS K. P. & BENVENISTE L. M., *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*, in *Emory Center for Alternative Investments papers*, 2010, disponibile su http://goizueta.emory.edu/Faculty/cai/documents/ECAI_Alignment.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- BARBA V., *Profili civilistici del leveraged buy out*, Milano (Italia), Giuffrè, 2003.
- BARBERIS N. & THALER R., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance* (a cura di Constantinides G., Harris M. & Stulz R.), Amsterdam (Olanda), Elsevier, 2013.
- BARTLETT J., *Fundamentals of Venture Capital*, Lanham (Stati Uniti), Madison Books, 1999.
- BARTLETT R. P., *Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, in *Fordham Law Review*, vol. 76, 2008, 1975-2026.

- BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n. 3, 2003, 71-92.
- BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 30, n. 4, 2005, 807-822.
- BEBCHUK L. A. & FRIED J. M., *Pay without Performance: Overview of the Issues*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 30, n. 4, 2005, 647-673.
- BEN-DAVID I., GRAHAM J. R. & CAMPBELL R. H., *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*, in *NBER Working Paper*, No. 13711, 2007.
- BERGMANN B., CHRISTOPHERS H., HUSS M. & ZIMMERMANN H., *Listed Private Equity*, in *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (a cura di Cumming D. J.), Hoboken (Stati Uniti), John Wiley & Sons, 2009, 53-70.
- BERNSTEIN S., LERNER J., SØRENSEN M. & STRÖMBERG P., *Private Equity and Industry Performance*, in *NBER Working Paper*, No. 15632, 2010.
- BLOOM N., VAN REENEN J. AND SADUN R., *Do private equity-owned firms have better management practices*, in *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Gurung A. & Lerner J.), vol. 2, World Economic Forum, 2009, 47-64.
- BODIE M. T., *Mother Jones Meets Gordon Gekko: The Complicated Relationship between Labor and Private Equity*, in *Colorado Law Review*, vol. 79, n. 4, 2008, 1317-1354.
- BORELL M. & TYKVOVA T., *Do Private Equity Investors Trigger Financial Distress in Their Portfolio Companies?*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n. 1, 2012, 138-150.
- BOUCLY Q., THESMAR D. & SRAER D., *Leveraged buy-outs – evidence from French deals*, in *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Gurung A. & Lerner J.), vol. 2, World Economic Forum, 2009, 47-64.
- BREALEY R. A., MYERS S. C. & ALLEN F., *Principles of Corporate Finance. Global Edition*, New York (Stati Uniti), McGraw-Hill/Irwin, 2011.
- BROWN D. T., FEE C. E. & THOMAS S. E., *Financial leverage and bargaining power with suppliers: Evidence from leveraged buy-outs*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n. 2, 2009, 196-211.
- BRUINING H. & WRIGHT M., *Entrepreneurial orientation in management buyouts and the contribution of venture capital*, in *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, 2002, 147-168.
- BRUINING H., BONNET M. & WRIGHT M., *Management control systems and strategy change in buy-outs*, in *Management Accounting Research*, vol. 15, 2004, 155-177.
- BRUINING H., WRIGHT M., BOSELIE P. & BACON N., *The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buy-Outs in the UK and the Netherlands*, in *ERIM Report*, Series Reference No. ERS-2004-021-ORG, 2004,

disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797249, consultato il 22 dicembre 2014.

- BRUTON G., KEELS J. K. & SCIFRES R. L., *Corporate restructuring and performance: an agency perspective on the complete buy-out cycle*, in *Journal of Business Research*, vol. 55, 20002, 709-724.
- BURROUGH B. & HELYAR J., *Barbarians at the Gate. The Fall of RJR Nabisco*, New York (Stati Uniti), HarperCollins Publishers, 2008.
- BYGRAVE W. D., HAY M. & PEETERS J.B., *Realizing Investment Value*, Londra (Regno Unito), Pitman Publishing, 1994.
- CAFARO R., *Il merchant banking*, in *I singoli contratti – Applicazioni pratiche; clausole specifiche; giurisprudenza di riferimento* (a cura di G. Cassano), Padova (Italia), Cedam, 2010.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale – Diritto delle Società*, vol. 2, Milanofiori Assago (Italia), Wolters Kluwer Italia, 2012.
- CAO J. & LERNER J., *The Performance of Reverse Leveraged Buyouts*, in *NBER Working Paper*, No. 12626, 2006, disponibile su <http://www.nber.org/papers/w12626>, consultato il 22 dicembre 2014.
- CASELLI S, GARCIA-APPENDINI E. & IPPOLITO F., *Explaining Returns in Private Equity Investments*, in *CAREFIN Working Paper*, n. 15/09, 2009, disponibile su http://www.rcfea.org/papers_sme/paper_Caselli.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Oxford (Regno Unito), Academic Press, 2010.
- CENDROWSKI H., MARTIN J., PETRO L. & WADECKI A., *Private Equity: History, Governance and Operations*, Chichester (Regno Unito), John Wiley & Sons, 2008.
- CHEFFINS B. & ARMOUR J., *The Eclipse of Private Equity*, in *ECGI – Law Working Paper*, n. 082/2007, 2007.
- CHERTOK S., *A comprehensive guide to Title IV of the Dodd-Frank Act and the rules promulgated thereunder*, in *UC Davis Business Law Journal*, vol. 12, 2012, 125-223.
- CHOI S., *Market Lessons for Gatekeepers*, in *Northwestern University Law Review*, vol. 92, n. 4, 1998, 934-949.
- CITRON D., WRIGHT M., *Bankruptcy costs, leverage & multiple secured creditors: the case of MBOs*, in *Accounting and Business Research*, vol. 38, n. 1, 2008, 71-90.
- CITRON D., WRIGHT M., RIPPINGTON F. & BALL R., *Secured creditor recovery rates from management buy-outs in distress*, in *European Financial Management*, vol. 9, n. 2, 2003, 141-162.
- CIVERRA E., *Le operazioni di fusione e scissione – L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy out*, Milano (Italia), IPSOA, 2003.
- CLAESSENS S., KOSE M. A., LAEVEN L. & VALENCIA F., *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, Washington D.C. (Stati Uniti), International Monetary Fund, 2014.

- COFFEE J. C., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, in *Boston University Law Review*, vol. 84, 2004, 301-64.
- CONSOB, *Relazione sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)*, 2014.
- COOTER R., MATTEI U., MONATERI P. G., PARDOLESI R. & ULEN T., *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*, Bologna (Italia), Il Mulino, 2006.
- CORNELLI F. AND KARAKAS O., *Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards?*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 65-84.
- COVITZ D. & LIANG N., *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, (mimeo), 2002, disponibile su <http://www.bis.org/publ/cgfs19board1.pdf>, consultato il 15 novembre 2014.
- CRAIG P. & DE BURCA G., *EU Law – Text, Cases, and Materials*, Oxford (Regno Unito), Oxford University Press, 2011.
- CRESSY R., MUNARI F. & MALIPIERO A., *Playing to their strengths? Evidence that specialization in the Private Equity industry confers competitive advantage*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n. 4, 2007, 647-669.
- CUMMING D. & WALZ U., *Private Equity Returns and Disclosure around the World*, in *LSE RICAFE – Working Paper*, n. 9, 2004, disponibile su <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE-WP09-Cumming.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- CUMMING D. J. & ZAMBELLI S., *Illegal buy-outs*, in *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, 2010, 441-456.
- DAMIANI E., *Venture Capital e Private Equity*, Napoli (Italia), Edizioni Scientifiche Italiane, 2010.
- DAMODARAN A., *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*, 2008, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1162862, consultato il 22 dicembre 2014.
- DAVIS S. J., HALTIWANGER J. C., JARMIN R. S., LERNER J. & MIRANDA J., *Private equity and employment*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 43-64.
- DE CECCO M. & FERRI G., *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, in *Banca d'Italia – Temi di discussione del Servizio studi*, vol. 242, 1994.
- DE FONTENAY E., *Private Equity Firms As Gatekeepers*, in *Review of Banking & Financial Law*, vol. 33, 2013, 115-189.
- DE MAESENEIRE W. & BRINKHUIS S., *What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure*, in *Accounting & Finance*, vol. 52, n. 1s, 2012, 155-182.

- DE MARIA C., *Introduction to private equity*, Chichester (Regno Unito), John Wiley & Sons Ltd., 2010.
- DELOITTE, *2013 Private Equity Fund Outlook*, New York (Stati Uniti), 2012, disponibile su <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dttl-fsi-US-FSI-2013PEOutlook-121912.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- DELOITTE, *Responding to the new reality – Alternative Investment Fund Managers Directive Survey*, New York (Stati Uniti), 2012, disponibile su <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-BruneiDarussalam/Local%20Assets/Documents/Financial%20Services/Alternative%20Investment%20Fund%20Managers%20Directive%20Responding%20to%20the%20new%20reality.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- DEMIROGLU C. & JAMES C. M., *Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 96, 2010, 306-330.
- DILLER C. & KASERER C., *What Drives Private Equity Returns?– Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?*, in *European Financial Management*, vol. 15, n. 3, 2009, 643-675.
- DRIESSEN J., LIN T. & PHALIPPOU L., *Estimating the Performance and Risk Exposure of Private Equity Funds: A New Methodology*, in *NETSPAR Discussion Paper*, n. 23, 2007, disponibile su http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecbcfs_conf9/PE_estimation_DLP.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- EASTERWOOD J. C., *Divestments and financial distress in leveraged buyouts*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n. 2, 1998, 129-159.
- ERNST&YOUNG & PEI, *Navigating the headwinds – 2014 global private equity survey*, New York (Stati Uniti), 2014, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_primed_for_new_opportunities/\\$FILE/EY-Private_equity_primed_for_new_opportunities.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_primed_for_new_opportunities/$FILE/EY-Private_equity_primed_for_new_opportunities.pdf), consultato il 15 dicembre 2014.
- ERNST&YOUNG, *Game-changing regulation? The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe*, New York (Stati Uniti), 2012, disponibile su [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_perceived_impact_of_the_AIFM_Directive_on_private_equity_in_Europe/\\$FILE/AIFMD_European_impact_survey.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_perceived_impact_of_the_AIFM_Directive_on_private_equity_in_Europe/$FILE/AIFMD_European_impact_survey.pdf), consultato il 18 dicembre 2014.
- EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document – Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, SWD(2014) 158 final, 2014.
- EUROPEAN COMMISSION, *Press release – Directive on Alternative Investment Fund Managers ('AIFMD'): Frequently Asked Questions*, Memo/10/572, 2011.
- EVCA, *European Private Equity Activity Data 2007-2013*, in *EVCA Research*, 2014.
- EVCA, *Private Equity Fund Structures in Europe*, in *EVCA Research*, 2006.
- EVCA, *Private Equity Fund Structures in Europe*, in *EVCA Research*, 2010.

- EWANG F. N., *An Analysis and Critique of the European Union's Minimum Capitalization Requirement*, in *Charles Sturt University (Australia) Working Papers*, 2007, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1015708, consultato il 22 dicembre 2014.
- EWENS M., JONES C. M. & RHODES-KROPF M., *The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity*, in *Oxford Journals – The Review of Financial Studies*, vol. 26, n. 8, 2013, 1854-1889.
- FENN G. W., LIANG N. & PROWSE S., *The Private Equity Market: An Overview*, in *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, vol. 6, n. 4., 1997, 1-106.
- FRIGNANI A., *Il leveraged Buy-Out nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, vol. I, 1989, 419-429.
- FRIGNANI A., voce *Leveraged buyout*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino (Italia), Utet, 1993.
- FRIGNANI A., voce *Venture Capital*, in *Noviss. Dig. It.*, App. VII, Torino (Italia), 1987.
- FRONTIER ECONOMICS, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, Londra (Regno Unito), Frontier Economics Ltd, 2013, 32 ss., disponibile su <https://www.evca.eu/media/12929/Frontier-Economics-Report.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- FUDENBERG D. & TIROLE J., *Game Theory*, Cambridge (Stati Uniti), The MIT Press, 1991.
- GASPAR J., *The Performance of French LBO Firms: New data and new results*, in *ESSEC Working Paper*, 2009.
- GERVASONI A. & SATTIN F. L., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano (Italia), Guerini Studio, 2008.
- GERVASONI A., *Finanziarie l'attività imprenditoriale*, Milano (Italia), Guerini Associati, 1996.
- GHAI S., KEHOE C. & PINKUS G., *Private equity: changing perceptions and new realities*, 2014, disponibile su http://www.mckinsey.com/insights/financial_services/private_equity_changing_perceptions_and_new_realities, consultato il 18 dicembre 2014.
- GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demystified: 2012 Update*, Londra (Regno Unito), The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2012.
- GILLIGAN J. & WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Londra (Regno Unito), The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2008.
- GINEVRA E., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali – Studi in onore di Giovanni E. Colombo* (a cura di Aa. Vv.), Torino (Italia), Giappichelli, 2011, 3 ss.
- GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Notariato*, vol. 3, 2007, 319-327.

- GOERGEN M., O'SULLIVAN N. & WOOD G., *Private Equity Takeovers and Employment in the UK: Some Empirical Evidence*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 310/2011, 2011.
- GONG J. & WU S., *CEO turnover in private equity sponsored leveraged buy-outs*, in *Corporate Governance – an International Review*, vol. 19, n. 3, 2011, 195-209.
- GOSPEL H., PENDLETON A., VITOLS S. & WILKE P., *New Investment Funds, Restructuring, and Labor Outcomes: A European Perspective*, in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 19, n. 3, 2011, 276-289.
- GOTTSCHALG O., PHALIPPOU L. & ZOLLO M., *Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle?*, in *INSEAD-Wharton Alliance Center for Global Research & Development Working Paper Series*, n. 2004/82/SM/ACGRD 6, 2004, disponibile su <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=1430>, consultato il 22 dicembre 2014.
- GOTTSCHALG O., *Private Equity and Leveraged Buy-outs*, European Parliament, Study IP/A/ECON/IC/2007-25, 2007, disponibile su http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2007/393515/IPOL-ECON_ET%282007%29393515_EN.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- GREENWOOD D. J. H., *Democracy and Delaware: The Mysterious Race to the Top/Bottom*, in *Yale Law and Policy Review*, vol. 23, 2005, 381-454.
- GREENWOOD D. J. H., *Looting: the puzzle of private equity*, in *Brooklyn Journal of Financial and Commercial Law*, vol. 3, 2008, 89-125.
- GROH A. & GOTTSCHALG O., *The risk-adjusted performance of US buy-outs*, in *HEC Working Paper*, 2006, disponibile su http://evenements.univ-lille3.fr/recherche/jemb/programme/papiers/groh_lille06.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- GUO S., HOTCHKISS E. & SONG, W., *Do buy-outs (Still) create value?*, in *Journal of Finance*, vol. 66, 2011, 479-517.
- GUPTA U., *The First Venture Capitalist*, Calgary (Canada), Gondolier, 2004.
- HARRIS L., *A Critical Theory of Private Equity*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 35, 2010, 259-293.
- HARRIS R., SIEGEL D.S. & WRIGHT M., *Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom*, in *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, 2005, 148-153.
- HEALY P. M. & PALEPU K. G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, in *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, 2001, 405-440.
- HEGE U., LOVO S., SLOVIN M. AND SUSHKA M., *The role of private equity in corporate asset sales: Theory and evidence*, paper presented at ESSEC 2nd Private Equity Conference, Paris, 2009, disponibile su <http://faculty.bus.olemiss.edu/rvanness/Speakers/2010-2011/SLOVIN-paper.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- HENDERSON M. T. & EPSTEIN R. A., *Introduction to 'The Going Private Phenomenon: Causes and Implications'*, in *The University of Chicago Law & Economics –*

- Olin Working Paper*, No. 430, 2008, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1269524, consultato il 20 dicembre 2014.
- HOTCHKISS E. S., SMITH D. C. & STRÖMBERG P., *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 331/2012, 2012.
- HSU D. & KENNEDY M., *Organizing Venture Capital: the Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, in *Industrial and Corporate Change*, vol. 14, 2005, 579-616.
- HUANG R., RITTER J. R. & ZHANG D., *Private Equity Firms' Reputational Concerns and the Costs of Debt Financing*, in corso di pubblicazione su *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=2205720>, 2014, consultato il 30 novembre 2014.
- HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, vol. 1, n. 1, 2009, 109-209.
- IANNOTTA, G., *Investment Banking – A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Berlino (Germania), Springer-Verlag, 2010.
- ILPA, *Private Equity Principles*, v. 2.0, 2011, disponibile su <http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>, consultato il 18 novembre 2014
- IVASHINA V. & KOVNER A., *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 7, 2011, 2462-2498.
- JELIC R. & WRIGHT M., *Exits, performance, and late stage private equity: The case of UK management buy-outs*, in *European Financial Management*, vol. 17, 2011, 560-593.
- JELIC R., *Staying Power of UK Buy-Outs*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 38, n. 7-8, 2011, 945-986.
- JENSEN M. C. & MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, 1976, 305-360.
- JENSEN M. C., *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harvard Business Review*, 1989.
- JENSEN M. C., KAPLAN S. N. & STIGLIN L., *Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury*, in *Tax Notes*, vol. 42, n. 6, 1989.
- JENSEN, M. C., *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review*, vol. 76, n. 2, 1986, 323-329.
- KAHNEMAN D. & LOVALLO D., *Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking*, in *Management Science*, vol. 39, n. 1, 1993, 17-31.
- KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L., & THALER, R. H., *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *Journal of Political Economy*, vol. 98, n. 6, 1990, 1325-1348.
- KAPLAN S. & SCHOAR A., *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows*, in *The Journal of Finance*, vol. LX, n. 4, 2005, 1791-1823.

- KAPLAN S. & STRÖMBERG P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, 121-146.
- KAPLAN S. N., *The effects of management buy-outs on operations and value*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n. 2, 1989, 217-254.
- KITTREDGE G. & PAUL T., *The AIFM Directive vs. Dodd-Frank – Comparative Strengths and Weaknesses*, (mimeo), 2011, disponibile su http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/AIFM_-_Presentation_Kittredge_-_Paul.pdf, consultato il 12 dicembre 2014.
- KLAUSNER M., *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, 755-784.
- KNIGGE A., NOWAK E. & SCHMIDT D., *On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?*, in *Journal of Financial Transformation*, vol. 16, 2006, 123-134.
- LENER J, SCHOAR A. & WONGSUNWAI W., *Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle*, in *The Journal of Finance*, vol. 62, n. 2, 2007, 731-764.
- LENER J., STRÖMBERG P. & SØRENSEN M., *Private equity and long-run investment: the case of innovation*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 27-42.
- LENER J., *Venture Capital and Private Equity – A Casebook*, New York (Stati Uniti), John Wiley and Sons, 1999.
- LEVIN. J. S. & ROCAP D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, New York (Stati Uniti), Wolters Kluwer Law & Business, 2013.
- LJUNGQVIST A. & RICHARDSON M. P., *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*, in *NYU Finance Working Paper*, n. 03-001, 2003.
- LJUNGQVIST A., RICHARDSON M. & WOLFENZON D., *The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence*, in *ECGI – Finance Working Paper*, n. 174, 2007.
- LO A. W., *Reading about the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review*, in *Journal of Economic Literature*, vol. 50, n. 1, 2012, 151-178.
- LOPEZ DE SILANES F., PHALIPPOU L. & GOTTSCHALG O., *Giants at the Gate: On the Cross-Section of Private Equity Investment Returns*, in *EDHEC Working Paper*, 2011, disponibile su http://www.edhec-risk.com/edhec_publications/all_publications/RISKReview.2011-01-18.2122/attachments/EDHEC_Working_Paper_Giants_at_the_Gate.pdf, consultato il 22 dicembre 2014.
- LUBAROFF M. I. & ALTMAN P. M., *Delaware Limited Partnership*, New York (Stati Uniti), Aspen Publishers, 2013.

- LUTTER E., *Legal Capital in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, 2006.
- MACEY J. R. & ENRIQUES L., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, vol. 86, 2000-2001, 1165-1204
- MACHADO F. S., *Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms?*, (mimeo), 2010, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1568731, consultato il 12 dicembre 2014.
- MARASCO F., “Leveraged” and “Management buy out”: operazioni lecite, operazioni in frode e funzione del notaio, in *Notariato*, 1996.
- MASULIS R. W. & THOMAS R. S., *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, in *The University of Chicago Law Review*, vol. 76, 2009, 219-260.
- MCCAHERY J. A. & VERMEULEN E. P. M., *Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis: The End of ‘Two and Twenty’ and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements*, in *ECGI – Law Working Paper*, n. 231/2013, 2013.
- MCCAHERY J. A. & VERMEULEN E. P. M., *The Contractual Structure and Regulation of Private Equity Funds and Hedge Funds*, in *LSE Working Paper*, n. 50/2008, 2008, disponibile su <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE2-WP50-McCahery.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- METRICK A. & YASUDA A., *The Economics of Private Equity Funds*, in *Review of Financial Studies*, vol. 23, 2010, 2303-2341.
- MHETA V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, in *Wharton Research Scholars Journal*, 2004, disponibile su http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1013&context=wharton_research_scholars, consultato il 22 dicembre 2014.
- MONTALENTI P., *Il leveraged buy-out*, Milano (Italia), Giuffrè, 1991.
- MONTALENTI P., voce *Leveraged buyout*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXIII, Roma, 1999.
- MYERS S. C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n. 2, 1977, 147-175.
- NABILOU H., *The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge Funds’ Systemic Risk Regulation in the EU*, 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2352373, consultato il 18 dicembre 2014.
- NAIDECH S. W., *Private Equity Fund Formation*, New York (Stati Uniti), Practical Law Company, 2011.
- NARDI S., *Il leveraged buy out*, in *I nuovi contratti finanziari* (a cura di E. Damiani), Napoli (Italia), Edizioni Scientifiche Italiane, 2008.

- NIKOSKELAINEN E. & WRIGHT M., *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n. 4, 2007, 511-537.
- OLSON M., *The Logic of Collective Actions: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge (Stati Uniti), Harvard University Press, 1965
- OPLER T. C., *Operating performance in leveraged buy-outs*, in *Financial Management*, vol. 21, 1992, 27-34.
- PARDOLESI R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche)?*, in *Giur. comm.*, vol. 3, 1989, 402-418.
- PAYNE J., *Private equity and its regulation in Europe*, in *Oxford Legal Research Paper Series*, Paper No. 40/2011, 2011, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1886186, consultato il 22 dicembre 2014.
- PERSAUD A. & ATKINSON A., *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, in *Investment Adviser Regulation* (a cura di Kirsch E. K.), New York (Stati Uniti), Practising Law Institute, 2012, 47-1;47-66.
- PHALIPPOU L., *Beware of Venturing into Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, 147-166.
- POPOV A. & ROOSENBOOM P., *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*, in *European Central Bank Working Paper Series*, n. 1063, 2009, disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1063.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- POPOV A. & ROOSENBOOM P., *On the real effects of private equity investment – Evidence from business creation*, in *European Central Bank Working Paper Series*, n. 1078, 2009, disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1078.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.
- PREQIN, *2013 Preqin Investor Network Global Alternatives Report Fund Terms and Conditions*, New York (Stati Uniti), Preqin Investor Network, 2013, disponibile su <https://www.preqin.com/item/2013-preqin-investor-network-global-alternatives-report/1/6666>, consultato il 27 dicembre 2014.
- PREQIN, *The 2014 Preqin Global Private Equity Report – Assets Under Management, Dry Powder, Employment and Compensation*, New York (Stati Uniti), Preqin Investor Network, 2014, disponibile su https://www.preqin.com/docs/samples/The_2014_Preqin_Global_Private_Equity_Report_Sample_Pages.pdf, consultato il 27 dicembre 2014.
- REINHART C. M. & ROGOFF K. S., *This time it's different: eight centuries of financial folly*, Princeton (Stati Uniti), Princeton University Press, 2009.
- RENNEBOOG L.D.R., SIMONS T. & WRIGHT M., *Why do public firms go private in the UK?*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n. 4, 2007, 591-628.
- ROCK E. B., *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 161, 2013, 1907-1988.

- ROE M., *Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-to-Fail Finance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 162, 2014, 1419-1464.
- ROMANO R., *Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: A Postscript to Regulating in the Dark*, in *Yale Law & Economics Research Paper*, No. 515, 2014, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517853, consultato il 22 dicembre 2014.
- ROMANO R., *Regulating in the Dark*, in *Yale Law & Economics Research Paper*, No. 442, 2012, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1974148, consultato il 22 dicembre 2014.
- ROUBINI N. & MIHM S., *Crisis economics: A crash course in the future of finance*, New York (Stati Uniti), Penguin Press, 2010.
- SAHLMAN W. A., *The Structure and Governance of Venture Capital Organization*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, 473-521.
- SALAFIA V., *Il leveraged buy out nella riforma societaria*, in *Società*, vol. 8, 2004, 935-937.
- SCHELL J., *Private Equity Funds. Business Structure and Operations*, New York (Stati Uniti), Law Journal Press, 2006.
- SCHLESINGER P., *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, vol. 6, 2003, 705-706.
- SERETAKIS A., *A comparative examination of private equity in the United States and Europe: accounting for the past and predicting the future*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. XVIII, 2013, 613-668.
- SHIVDASANI A. & WANG Y., *Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?*, in *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 4, 2011, 1291-1328.
- SMART S. B. & WALDFOGEL J., *Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buy-outs*, in *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, 1994, 503-511.
- SMITH A. J., *Capital ownership structure and performance: the case of management buy-outs*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1990, 143-165.
- SMITH A., *Wealth of Nations*, Washington (Stati Uniti), Thrifty Books, (ristampa) 2009.
- SPINDLER J. C., *How Private Is Private Equity, and at What Cost?*, in *The University of Chicago Law Review*, vol. 76, 2009, 309-332.
- SPOLIDORO M. S., voce *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV aggiornamento, Milano (Italia), Giuffrè, 2000.
- STEINDL M., *The Alignment of Interest between the General and the Limited Partner in a Private Equity Fund – the Ultimate Governance Nut to Crack?*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2013, disponibile su <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/tag/martin-steindl/>, consultato il 18 novembre 2014.

- STRÖMBERG P., *The new demography of private equity*, in *The Global Impact of Private Equity Report 2008 – Globalization of Alternative Investments – Working Papers* (a cura di Lerner J. & Gurung A.), vol. 1, Ginevra (Svizzera), World Economic Forum, 2008, 3-26.
- SUDARSANAM S., WRIGHT M. & HUANG J., *Target bankruptcy audits impact ongoing private performance and exit*, in *Corporate Governance – An International Review*, vol. 19, n. 3, 2011, 240-258.
- SZEGO B., *Finanziarie l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, vol. I, 2005, 821-866.
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Banca d'Italia – Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, n. 55, 2002.
- THALER R. H., *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, 2008, 39-60.
- THORNTON P., *Inside the Dark Box: Shedding Light on Private Equity*, Londra (Regno Unito), The Work Foundation, 2007.
- TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton (Stati Uniti), Princeton University Press, 2006.
- TRANTIS G., *A Free-Cash-Flow Theory of Secured Debt and Creditor Priorities*, in *Virginia Law Review*, vol. 80, n. 8, 1994, 2155-2168.
- UGHETTO E., *Assessing the contribution to innovation of private equity investors: a study on European buyouts*, in *Research Policy*, vol. 39, 2010, 126-140.
- VON DRATHEN C. & FALEIRO F., *The performance of leveraged buy-out-backed IPOs in the UK*, in *London Business School Working Paper*, 2007, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1117185, consultato il 22 dicembre 2014.
- WEIR C., JONES P. & WRIGHT M., *Public to Private Transactions, Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private*, in *Nottingham University Business School Research Paper*, 2008, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1138616, consultato il 22 dicembre 2014.
- WHITEHEAD C. K., *The Evolution of Debt; Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 34, n. 3, 2009, 641-677.
- WILSON N. & WRIGHT M., *Private Equity, Buy-Outs and Insolvency Risk*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 40, n. 7-8, 2013, 949-990.
- WILSON N., WRIGHT M., SIEGEL D. & SCHOLLES, L., *Private equity portfolio company performance during the global recession*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n. 1, 2012, 193-205.
- WILSON, J. W., *The New Venturers – Inside the High-Stakes World of Venture Capital*, Beverly (Stati Uniti), Addison Wesley Publishing Company, 1986.

WRIGHT M., BURROWS A., BALL R., SCHOLE L., MEULEMAN M. & AMESS K., *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance (Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance)*, Parigi (Francia), OECD, 2007, disponibile su <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39007051.pdf>, consultato il 22 dicembre 2014.

WRIGHT M., JELIC R. & SAADOUNI B., *Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, n. 3-4, 2005, 643-682.

Elenco siti consultati

<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>
<http://ilpa.org/>
<http://online.wsj.com/>
<http://repository.upenn.edu>
<http://www.agm.com/Home.aspx>
<http://www.aifi.it/>
<http://www.baincapital.com/>
<http://www.bis.org/>
<http://www.carefin.unibocconi.eu/index.php?lng=1>
<http://www.cbr.cam.ac.uk/>
<http://www.clessidasgr.it/>
<http://www.deloitte.com/>
<http://www.ecgi.org/>
<http://www.economist.com/>
<http://www.edhec-risk.com/>
<http://www.erim.eur.nl/>
<http://www.europarl.europa.eu/>
<http://www.evca.eu/>
<http://www.forbes.com/>
<http://www.ft.com/>
<http://www.imf.org/external/index.htm>
<http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/docfind.htm>
<http://www.mubadala.com/>
<http://www.newyorker.com/>
<http://www.nytimes.com/>
<http://www.oecd.org/>
<http://www.pegcc.org/research/>
<http://www.ssrn.com/en/>
<http://www.temasek.com.sg/>
<http://www.theworkfoundation.com/>
<http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>
<http://www.warburgpincus.com/>
<http://www.weforum.org/>
<http://www.wlrk.com/>
<http://www.worldbank.org/>
<https://tpg.com/>
<https://www.firstreserve.com/>
<https://www.preqin.com/>