



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

AIPB ASSOCIAZIONE
ITALIANA
PRIVATE
BANKING

Il ruolo del PB nella crescita degli investimenti in PMI italiane attraverso i fondi alternativi

*Il rapporto fra Private Banking e finanziamento dell'Economia Reale attraverso
investimenti illiquidi e alternativi per le PMI Italiane*

MAGGIO -2021

PRESENTAZIONE

L'intermediazione finanziaria che si raccoglie nell'AIPB è fra quelle più innovative, pronta ad affrontare le sfide di un risparmio che cerca di uscire dagli sbocchi più ovvii e di attività economiche che cambiano e mostrano nuove esigenze. Per questo formazione e ricerca sono particolarmente importanti nello sforzo associativo.

È prezioso che, accanto al Master in Private Banking e Wealth Management, AIPB abbia promosso il finanziamento di ricerche universitarie applicate alle prospettive e ai problemi del settore. Ricerche nelle quali gli operatori possono anche fornire dati e informazioni suggerendo la loro elaborazione per indagare nelle direzioni più utili e difficili, fare previsioni e suggerire strategie. I risultati delle ricerche possono risultare utili anche per le autorità regolatorie.

Quest'anno il concorso per il finanziamento ha premiato il progetto di un ricercatore del Politecnico di Milano. Il suo lavoro, accurato e ampiamente documentato, guarda a un aspetto cruciale della filiera del Private Banking: la capacità di favorire l'ampliamento e lo sviluppo delle PMI convogliandovi il risparmio capace e disposto ad investirsi, con un orizzonte temporale adeguatamente lungo, in strumenti tendenzialmente illiquidi e alternativi. Le quantificazioni fatte dallo studio sono incoraggianti e valutano positivamente la consulenza finanziaria degli operatori private nella selezione di tali strumenti.

Si può concludere, come fa la ricerca finanziata, che il ruolo del Private Banking nel finanziamento della crescita dell'economia italiana può essere guardato con ottimismo. Una conclusione incoraggiante soprattutto in una fase in cui il Paese è impegnato nel difficile rilancio post-pandemico.

Professor Franco Bruni

Presidente della Commissione AIPB di Selezione dei Progetti di Ricerca

INDICE

EXECUTIVE SUMMARY.....	7
L'ECONOMIA REALE IN ITALIA E I FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI.....	9
L'ECONOMIA "REALE" IN ITALIA: UNA DEFINIZIONE	9
LA RILEVANZA DELLE PMI PER L'ECONOMIA ITALIANA	10
I FONDI D'INVESTIMENTO ALTERNATIVI (FIA): UNA DEFINIZIONE E TASSONOMIA.....	11
L'EVOLUZIONE DEL MERCATO DEI FIA IN EUROPA E IN ITALIA.....	13
PRIVATE BANKING E ECONOMIA REALE.....	16
IL PRIVATE BANKING IN ITALIA: CARATTERISTICHE ED EVOLUZIONE DEL SETTORE.....	16
I FIA E L'ECONOMIA REALE ITALIANA	17
IL RUOLO DEL PRIVATE BANKING PER LE PMI ATTRAVERSO I FIA: VOLUME DEGLI INVESTIMENTI E NUMERO DI DEAL.....	23
L'IMPATTO DEL PRIVATE BANKING SULLE PMI ATTRAVERSO I FIA: LA QUALITÀ DELLA CONSULENZA OFFERTA DAGLI OPERATORI PRIVATE	28
CONCLUSIONI.....	33
APPENDICE.....	35
BIBLIOGRAFIA.....	37
GRUPPO DI RICERCA.....	38

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

FIGURA 1. EVOLUZIONE DEL NET ASSETS VALUE DI FIA E UCITS IN EUROPA	13
FIGURA 2 PERCENTUALE DEL NAV RIFERITA A INVESTITORI RETAIL E PROFESSIONALI. SCOMPOSIZIONE PER TIPOLOGIA DI FIA	14
FIGURA 3 EVOLUZIONE DEL MERCATO DEI FIA IN ITALIA, IN TERMINI DI ASSET UNDER MANAGEMENT E NUMERO DI FIA AUTORIZZATI.	15
FIGURA 4 EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO. NUMERO DI GEFIA OPERANTI IN ITALIA	18
FIGURA 5 RIPARTIZIONE FIA RISERVATI E NON RISERVATI	19
FIGURA 6 SUDDIVISIONE DEI FIA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO PREVALENTE	20
FIGURA 7 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA E SUDDIVISIONE SETTORIALE DEI DEAL CONDOTTI DAI FIA OGGETTO DELL'ANALISI	21
FIGURA 8 PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO DEI FIA OGGETTO D'ANALISI. FONDI EQUITY VS. DEBITO	22
FIGURA 9 SCOMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN EQUITY. AUMENTI DI CAPITALE VS. PASSAGGI DI QUOTE (BUYOUT)	22
FIGURA 10 SUDDIVISIONE DEI DEALS PER FATTURATO DELLE SOCIETÀ TARGET ALL'ANNO DELL'INVESTIMENTO	23
FIGURA 11 METODOLOGIA COSTRUZIONE DEL CAMPIONE PER LE ANALISI	24
FIGURA 12 CONFRONTO FRA DEALS DEI FIA INVESTITI DAL PRIVATE BANKING E ALTRI FIA	24
FIGURA 13 NUMERO DEI DEALS IN EQUITY DEI FIA PARTECIPATI DAL PRIVATE BANKING. DISTINZIONE FRA AUMENTI DI CAPITALE E SCAMBI DI QUOTE	25
FIGURA 14 RIPARTIZIONE FIA RISERVATI E NON RISERVATI	26
FIGURA 15 CONFRONTO FRA PMI TARGET DI FIA NEI QUALI GLI OPERATORI PRIVATE HANNO INVESTITO CON PMI CHE NON SONO STATE OGGETTO DI DEAL (CAMPIONE DI CONTROLLO 1) E CON PMI TARGET DI FIA NEI QUALI GLI OPERATORI PRIVATE NON HANNO INVESTITO (CAMPIONE DI CONTROLLO 2)	31
TABELLA 1 CONTEGGIO E VOLUME DEGLI INVESTIMENTI IN EQUITY . SCOMPOSIZIONE FRA NORD, CENTRO E SUD ITALIA.	26
TABELLA 2 DISTRIBUZIONE TICKET MINIMI NEL CAMPIONE DI FONDI IN ESAME	27

EXECUTIVE SUMMARY

Il tema del finanziamento dell'economia reale, ovvero delle imprese attive nella manifattura, nell'agricoltura e nell'erogazione di servizi, escludendo il macrosettore finanziario (banche, assicurazioni e compagnie finanziarie), è, da sempre, al centro del dibattito italiano. All'interno dell'ambito dell'economia reale, in termini di fatturato, tassi d'occupazione e numero di imprese, le PMI rappresentano la struttura portante dell'intero sistema produttivo del nostro paese. Tuttavia, per queste aziende, l'accesso al capitale è più difficoltoso, a causa delle asimmetrie informative più elevate, della minore trasparenza, della mancanza di competenze manageriali evolute in ambito finanziario, dell'eccessiva dipendenza dal canale del credito bancario e dell'illiquidità dei loro titoli. Ciò può comportare la rinuncia da parte delle PMI a crescere, limitando gli investimenti che favoriscono la creazione di posti di lavoro, l'aumento del reddito nazionale, ma anche l'introduzione di innovazioni tecnologiche.

Per far fronte a queste difficoltà, negli ultimi anni gli sforzi per incentivare la creazione di canali di finanziamento alternativi a sostegno delle PMI si sono moltiplicati. Si pensi all'industria dei minibond e del crowdfunding, ma anche il Fondo di Garanzia, gli incentivi fiscali come il credito d'imposta per la quotazione in Borsa, le risorse indirizzate nel venture capital e nelle startup innovative. Fra tali proposte, uno strumento che può rappresentare un valido sostegno al tessuto imprenditoriale italiano come alternativa al tradizionale canale bancario riguarda i fondi di investimento alternativo ("FIA"). Questi fondi offrono agli investitori l'opportunità di diversificare il proprio portafoglio e di beneficiare di extra-rendimenti. Per le PMI, questi strumenti possono rappresentare un'importante fonte di capitali, all'interno di un panorama di mercato in cui, come detto, l'offerta è storicamente molto rarefatta. Tuttavia, i FIA sono altamente illiquidi. Considerata questa loro specificità, sono una *asset class* appetibile per investitori consapevoli, dotati di patrimoni sufficientemente elevati.

Il Private Banking, offrendo servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria 'evoluta' a soggetti che vantano un patrimonio di una certa consistenza, potrebbe svolgere un ruolo determinante per l'economia reale attraverso l'investimento in questi strumenti. I patrimoni gestiti dal Private Banking potrebbero rappresentare quindi una leva importante per le PMI italiane. Grazie alla possibilità di diversificazione garantita dalla dimensione e dalle caratteristiche dei loro portafogli, possono infatti contribuire

al miglioramento della composizione dei passivi delle imprese, candidandosi come fonte di finanziamento alternativa di medio-lungo termine.

Questo quaderno di ricerca si pone l'obiettivo di mettere in luce la relazione fra Private Banking e economia reale attraverso gli investimenti in fondi di investimento alternativo. In particolare, si vuole quantificare il risparmio gestito dal Private Banking che partecipa al finanziamento delle PMI italiane attraverso i FIA e valutare la qualità della consulenza finanziaria offerta dagli operatori *private* nella selezione dei FIA.

Ricostruendo la composizione dei fondi di investimento alternativi commercializzati in Italia, è stato possibile identificare gli investimenti in economia reale condotti da tali fondi. Incrociando quest'informazione con i *net holdings* degli operatori private in FIA, si è potuto "fotografare" il contributo dei clienti *private* all'economia reale attraverso questa tipologia di strumenti. Su 105 FIA distribuiti dal Private Banking e studiati, 45 investono nell'economia reale italiana. I clienti *private* hanno quote nei loro portafogli per 16 di questi fondi (35,5%). Complessivamente, i FIA selezionati dai clienti *private* hanno condotto 242 investimenti nelle PMI operanti nell'economia reale italiana, dal 2000. Tale somma rappresenta oltre il 10% del totale degli investimenti, condotti dai FIA, in PMI operanti nell'economia reale. Di questi, 134 (55,4%) sono stati investimenti in capitale di rischio. La quota restante ha riguardato operazioni di debito, in particolar modo minibond. In oltre un caso su due (51%), il *target* degli investimenti condotti dai FIA selezionati dai clienti *private* è stato una piccola impresa (fatturato o totale di bilancio <10 milioni di €) o un'impresa che operava nel settore dei servizi (58%). Oltre tre imprese su quattro avevano la sede nel Nord Italia. Attraverso un'analisi *difference-in-difference* è stato possibile confrontare le *performance* delle PMI *target* di investimento FIA selezionati dai clienti private, con quelle delle PMI nei quali questi fondi non hanno investito. L'analisi mostra che le aziende investite tramite capitali del PB hanno *performance* superiori rispetto alle aziende nei campioni di controllo in tutte le metriche. Queste aziende registrano una crescita maggiore, a seguito dell'investimento, in termini di fatturato, dimensioni dell'attivo di stato patrimoniale e numero di dipendenti.

La ricerca permette di evidenziare il contributo importante che il Private Banking ha per le PMI italiane, rappresentando un'interfaccia fra le aziende emittenti, da una parte, e gli investitori private con disponibilità adeguate a investire in prodotti illiquidi con un orizzonte temporale di medio e lungo periodo, dall'altra.

L'economia reale in Italia e i fondi di investimento alternativi

L'economia "reale" in Italia: una definizione

Nonostante il crescente interesse registrato negli ultimi anni in Italia, identificare il perimetro dell'economia reale è attività tutt'altro che ovvia, considerata l'assenza di una definizione condivisa sia nella letteratura accademica che fra i *practitioner*. Se da una parte la dicotomia fra produzione e servizi finanziari appare evidente, è pur vero che il contributo di banche e assicurazioni all'economia è imponente: basti pensare alle decine di migliaia di posti di lavoro creati in questi settori. Senza avere la pretesa di offrire una soluzione a questo problema, ai fini di questo studio, in linea con il Quaderno di Ricerca "Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (2020)", definiamo "investimenti nell'Economia reale", quelli veicolati a imprese di capitale residenti in Italia, di qualsiasi dimensione, dedite alla manifattura, all'agricoltura e all'erogazione di servizi, escludendo quindi il macro-settore finanziario (banche, assicurazioni e compagnie finanziarie) e della pubblica amministrazione. I settori economici oggetto dell'analisi sono stati identificati per mezzo dei codici ATECO¹. Vengono pertanto considerate come Economia "reale" le seguenti sezioni:

- A: agricoltura, silvicoltura e pesca;
- B: estrazione di minerali da cave e miniere;
- C: attività manifatturiere;
- D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata;
- E: fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento;
- F: costruzioni;
- G: commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli;
- H: trasporto e magazzinaggio;
- I: attività dei servizi di alloggio e di ristorazione;
- J: servizi di informazione e comunicazione;
- L: attività immobiliari;
- M: attività professionali, scientifiche e tecniche;
- N: noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese;
- P: istruzione;
- Q: sanità e assistenza sociale;
- R: attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento;
- S: altre attività di servizi;
- T: attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale

¹ Il codice ATECO è un codice numerico che individua il tipo di attività svolta da: imprese (ditte individuali e società), liberi professionisti (avvocati, architetti, ingegneri, traduttori, freelance, agenti di commercio...), associazioni e fondazioni.

domestico; produzione di beni e servizi indifferenziati per uso proprio da parte di famiglie e convivenze.

Di contro, vengono escluse dall'indagine la sezione K (attività finanziarie ed assicurative fra cui gli istituti bancari), la sezione O (amministrazione pubblica e difesa; assicurazione sociale obbligatoria) e la sezione U (organizzazioni ed organismi extraterritoriali).

Per studiare la relazione fra Private Banking e PMI operanti nell'economia reale italiana, vengono considerati in questo studio gli investimenti indiretti di natura illiquida e alternativa nelle PMI. Con tale finalità, è stata condotta un'indagine estesa sui fondi di investimento alternativi («FIA») che investono in PMI Italiane². Nei prossimi paragrafi verranno pertanto delineati i confini di tale analisi. A questo scopo, verrà descritto il mercato delle PMI in Italia, verrà fornita una definizione di FIA e si descriverà l'evoluzione del mercato di tali strumenti.

La rilevanza delle PMI per l'economia italiana

L'Italia è il paese delle piccole e medie imprese (PMI³). Come afferma uno studio della Commissione Europea (2019), il ruolo svolto dalle PMI nell'economia reale italiana è maggiore della media dell'UE. In Italia, infatti, le PMI generano il 66,9% del valore aggiunto complessivo nella "*business economy non finanziaria*", superando nettamente la media europea pari al 56,4% (Commissione Europea, 2019). Le PMI giocano un ruolo fondamentale anche rispetto alla creazione di posti di lavoro. Il 78,1% della popolazione attiva italiana è impiegata in una PMI, rispetto a una media Europea che si ferma *soltanto* al 66,6% (Annual report on European SMEs, 2019). È evidente, quindi, che le PMI rappresentano uno dei cardini del tessuto socio-economico italiano, producendo esternalità positive che contribuiscono al benessere nazionale complessivo (Cerved, 2020).

Nonostante la rilevanza per l'economia italiana, è ben noto che le PMI incontrino difficoltà nell'accedere ai finanziamenti. È opinione diffusa che ciò sia dovuto alle peculiarità delle PMI, che rispetto alle grandi imprese tendono, in media, ad essere più giovani e meno formalizzate. Come ampiamente riportato nella letteratura accademica, per tali ragioni, le PMI sono spesso affette da asimmetrie informative, che ne aumentano la rischiosità e che ragionevolmente contraggono la fornitura di capitali finanziari (Stiglitz e Weiss, 1981).

² Si tenga nota che il dato relativo alla commercializzazione dei FIA in Italia non è pubblico.

³ Per Piccole e Medie Imprese (PMI) si definiscono tutte quelle società indipendenti con meno di 250 dipendenti il cui fatturato annuo non supera € 50 milioni oppure il cui totale di bilancio annuo non supera € 43 milioni, Fonte UE.

Questa dinamica può avere un impatto significativo sull'economia nazionale. Secondo l'ultima edizione della *European Survey on the Access to Finance of Enterprises* (SAFE, 2020), l'Italia è il paese in cui le PMI hanno le aspettative più basse rispetto alla possibilità di accedere al credito bancario. Più di quattro imprese su dieci sono pessimiste sull'opportunità di raccogliere fondi dalle banche (in Europa, il valore medio è pari a tre imprese ogni dieci). Tale percezione è diffusa in molti settori dell'economia, dalle costruzioni ai servizi passando per le attività manifatturiere. Il razionamento del capitale potrebbe avere conseguenze estremamente rilevanti, come la rinuncia a crescere e a fare nuovi investimenti, anche a causa dell'incertezza politica e della mancanza di riforme su infrastrutture fisiche e normative, soprattutto in un contesto fortemente colpito dall'emergenza sanitaria COVID-19. Stante queste premesse, il rischio è che venga meno il ruolo di motore chiave per la crescita e per la creazione di ricchezza per l'economia nazionale.

In questo scenario, i fondi di investimento alternativo possono diventare una fonte importante di finanziamenti per le PMI, aprendo interessanti strade per aumentarne la competitività, la crescita e per assicurare una maggiore visibilità sul mercato del credito (effetto di segnalazione, si veda ad esempio Black e Gilson, 1998). Allo stesso tempo, il Private Banking potrebbe rappresentare un'importante fonte per il sostegno delle PMI. Come sottolineato nel Quaderno di Ricerca "Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese" (2020), i patrimoni gestiti dal Private Banking appaiono sempre più al centro del dibattito sul finanziamento alle imprese produttive italiane. Al contrario degli investitori istituzionali, che considerano spesso gli investimenti in PMI diseconomici per le ragioni descritte sopra, i clienti Private possono rappresentare una leva importante per l'Economia "reale" italiana, un nuovo ossigeno per lo sviluppo del tessuto imprenditoriale nazionale, popolato da PMI. Gli investitori Private, infatti, grazie alla possibilità di diversificazione garantita dalla dimensione e dalle caratteristiche dei loro portafogli, possono contribuire al miglioramento della composizione dei passivi delle imprese, candidandosi come fonte di finanziamento alternativa di medio lungo termine.

I Fondi d'Investimento Alternativi (FIA): una definizione e tassonomia

I Fondi d'Investimento Alternativi («FIA») sono organismi di investimento collettivo che impiegano un'ampia gamma di strategie di investimento e di negoziazione non tradizionali. Secondo la Direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD- Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi), i FIA sono definiti come organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non

necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE.

La AIFMD e i relativi regolamenti attuativi si astengono dal prescrivere strategie di investimento per i FIA. Tuttavia, la direttiva, all'interno della regolazione di secondo livello ("level II regulation"), suddivide i FIA in cinque tipologie principali: fondi *hedge*, fondi immobiliari, fondi di fondi, fondi di *private equity* e *venture capital* e altri fondi. All'interno di quest'ultima categoria, un ruolo d'importanza crescente hanno i fondi di debito, i quali rappresentano al 2020 oltre il 40% del NAV del settore (EFAMA, 2020). Complessivamente, i fondi di debito, unitamente ai fondi di *private equity* e *venture capital*, fondi *hedge*, i fondi immobiliari, e i fondi di fondi, rappresentano più dell'80% del NAV del settore. Pertanto, considerata la rilevanza di queste tipologie di fondi, se ne fornisce una tassonomia:

Fondi di Debito: I fondi di debito svolgono l'attività di prestito non bancario per imprese private, tramite la sottoscrizione di emissioni di titoli di debito dedicati (p.e. minibond), generalmente non negoziati sui mercati borsistici regolamentati (Denis e Mihov, 2003).

Fondi di Privati Equity (PE) e Venture Capital (VC): Si tratta di fondi che svolgono un'attività di investimento in società ad alto potenziale di crescita. Tali fondi sono noti per la capacità di offrire alle proprie partecipate servizi a valore aggiunto, come la fornitura di competenze manageriali. I fondi di PE e VC hanno la natura di fondi di investimento chiusi, i cui impieghi sono di natura fortemente illiquida (Borsa Italiana, 2020).

Fondi immobiliari: Sono fondi che investono in titoli emessi da società immobiliari, che altrimenti non sarebbero a disposizione del piccolo investitore. Tra questi titoli, i *Real Estate Investment Trusts* (REIT) sono i più scambiati (Anson et al., 2010). I fondi immobiliari realizzano investimenti di natura relativamente illiquida.

Fondi di Fondi: Si tratta di fondi che investono in quote di altri fondi comuni e/o SICAV (società di investimento a capitale variabile) che presentano una politica di investimento compatibile con i criteri previsti dal regolamento del fondo acquirente. Tipicamente, la strategia di questi fondi mira a ottenere una diversificazione superiore. In media, i fondi di fondi hanno rapporti di spesa più elevati rispetto ai normali FIA.

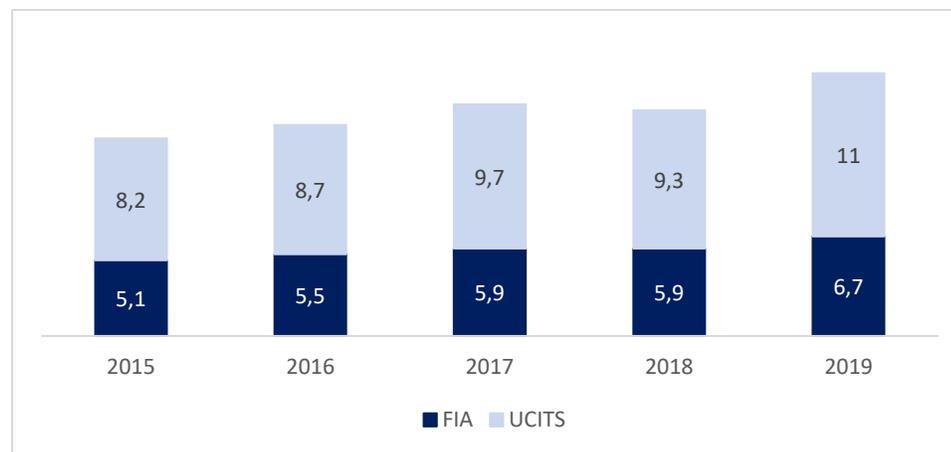
Fondi Hedge: Sono fondi di investimento che fanno ampio uso di complesse strategie di *trading* e di gestione del rischio e portafoglio, come vendite allo

scoperto, leva finanziaria e investimenti in derivati, per aumentare i rendimenti e migliorare l'efficienza (Lemke et al., 2020). Gli *hedge fund* solitamente investono in attività liquide, segnando una notevole differenza con altri FIA (Stowell, 2012).

L'evoluzione del mercato dei FIA in Europa e in Italia

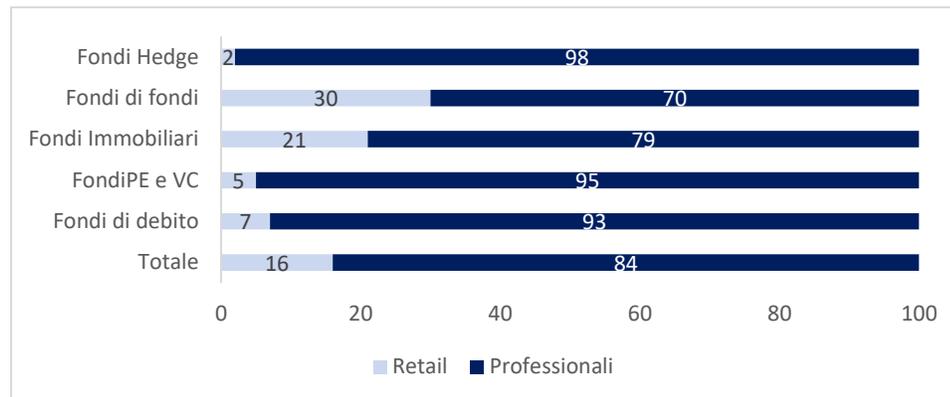
Il settore dei fondi di investimento alternativi rappresenta circa il 40% dell'attività dei fondi di investimento in Europa (EFAMA, 2020). Alla fine del 2019, il *net asset value* (NAV) del settore ammontava a 6.700 miliardi di €, registrando, come evidenzia la Figura 1, il massimo storico al culmine di un periodo di 5 anni di crescita ininterrotta (7,06% CAGR tra il 2015 e il 2019).

Figura 1. Evoluzione del Net Assets Value di FIA E UCITS in Europa (migliaia di miliardi di €). Valori al 31/12/2019. Fonte: EFAMA, 2020



I FIA possono essere collocati sia a investitori professionali che *retail*. Tuttavia, nel mercato europeo, il contributo degli investitori professionali supera ampiamente quello degli investitori *retail*. Nel 2018, ultimo anno per cui i dati sono disponibili, il contributo degli investitori professionali ammontava a 4.920 miliardi di € (84% del NAV aggregato) contro 940 miliardi (16% del NAV aggregato) degli investitori *retail* (ESMA, 2020). Tale differenza appare ancora più significativa nel caso dei fondi Hedge o nei fondi di Private Equity e Venture Capital, ove gli investitori *retail* rappresentavano rispettivamente soltanto il 2% e il 5% del NAV aggregato. Al contrario, si segnala una presenza maggiore di investitori *retail* nel comparto dei fondi di fondi. La Figura 2 riporta, per ogni tipologia di fondi, la percentuale di clienti *retail* e professionali, espressa in percentuale del NAV.

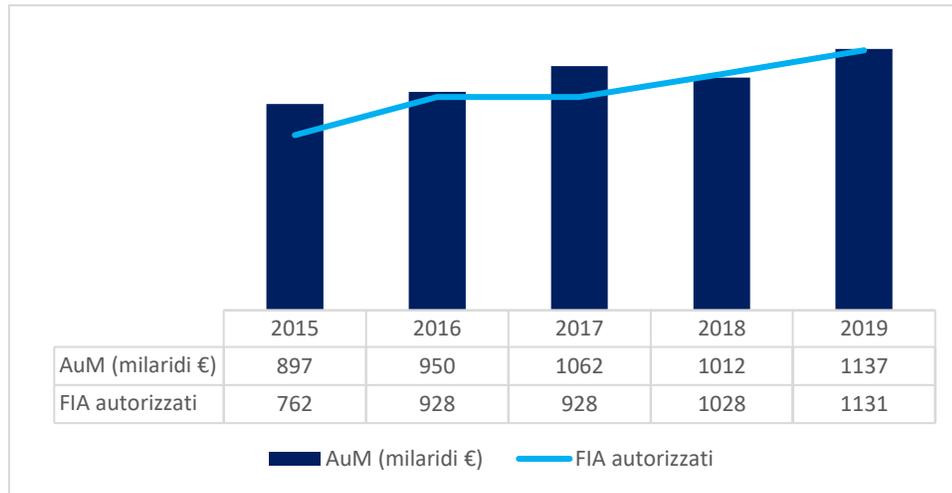
Figura 2 Percentuale del NAV riferita a investitori retail e professionali. Scomposizione per tipologia di FIA. Valori al 31/12/2019. Fonte: EFAMA, 2020



Come ben sintetizzato dai report ESMA (2019; 2020), il mercato dei FIA è concentrato in un numero limitato di paesi. Germania, Regno Unito, Francia, Paesi Bassi e Italia rappresentano i mercati più sviluppati coprendo più dell'85% del NAV totale del settore. In particolare, con riferimento all'Italia, il mercato ha trovato terreno fertile soprattutto negli ultimi anni, nei quali si è registrata una crescita in termini sia di *asset under management* (AuM) che nel numero di fondi autorizzati. Secondo i dati di Assogestioni (2020)⁴, che offrono, ad oggi, la migliore copertura del mercato, l'ammontare totale di AuM è passato da 730 miliardi di € a 1.140 miliardi di € tra il 2014 e il 2019, con un CAGR stimato del 9,23%, superiore alla media europea (7.06%). Nello stesso intervallo temporale, anche il numero di fondi FIA autorizzati in Italia è cresciuto significativamente, passando dai 762 fondi del 2015 agli oltre 1.100 di inizio 2019, CAGR: 7,61% (Figura 3).

⁴ Il dato Assogestioni è considerato un valore significativo, sebbene non copra il 100% del mercato.

Figura 3 Evoluzione del mercato dei FIA in Italia, in termini di Asset under Management (valori in miliardi di €) e Numero di FIA Autorizzati. Dati 2015-2019. Fonte: ESMA, 2020



Private Banking e economia reale

In questo capitolo focalizziamo l'analisi sull'industria del Private Banking in Italia, descrivendone la rilevanza attraverso i dati forniti da AIPB, Associazione Italiana Private Banking. Al fine di studiare il rapporto fra Private Banking e economia reale attraverso investimenti illiquidi e alternativi per le PMI Italiane verrà introdotta un'analisi di impatto. Tale tipologia di analisi permetterà di quantificare il contributo del Private Banking alle PMI operanti nell'economia reale, favorendo l'identificazione dei canali attraverso cui tale contributo si determina.

Il Private Banking in Italia: caratteristiche ed evoluzione del settore

Il mercato del Private Banking comprende gli operatori che offrono servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria evoluta a soggetti che vantano un patrimonio personale, familiare o collegato all'attività professionale/imprenditoriale in cui rientrano *asset* bancari, assicurativi, mobiliari, immobiliari e reali, per un importo pari almeno a € 2.000.000 (AIPB, 2020).

Il segmento del Private Banking oggi rappresenta il 25% del totale del risparmio privato italiano⁵ e ha mostrato una dinamica migliore rispetto al mercato complessivo. I dati AIPB mostrano un settore in crescita che, negli anni, ha incontrato il favore dei clienti e ha guadagnando quote di mercato rispetto agli altri canali distributivi (AIPB, 2020). Rispetto ad altri operatori che gestiscono la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, fra cui Banche, Reti di consulenza finanziaria, Poste Italiane e agenti assicurativi, l'industria del Private Banking ha mostrato una straordinaria capacità di reazione nei principali momenti di difficoltà dei mercati finanziari. Basti osservare i dati nel 2008, il più recente esempio del crollo dei mercati finanziari, e nel 2011, l'anno della crisi del debito sovrano, per notare la capacità di questa industria di far crescere il valore degli asset gestiti ad un tasso medio annuo superiore a quello degli altri operatori.

Come evidenziato dallo studio "*Il futuro del Private Banking: leadership, talenti e innovazione*", condotto da AIPB in collaborazione PwC, dal 2011, il settore del Private Banking ha registrato una crescita del 3,2% (CAGR 2011-2019), superiore alla variazione del 2,5% realizzata dagli altri operatori esterni al perimetro del Private Banking. L'incremento degli asset è dipeso contemporaneamente da un effetto positivo dei mercati finanziari sul valore rivalutato dei portafogli investiti e da una raccolta netta positiva di nuovi risparmi.

⁵ Il risparmio privato Italiano vale, secondo i dati Eurostat, 4.450 mila miliardi

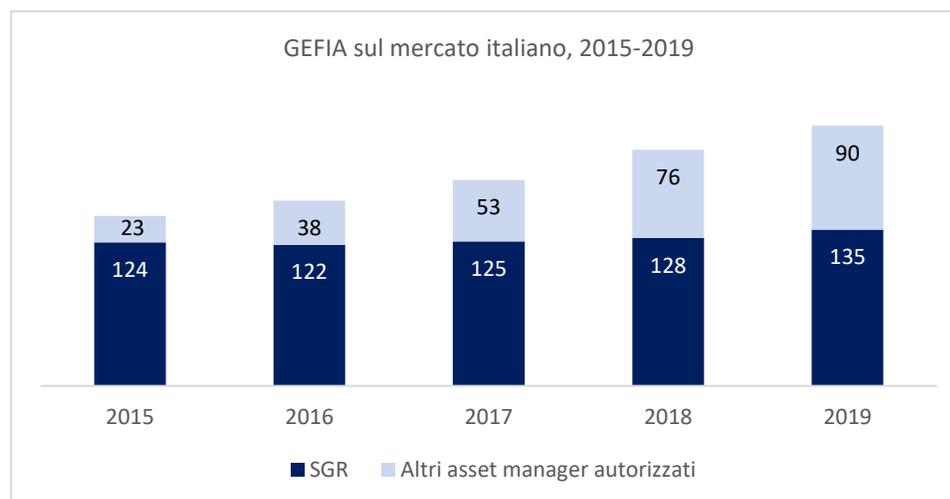
I FIA e l'economia reale Italiana

Per analizzare l'impatto del Private Banking sul finanziamento delle PMI italiane attraverso i FIA, è stata condotta un'analisi estensiva di tutte le società di investimento e dei fondi autorizzati dalla Banca di Italia, al fine di identificare i FIA offerti da tali soggetti. Complessivamente, l'analisi ha riguardato la totalità dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA⁶), operanti in Italia dal 2015 al 2019. Dei 256 GEFIA in esame (**Fonte:** Albi ed Elenchi di Vigilanza, Banca d'Italia), 204 (79,68%) sono gestori patrimoniali italiani, denominati "Società di Gestione del Risparmio (SGR); 52 (20,32%), sono GEFIA esteri o gestori patrimoniali italiani non classificati come "SGR", ma autorizzati dalla Banca d'Italia ad operare investimenti alternativi sul territorio italiano, secondo gli artt. n. 34 e n. 41-ter del "Testo Unico della Finanza".

Il numero di GEFIA operanti in Italia ha registrato una crescita costante nel periodo analizzato, toccando il suo picco nel 2019 (225 GEFIA) e registrando un CAGR 2015-2019 pari all'8,89%. Questo risultato evidenzia un notevole consolidamento della Finanza Alternativa in Italia. Inoltre, vale la pena dire che questa impennata è stata alimentata da un aumento significativo del numero di "altri gestori patrimoniali autorizzati", passati da 23 a 90 *player* attivi con un CAGR del 31,27% tra il 2015 e il 2019. La Figura 4 mostra l'evoluzione temporale dei GEFIA operanti in Italia nel periodo analizzato, disaggregando tra "SGR" italiane e "altri gestori patrimoniali autorizzati".

⁶ Seguendo la definizione di Banca d'Italia, si definiscono GEFIA le società autorizzate alla gestione di FIA in Italia (SGR, Sicaf, Sicav), in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia (GEFIA UE), ovvero in uno Stato non appartenente all'UE (GEFIA non UE).

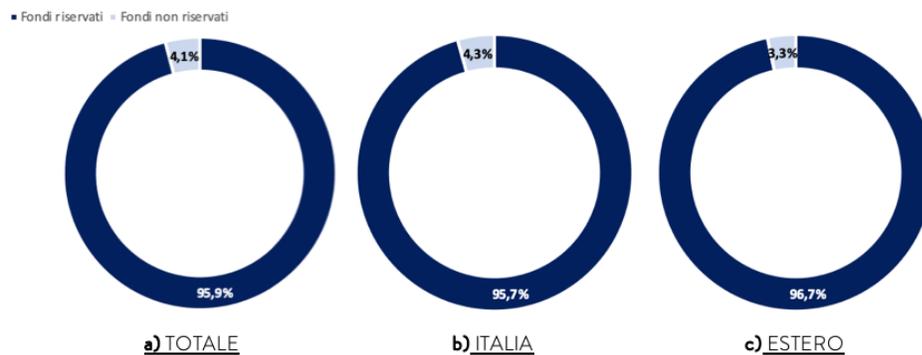
Figura 4 Evoluzione del mercato Italiano. Numero di GEFIA operanti in Italia nel periodo 2015-2019.
Fonte: Banca d'Italia



Passando dal numero di gestori a quello dei fondi, nel periodo in esame, in Italia, sono stati attivi 1.411 FIA autorizzati dalla Banca d'Italia (Elaborazione del team di ricerca a partire dai dati riportati da Banca d'Italia, Albi ed Elenchi di Vigilanza, e dal Banco d'España, "List of financial institutions – Lists of investment funds – Italy"). Questo elenco comprende fondi gestiti sia da "SGR" italiane che da "altri gestori patrimoniali autorizzati". In linea con la crescita del numero di GEFIA operanti in Italia, anche il numero di FIA è aumentato costantemente, nel periodo di riferimento, con un CAGR dell'8,22%. Tale valore, risulta superiore rispetto al CAGR calcolato nel periodo 2015-2019. Non si segnalano differenze significative tra l'aumento dei FIA gestiti dalle "SGR" italiane e "altri gestori patrimoniali autorizzati", a conferma di una crescita organica del settore, che vede gli operatori storici accrescere la propria posizione e nuovi operatori che raggiungono gli *standard* di mercato. Per l'86% dei fondi in esame, è stato possibile analizzare la distinzione fra fondi riservati e non riservati⁷. Come riportato in Figura 5 più del 95% dei fondi nel campione è costituito da fondi riservati. Tale valore è confermato sia per i fondi con domicilio in Italia che per quelli con domicilio estero.

⁷ Tale campione è risultato statisticamente rappresentativo.

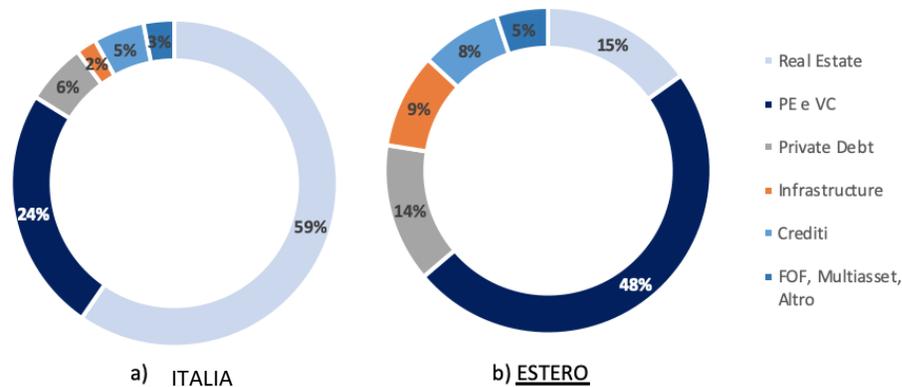
Figura 5 Ripartizione FIA riservati e non riservati all'interno del a) Totale dei FIA; b) FIA con domicilio Italia; c) FIA con domicilio estero. Elaborazione del team di ricerca.



Un fattore che differenzia la realtà italiana da quella estera riguarda la dimensione dei fondi. I fondi italiani sono significativamente più piccoli di quelli esteri. Nel nostro campione, il patrimonio iniziale dei fondi esteri è in media 690 milioni di € mentre quello dei fondi italiani risulta essere di 184 milioni di €. Inoltre si riscontra che il 72% dei fondi italiani risulta avere un patrimonio inferiore alla media, suggerendo quindi la presenza di un gran numero di fondi con patrimonio ridotto. La dimensione ridotta del patrimonio di tali fondi potrebbe rappresentare un campanello d'allarme rispetto alla capacità degli stessi di finanziare l'economia reale, sia in termini di numero di imprese finanziate che relativamente alle caratteristiche delle stesse. Spesso, infatti, le imprese più innovative o con forte caratterizzazione tecnologica presentano profili di rischio e fabbisogni finanziari particolarmente elevati che male si coniugano con la dimensione dei fondi italiani.

Un' ulteriore distinzione riguarda la tipologia di investimento prevalente per i FIA con domicilio in Italia rispetto a quelli esteri (Figura 6).

Figura 6 Suddivisione dei FIA per tipologia di investimento prevalente. Distinzione fra fondi *real estate*, fondi di *private equity* e *venture capital*, fondi *private Debt*, altri fondi *infrastructure*, fondi *crediti* e altri fondi. Panel a) FIA con domicilio Italia; Panel b) FIA con domicilio Estero. Fonte: Elaborazione del Team di ricerca su dati Banca d'Italia.



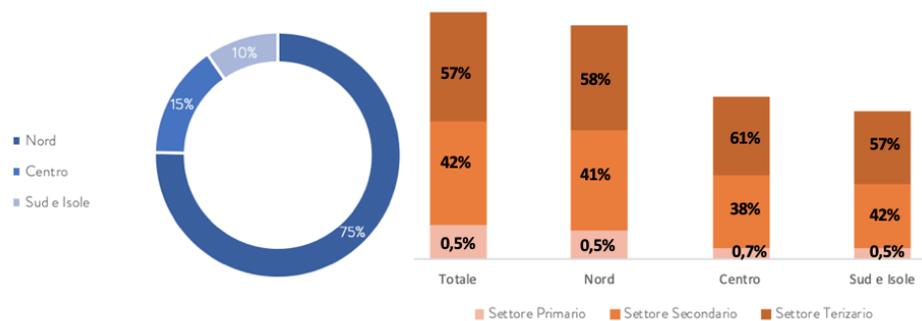
In Italia, più del 59% dei FIA oggetto dell'analisi fanno riferimento a fondi *real estate*. Oltre il 24% dei FIA analizzati sono riconducibili al *private equity* e *venture capital*; mentre il 6% dei fondi in esame afferisce alla tipologia dei fondi di debito. Il campione comprende anche altre tipologie di fondi, fra cui quelli *infrastructure* (2%), i fondi *crediti* (5%) e altri (3%), inclusi quelli a strategia mista e fondi hedge. Al contrario, circa un fondo su due con domicilio estero ricade nella tipologia *private equity* e *venture capital* (48%). Fra i FIA con domicilio estero, inoltre si riscontra un valore percentuale pari circa il 13% per i fondi di debito. Soltanto il 15% dei fondi con domicilio estero investe prevalentemente in *real estate*.

Ai fini dell'analisi, il focus ha riguardato i fondi di *private equity*, *venture capital* e di debito. Tali fondi investono notoriamente in imprese, in ottica di medio lungo-termine, con l'obiettivo di realizzare un piano di sviluppo delle aziende partecipate. Coerentemente, il *focus* su questi fondi appare adeguato rispetto agli obiettivi d'analisi. Pertanto, complessivamente lo studio ha riguardato 320 fondi, che ricadono nelle categorie suddette. Per tali fondi, si è ricostruito il portafoglio di investimenti, tenendo traccia di tutte le operazioni di finanziamento (*deal*) realizzate nel periodo in esame (Fonte: dal Banco d'España, "List of financial institutions – Lists of investment funds – Italy"). Complessivamente il campione include 2.274 *deals*⁸. Tali operazioni hanno riguardato 1.546 imprese italiane. Ciò evidenzia che alcune delle imprese sono state oggetto di più di una operazione di finanziamento alternativo.

⁸ Questa cifra rappresenta oltre l'80% del totale dei *deals* nell'economia reale italiana

Il 75% delle operazioni ha riguardato imprese del Nord Italia (Figura 7), confermando la concentrazione della finanza alternativa in poche regione italiane (Vacca, 2013). Non si riscontrano particolari differenze geografiche in termini di *target* di investimento. Sia l'analisi sul campione totale che le analisi per area geografica (Nord, Centro, Sud e Isole) confermano una tendenza consolidata ad investire in imprese del settore terziario-servizi (57%), seguito dal settore secondario-manifattura (42%) e infine dal settore primario-agricoltura (<1%)⁹.

Figura 7 Distribuzione geografica e suddivisione settoriale dei deals condotti dai FIA oggetto dell'analisi. Fonte: Banca D'Italia e AIDA. Elaborazione del Team di Ricerca



Delle imprese in esame, l'80% ricade nella categoria delle PMI operanti nell'economia reale, secondo la definizione utilizzata in questo studio. Tale quota sale fino all'85% nel caso di operazioni che hanno coinvolto imprese con sede nel Nord Italia, a conferma del ruolo che la finanza alternativa può ricoprire a sostegno delle PMI italiane (si noti che il Nord Italia è l'area con il maggior numero di PMI e PMI innovative attive).

I FIA hanno storicamente privilegiato gli investimenti in *equity*. Tuttavia, l'introduzione di misure che dal 2012 in avanti hanno consentito l'avvio delle industrie dei minibond e del direct lending (fondi di credito), ha segnato un cambio di rotta per l'industria. Nel 2017, per la prima volta, le operazioni di debito hanno superato quelle in capitali di rischio. Tale *trend* è stato confermato anche per gli anni successivi (Figura 8).

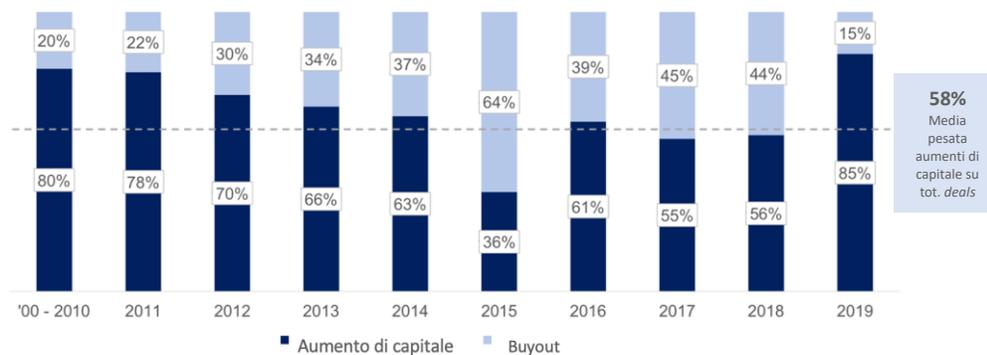
⁹ Rientrano nel settore primario l'agricoltura, l'allevamento, la pesca, l'estrazione delle risorse minerarie e lo sfruttamento delle foreste. Il settore secondario identifica le attività dell'industria manifatturiera, la produzione di energia e le costruzioni. Infine rientrano nel settore terziario le industrie dei servizi, quali commercio, trasporti, turismo, libere professioni.

Figura 8 Portafogli di investimento dei FIA oggetto d'analisi. Fondi Equity vs. Debito attivi al 31/12/2019. Fonte: Banca d'Italia. Elaborazione del Team di Ricerca



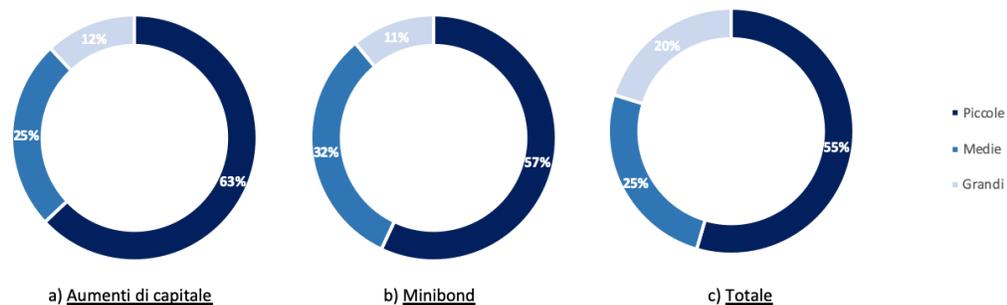
Per quanto riguarda le operazioni in *equity*, nel 58% dei casi queste hanno riguardato aumenti di capitale e tale quota è ulteriormente aumentata in riferimento alle operazioni condotte nel 2019, anno in cui oltre 8 investimenti in equity su 10 si sono configurati come aumento di capitale (Figura 9).

Figura 9 Scomposizione degli investimenti in equity. Aumenti di capitale vs. passaggi di quote (buyout). % di investimenti realizzati. Fonte: Telemaco. Elaborazione del Team di Ricerca



È interessante notare che nel 67% dei casi i *buyout* abbiano coinvolto grandi imprese. Al contrario gli aumenti di capitale hanno riguardato PMI nell' 88% dei casi. Una dinamica simile si riscontra per le operazioni in debito, ove i minibond sono stati emessi da PMI nell' 89% dei casi. Nuovamente, tale evidenza conferma l'efficacia di questo strumento per il finanziamento delle PMI italiane (Figura 10).

Figura 10 Suddivisione dei deals per fatturato delle società target all'anno dell'investimento. Panel a) aumenti di capitale; panel b) Minibond; panel c) Totale dei deals. Fonte: Telemaco. Elaborazione del Team di Ricerca.

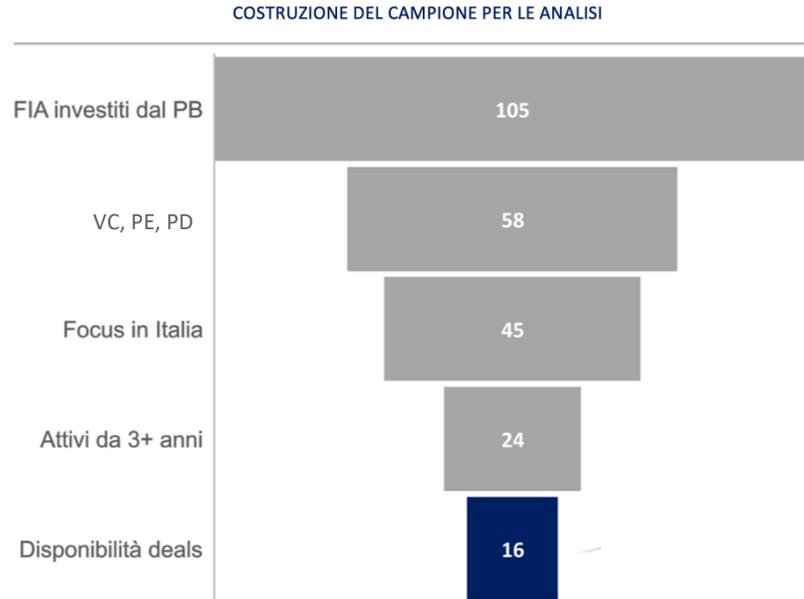


Il ruolo del Private Banking per le PMI attraverso i FIA: volume degli investimenti e numero di deal

Secondo una recente *survey* condotta da AIPB, il 55% degli operatori italiani ritiene prioritario lo sviluppo di prodotti illiquidi che investano in economia reale nazionale. Tale dato segnala l'interesse del settore rispetto a questa *asset class* e suggerisce la necessità di analizzare quale sia, ad oggi, il contributo del Private Banking all'economia reale italiana, attraverso impegni illiquidi e alternativi. A tal fine, il campione appena descritto è stato incrociato con i dati forniti da AIPB relativi ai *net holdings* degli operatori *private* in fondi di debito e fondi di *private equity* e *venture capital* (i dati sono stati raccolti attraverso una *survey* che ha interessato 26 associati, 85% del totale)

Complessivamente, al 30 giugno 2020, il Private Banking ha investito in 105 FIA, per un valore superiore a 1 miliardo di €. Sono 58 (55,23%) i fondi di PE, VC o private debt. Fra questi, 45 fondi (77,6%) hanno come *focus* di investimento le imprese Italiane, ricadendo quindi all'interno dei confini di questa analisi. Dei fondi in esame, 24 (53%) sono attivi da oltre 3 anni. Per le finalità di questo studio, che ha l'obiettivo di stimare gli impatti degli investimenti sulla crescita delle PMI, si è deciso di concentrare l'analisi su questi fondi, e in particolare sui 16 per cui è stato possibile ricostruire il portafoglio di investimento (copertura 67%). La Figura 11 riassume il processo per la costruzione del campione.

Figura 11 Metodologia di costruzione del campione per le analisi



Tali fondi hanno investito in 151 imprese operanti nell'economia reale, privilegiando investimenti in: (i) piccole e medie imprese (124, 82,1%); (ii) societ  operanti nel settore terziario (85, 56,2%); (iii) imprese situate nel Nord Italia (76,8%). Complessivamente queste imprese sono state oggetto di 242 deals. Tale valore   pari a poco meno del 11% del totale dei deals condotti in Italia nel periodo di riferimento (Figura 12).

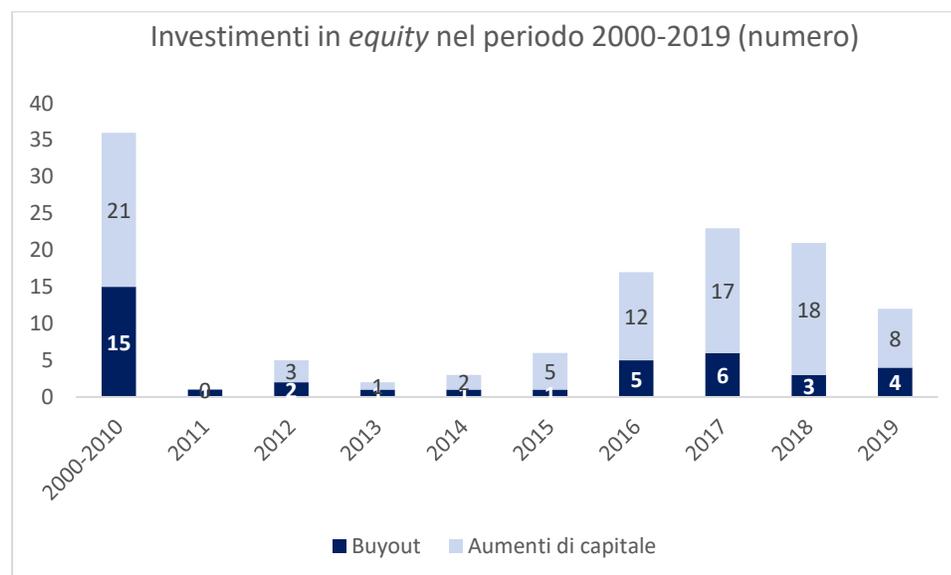
Figura 12 Confronto fra deals dei FIA investiti dal Private Banking e altri FIA. Elaborazione del Team di Ricerca.



Fra i deal oggetto dello studio, il 45 % (108 deals) ha riguardato investimenti di debito, per un valore complessivo pari a 46 milioni di  . Fra gli investimenti in

capitale di debito, con 105 deals, i minibond hanno contribuito in maniera estremamente significativa. Il restante 55% dei *deals* in esame (134 *deals*) ha riguardato operazioni di finanziamento in equity, complessivamente per una cifra superiore a 703 milioni di €. Nel 70% dei casi (94 *deals*), l'oggetto di questi *deals* è stato un aumento di capitale, mentre nel 30% (39 *deals*) è riferito a operazioni di *buyout*. La Figura 13 mostra un incremento del numero di deal e della quota relativa di investimenti in aumenti di capitale rispetto ai *buyout* nel corso degli anni, ad indicare la maggiore attenzione rispetto a questa tipologia di investimenti da parte dei FIA nei quali hanno investito gli operatori *private*. Tale evidenza, suggerisce una dinamica virtuosa. Difatti, rispetto alle operazioni di *buyout*, che si configurano come passaggi di quota, gli investimenti finalizzati a finanziare gli aumenti di capitale, hanno servito lo scopo di raccogliere risorse a sostegno di nuovi investimenti e con finalità di crescita.

Figura 13 Numero dei deals in equity dei FIA partecipati dal Private Banking. Distinzione fra aumenti di capitale e scambi di quote. Periodo: 2000-2019.



In Tabella 1 è riportato un *focus* sui *deals* in capitale di rischio che hanno riguardato le PMI italiane, da cui si evince che le PMI del Nord Italia sono state il principale *target* di investimento per numero di *deals*, nonostante questi abbiano avuto una dimensione media inferiore. Infatti, il *target* medio degli investimenti in aumento di capitale per imprese del Nord Italia è pari a 2,63 milioni di €.

Tabella 1 Conteggio e volume degli investimenti in equity. Scomposizione fra Nord, Centro e Sud Italia. Sono escluse le operazioni per le quali la tipologia non è nota. Fonte: Elaborazione del gruppo di ricerca.

	Nord		Centro		Sud		Totale	
	Aumento capitale	Buyouts						
Deals	66	21	12	6	4	1	82	28
Capitale Investito*	174,1	168,3	44,8	n.d.	19,5	14	238,4	>182,3

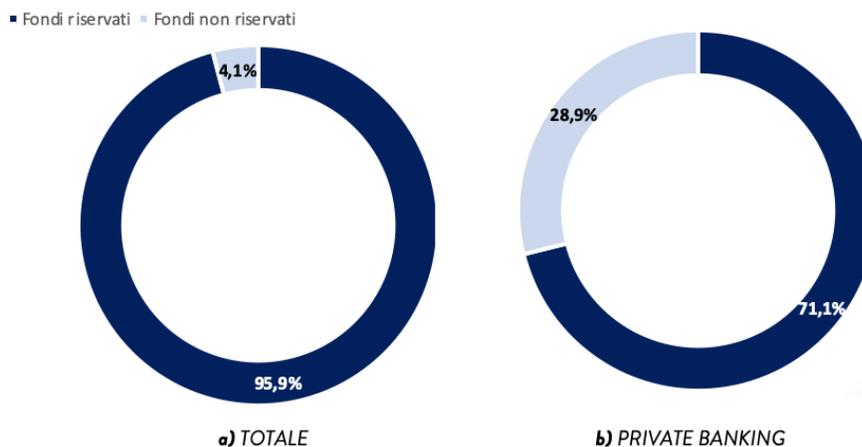
*Il dato sul capitale investito non è disponibile per 6 operazioni di buyout con PMI nel centro Italia

Complessivamente, l'analisi evidenzia un contributo rilevante del Private Banking alle PMI dell'economia reale Italiana. I FIA collocati dal Private Banking sono stati coinvolti nel 9% dei *deals* in *equity*, in cui il *target* era una PMI, per un volume complessivo di capitale di rischio pari al 7,5% del totale investito dai fondi di investimento alternativo. Allo stesso modo, i FIA selezionati dagli operatori *private* hanno sottoscritto il 12,8% del totale del capitale di debito disponibile per le PMI attraverso fondi di investimento alternativo.

Questo risultato appare ancora più rilevante, tenuto conto i) delle specificità normative che ostacolano la possibilità dei clienti *private* di investire in fondi FIA e ii) della caratteristiche dell'offerta del Private Banking.

In riferimento alle specificità normative, l'analisi dei FIA selezionati dal Private Banking evidenzia un'importante differenza nelle scelte di investimento da parte degli operatori *private*. Nel 29% dei casi, tali fondi sono di tipo non riservato, valore molto superiore rispetto a 4,1%, che rappresenta la media di mercato (Figura 14).

Figura 14 Ripartizione FIA riservati e non riservati. Confronto a) Totale dei FIA e b) FIA investiti dal Private Banking. Elaborazione del team di ricerca.



L'attenzione del Private Banking per i fondi non riservati è sottolineata anche da un altro dato. Fra tutti i FIA non riservati commercializzati in Italia, oltre il 57% è distribuito dagli operatori *private*. Congiuntamente, queste evidenze potrebbero suggerire la presenza di domanda non soddisfatta di FIA collocabili presso gli investitori *retail*. Va infatti sottolineato che l'Art. 14 del D.M. 30/2015, nella sua versione attualmente, permette ad investitori *retail* di accedere all'offerta di FIA riservati, soltanto nel caso in cui l'ammontare di sottoscrizione, non frazionabile, sia non inferiore a 500.000 €. Considerato che spesso i clienti *private* ricadono nella definizione di investitori *retail*¹⁰, il limite di importo di sottoscrizione di 500.000 € potrebbe limitare la possibilità per questi clienti di accedere a questa tipologia di fondi. Fermo restando, la rilevanza di definire una soglia di sottoscrizione congrua per garantire la tutela degli investitori, una possibile riduzione di tale soglia potrebbe favorire il coinvolgimento dei clienti *private*. Il mercato, del resto, ha già cominciato a muoversi in questa direzione per gli investitori professionali; basti notare che il 35% dei fondi riservati italiani ha un ticket minimo uguale o inferiore a 50.000 €. Un ulteriore 14,8% dei fondi applica un ticket uguale o inferiore a 100.000 € (Tabella 2).

Tabella 2 Distribuzione Ticket minimi nel campione di fondi in esame. Elaborazione Team di ricerca.

Ticket minimo	
<50.000	35,2%
50.001-100.000	14,8%
100.001-250.000	3,7%
250.001-450.000	0
450.001-500.000	37%
>500.001	9,3%

Relativamente alla caratteristiche dell'offerta, va sottolineato che ad oggi il mercato è molto concentrato. Da una *survey* condotta da AIPB, emerge che gli investimenti in FIA sono concentrati in un numero ridotto di operatori. Il primo operatore per AuM relativi a FIA, da solo, rappresenta il 50% del mercato complessivo. I primi 12 operatori coprono il 98% del mercato. Fra tali operatori, riscontriamo anche una maggiore tendenza a utilizzare veicoli diversi dai FIA (SPAC, Club Deals, Equity Crowdfunding, ecc.) a dimostrazione di una forte attenzione rispetto agli investimenti illiquidi in economia reale. Le caratteristiche del mercato mostrano quindi del potenziale ancora inespresso che potrà, in

¹⁰ Fra i clienti *private*, il numero di clienti professionali risulta pari al 7,9% mentre i clienti professionali su richiesta contano per lo 0,1%. Questi rappresentano rispettivamente il 13,3% e lo 0,4% delle masse (Elaborazione del Team di Ricerca).

futuro, coerentemente con le opportune modifiche normative, aumentare ulteriormente il ruolo del Private Banking nel finanziamento all'economia reale. Non vi è dubbio quindi perché ci siano le premesse per un incremento dei volumi.

L'impatto del Private Banking sulle PMI attraverso i FIA: la qualità della consulenza offerta dagli operatori private

Oltre a quantificare il contributo del Private Banking nel finanziamento delle PMI italiane, lo studio ha anche l'obiettivo di offrire un'indicazione rispetto alla "qualità" di tale contributo. A tal fine sono state analizzate le *performance* delle imprese oggetto di *deals* che hanno coinvolti i FIA nei quali il Private Banking ha investito. Tali *performance* sono state confrontate con due "campioni di controllo" alternativi; il primo composto da imprese, simili¹¹ ma che non sono state oggetto di alcun *deal*; il secondo è composto da imprese simili oggetto di operazioni che hanno coinvolto i FIA nei quali il Private Banking non aveva investito.

L'analisi ha riguardato la crescita dei fatturati, dell'attivo di stato patrimoniale, della dimensione di impresa (espressa in numero di dipendenti), e della liquidità di ciascuna PMI attraverso una analisi *difference-in-difference* (si veda di seguito un approfondimento metodologico).

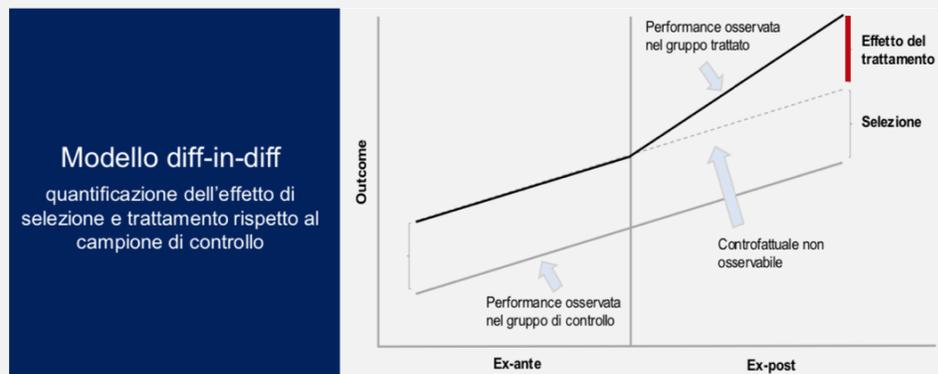
L'analisi mostra che, a 3 anni dal *deal*, le imprese che hanno ricevuto un finanziamento in *equity* e/o in debito hanno registrato *performance* significativamente maggiori rispetto alle imprese incluse nei campioni di controllo.

¹¹ Per identificare le imprese simili è stata utilizzata una procedura di abbinamento basata su *propensity score*. Tale metodologia permette di identificare imprese simili sulla base di una serie di caratteristiche predeterminate.

Approfondimento metodologico

L'analisi *difference in difference*

Per le finalità di questo studio si è condotta una analisi *difference in difference* (*diff-in-diff*). Tale analisi risulta appropriata per lo studio dell'effetto di un trattamento (nel caso in esame essere oggetto di *deal*) sulle *performance* d'impresa ed è stata ampiamente utilizzata in applicazioni analoghe (si vedano ad esempio Chemmanur et al., 2014; Bronzini et al., 2020). La metodologia consiste nel confrontare le *performance* delle imprese oggetto di *deals*, c.d. campione di trattamento, con un gruppo di imprese, definite campione di controllo. In particolare, si misura la differenza di *performance* fra il campione di trattamento e il campione di controllo prima e dopo il *deal*. Un'eventuale differenza fra questi due valori è imputata all'effetto di trattamento del *deal*, cioè la capacità dell'investimento di creare valore. Uno dei principali vantaggi dell'analisi *diff-in-diff* è riferito alla capacità della metodologia di identificare un effetto di trattamento al netto di eventuali *bias* di selezione, al netto cioè eventuali differenze che esistessero prima del trattamento. La metodologia, pertanto è volta a stimare la variazione della differenza di *performance* prima e dopo il *deal*, da cui il nome di *differenza delle differenze* (*diff-in-diff*). La figura fornisce un'intuizione grafica rispetto alla metodologia.



Più formalmente, il modello *diff-in-diff* può essere definito come:

$$\text{Diff-in-diff} = [E(Y_{it+3}^1) - E(Y_{it+3}^0)] - [E(Y_{it-1}^1) - E(Y_{it-1}^0)]$$

Dove, E è il valore medio della performance Y_i dell'impresa i -esima, t è l'anno del *deals*, e l'indice superiore 1 (0) si riferisce alle imprese del campione di trattamento (campione di controllo).

La costruzione del campione di controllo

Come detto, l'analisi *diff-in-diff*, necessita di confrontare le performance delle imprese "trattate" con un campione di controllo. Particolarmente importante risulta pertanto costruire appropriatamente tale campione. Per le finalità di questo studio, si è deciso di costruire due campioni di controllo alternativi; il primo (**campione di controllo 1**) composto da imprese, simili ma che non sono state oggetto di alcun *deals*; il secondo è composto da imprese simili oggetto di operazioni che hanno coinvolto i FIA nei quali il Private Banking non aveva investito (**campione di controllo 2**). Per la costruzione di entrambi i campioni è stato pertanto necessario identificare le imprese simili a quelle nel gruppo di trattamento. A tal fine, è stato condotto un *Propensity Score Matching (PSM)*. Tale metodologia, attraverso una regressione logistica, identifica le imprese più "simili" a quelle "trattate" e le inserisce nel campione di controllo.

Il PSM ha tenuto in considerazione le seguenti variabili, assicurando quindi che un eventuale effetto di trattamento non dipendesse da differenze pregresse fra queste variabili:

Caratteristiche dell'impresa:

- **Età dell'impresa:** Età dell'impresa all'anno precedente l'investimento, ottenuta come differenza fra l'anno precedente l'investimento e l'anno di fondazione dell'impresa.
- **Localizzazione dell'impresa:** Localizzazione della sede legale dell'impresa nel Nord Italia, Centro Italia, Sud Italia.
- **Settore industriale:** definito sulla base delle prime due cifre del codice ATECO.

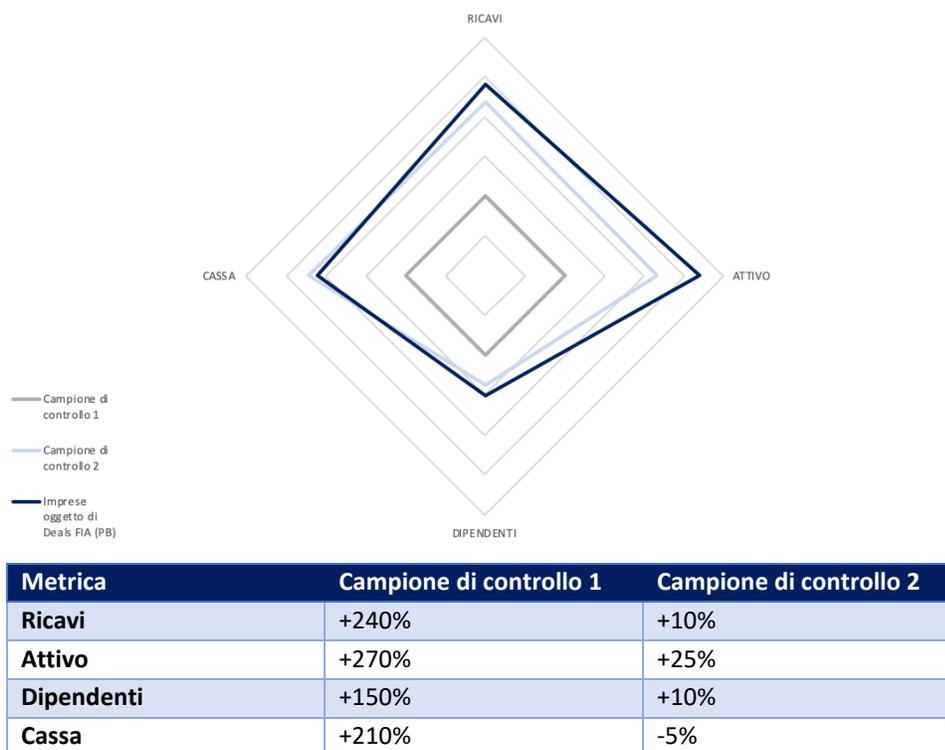
Variabili finanziarie

- **Fatturato:** Fatturato, in migliaia di euro, all'anno precedente l'investimento.
- **Totale dell'attivo:** Valore totale degli *asset*, in migliaia di euro, all'anno precedente l'investimento.
- **EBITDA:** Valore dell'EBITDA, in migliaia di euro, all'anno precedente l'investimento.
- **Debiti finanziari:** Valore dei debiti finanziari (di lungo e di breve periodo), in migliaia di euro, all'anno precedente l'investimento.
- **Cassa e disponibilità liquide:** Valore della cassa e delle disponibilità liquide, in migliaia di euro, all'anno precedente l'investimento.

Come evidenzia la Figura 15, le imprese finanziate da FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito hanno registrato una crescita dei ricavi pari, in termini differenziali, al 240% rispetto alle imprese che non sono state coinvolte in alcun *deal*. In maniera analoga si è registrata una crescita delle attività pari al 270% e

del numero di dipendenti pari al 150%. A tre anni dal *deal*, la liquidità di cassa disponibile delle imprese finanziate da FIA nei quali gli operatori private hanno investito è superiore del 210% rispetto alle imprese non coinvolte in alcun *deal*. Particolarmente interessante risulta il confronto con le PMI oggetto di operazioni che hanno coinvolto i FIA nei quali i clienti private non avevano investito. Rispetto a questo campione di controllo, in media, i fatturati e il numero di dipendenti a 3 anni delle imprese finanziate da FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito sono stati superiori del 10%. Analogamente, si registra che le imprese finanziate da FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito, a tre anni dal *deal* hanno un attivo di stato patrimoniale maggiore (+25%), ma una cassa leggermente inferiore (-5%).

Figura 15 Confronto fra PMI target di FIA nei quali gli operatori private hanno investito con PMI che non sono state oggetto di deal (Campione di controllo 1) e con PMI target di FIA nei quali gli operatori private non hanno investito (campione di controllo 2). Confronto fra Ricavi, Totale Attivo, Dipendenti e Cassa a 3 anni dal deal. La tabella riporta il dettaglio quantitativo. Periodo dell'analisi 2000-2018.



Tali risultati indicano la capacità delle imprese finanziate da FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito di crescere maggiormente rispetto alle controparti. Da un confronto con il campione di PMI che non sono state *target* di investimento, l'analisi mostra una maggiore capacità, da parte dei FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito, sia di selezionare imprese più grandi o con maggior potenziale di crescita, sia di fornire valore a tali imprese dopo l'investimento (si pensi in particolare ai fondi di *venture capital* e di *private*

equity). Da un confronto, invece, con il campione di PMI *target* d'investimento dei FIA nei quali gli operatori private non hanno investito, si riscontra che le performance, mediamente superiori dei FIA nei quali gli operatori *private* hanno investito potrebbero essere ascrivibili a una maggiore capacità di tali fondi di favorire la crescita delle PMI.

CONCLUSIONI

Questa ricerca ha avuto lo scopo di quantificare il risparmio gestito dal Private Banking che partecipa al finanziamento delle PMI Italiane attraverso i fondi di investimento alternativi (FIA). Inoltre, lo studio ha valutato la qualità della consulenza finanziaria degli operatori *private* nella selezione dei FIA. Pur non disconoscendo l'importanza del settore finanziario (banche, assicurazioni, fondi, SGR, ecc.) per la crescita e la competitività del sistema Paese, lo studio ha posto l'attenzione sulle imprese non finanziarie (la cosiddetta "economia reale"), che hanno un ruolo prioritario e strategico nell'agenda economica, soprattutto in un paese come l'Italia.

Lo studio ha mostrato che, a partire dal 2000, il risparmio gestito dal Private Banking ha contribuito al finanziamento di almeno 242 *deal* nell'economia reale, corrispondenti ad oltre il 10% dei *deal* realizzati dai fondi FIA nel periodo in esame. Tali investimenti hanno favorito la crescita delle PMI, configurandosi quindi come un importante volano per la competitività del tessuto economico nazionale. Soprattutto in anni recenti, il risparmio gestito dal Private Banking è confluito in FIA che hanno finanziato operazioni di aumento di capitale a testimonianza dell'importante ruolo che il risparmio gestito dal Private Banking può rappresentare per la crescita delle PMI italiane. Inoltre, lo studio ha evidenziato la capacità degli operatori *private* di selezionare fondi FIA che creano maggiore valore per le PMI nelle quali investono. Nuovamente, una conferma rispetto al ruolo chiave che il Private Banking ricopre, e potrà ricoprire in futuro, attraverso investimenti in FIA.

A tal proposito, fondamentale sarà sviluppare strumenti e normative che possano tenere in considerazione le esigenze dei clienti *private*, in particolare di quella fetta del mercato che vuole dedicare a questa *asset class* somme più contenute, compatibilmente con gli scopi di diversificazione di portafoglio. Una possibile soluzione, nel rispetto degli obiettivi, legittimi, di salvaguardia degli investitori, potrebbe riguardare la riduzione del *ticket* di ingresso dei FIA riservati, anche per investitori non professionali, che ad oggi rappresentano la grande maggioranza dei clienti *private*. Del resto, nonostante l'Italia rimanga oggi fra i paesi con le soglie di ingresso fra le più elevate in Europa, circa il 50% dei FIA riservati con domicilio nel nostro paese, prevede un *ticket* minimo per gli investitori professionali inferiore ai 100.000 €. Il mercato, quindi, sembra dare un'indicazione chiara rispetto alla necessità di ripensare le regole di ingaggio in questa tipologia di fondi.

L'evidenza offerta da questo studio permette di guardare con ottimismo al ruolo che i private bankers potranno giocare per l'economia reale italiana. I clienti *private* possono rappresentare un importante bacino di risorse per sostenere il rilancio dell'economia nazionale, che dovrà seguire la pandemia COVID-19. Gli obiettivi ambiziosi del piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) richiederanno un sforzo coordinato da parte di tutti gli attori del sistema economico, al fine di "promuovere gli investimenti privati per favorire la ripresa economica" (PNRR,

p.27). L'introduzione di fondi dedicati (per esempio il "Green Transition Fund", GTF), la creazione di nuovi meccanismi di partenariato pubblico-privato e di fondi di garanzia, saranno cruciali per supportare la ripresa economica e, se ben progettati potranno valorizzare il risparmio dei clienti *private* come una risorsa importante per il rilancio.

Considerata la maggior propensione dei clienti *private* a considerare investimenti con un orizzonte temporale di più lungo periodo, la propensione al rischio di questi investitori e la loro maggiore resilienza, riteniamo che, a tendere, la presenza nei portafogli del Private Banking, di FIA con un *focus* sull'economia reale possa aumentare ulteriormente. Tenendo conto, come dimostrato in questo quaderno, della capacità degli operatori *private* di individuare i fondi con più alto potenziale di crescita, tale eventualità potrebbe rappresentare una leva strategica importante per permettere alle PMI di raggiungere gli obiettivi di patrimonializzazione e di crescita. Affinché questo accada occorrerà, da una parte, che il mercato e i gestori riconoscano le peculiarità della classe di investitori individuali servite dal Private Banking, facilitando il loro accesso a prodotti e strategie specializzate in economia reale italiana. Dall'altra, naturalmente, sarà necessario dare continuità e stabilità alle politiche economiche e fiscali volte ad agevolare gli investimenti in questi strumenti. Sarà quindi fondamentale creare un ecosistema favorevole a sostegno degli investimenti dell'economia reale.

APPENDICE

Tabella A1. Numero di imprese investite dai FIA nel campione d'analisi (Panel A) e da FIA selezionati dagli operatori Private (Panel B).

Panel A

	Nord	Centro	Sud e Isole	Totale
Settore Primario	5	1	1	7
Settore Secondario	442	84	51	577
Settore Terziario	596	122	82	800
Totale	1043	207	134	1384*

Panel B

	Nord	Centro	Sud e Isole	Totale
Settore Primario	2	0	1	3
Settore Secondario	46	46	6	98
Settore Terziario	85	15	2	102
Totale	133	61	9	203

Il dato è disponibile per 1384 imprese su 1.546

Tabella A2. Numero di imprese coinvolte da aumenti di capitale finanziati da FIA selezionati dagli operatori Private

	Nord	Centro	Sud e Isole	Totale
Settore Primario	-	-	-	-
Settore Secondario	17	5	1	23
Settore Terziario	53	7	3	63
Totale	70	12	4	86

Tabella A3. Numero di imprese coinvolte in buyouts finanziati da FIA selezionati dagli operatori Private

	Nord	Centro	Sud e Isole	Totale
Settore Primario	1	-	-	1
Settore Secondario	15	5	1	21
Settore Terziario	12	3	-	15
Totale	28	8	1	37

Tabella A4. Numero di imprese coinvolte in emissioni di Mini-bonds finanziati da FIA selezionati dagli operatori Private

	Nord	Centro	Sud e Isole	Totale
Settore Primario	2	-	2	6
Settore Secondario	32	4	8	44
Settore Terziario	32	11	4	47
Totale	66	15	14	97

Tabella A5. Risultati modello Diff-in-Diff

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4
	Ricavi	Attivo	Dipendenti	Cassa
Tempo	-0.372***	-0.615***	-0.09	0.006**
	(0.00)	(0.00)	(0.43)	(0.01)
Trattamento	9.247***	11.836***	0.357***	0.734***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
DiD	4.378***	7.800***	0.016***	0.569**
	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Errori standard in parentesi				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10				

Bibliografia

Anson, M. J., Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2010). The handbook of traditional and alternative investment vehicles: investment characteristics and strategies (Vol. 194). John Wiley & Sons.

Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of financial economics*, 47(3), 243-277.

Bronzini, R., Caramellino, G., & Magri, S. (2020). Venture capitalists at work: A diff-in-diff approach at late-stages of the screening process. *Journal of Business Venturing*, 35(3), 105968.

Cerved (2020). Cerved SMEs Report 2020, Novembre, 2020.

Chemmanur, T. J., Loutskina, E., & Tian, X. (2014). Corporate venture capital, value creation, and innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(8), 2434-2473.

Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of financial economics*, 70(1), 3-28.

EFAMA (2020). Asset Management in Europe. An Overview of the Asset Management Industry. November, 2020

European Commission (2019). ANNUAL REPORT ON EUROPEAN SMEs 2018/2019 Research & Development and Innovation by SMEs

European Securities and Markets Authority (2019), "ESMA Annual Statistical Report: EU Alternative Investment Funds, 2019". Available at: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2019-statistical-report>

European Securities and Markets Authority (2020), "ESMA Annual Statistical Report: EU Alternative Investment Funds, 2020". Available at: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2020-statistical-report>

Lemke, T. P., Lins, G. T., & McGuire, W. J. (2020). Regulation of Exchange-Traded Funds. LexisNexis.

Politecnico di Milano, Intermonte, AIPB (2020). Quaderno di Ricerca. Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese

SAFE (2020). European Survey on the Access to Finance of Enterprises, European Central Bank

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

Stowell, D. P. (2017). Investment banks, hedge funds, and private equity. Academic Press.

Vacca, V. P. (2013). Financing innovation in Italy: an analysis of venture capital and private equity investments. *Bank of Italy occasional paper*, (209).

Gruppo di ricerca

Questo quaderno è stato realizzato sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management. **Team di ricerca:** Vincenzo Butticè, Giancarlo Giudici, Paolo Di Matteo, Luciano Di Loreto, Giovanni La Rosa, Luca Longhi (Politecnico di Milano).



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di 200 tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*. Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative, le tematiche ESG.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un orientamento specifico in Finance. Orgogliosamente, gli allievi hanno gareggiato in competizioni universitarie nazionali e internazionali in ambito finanziario come il CFA Institute Research Challenge e la Global Investment Banking Valuation Olympiad collezionando negli ultimi anni un gran numero di successi.

Molti sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, assicurazioni, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

L' Associazione



AIPB è l'Associazione che riunisce i principali operatori nazionali e internazionali del Private Banking, Università, Centri di ricerca, Società di servizi, Associazioni di settore, Studi legali e professionali.

Nata nel 2004, AIPB è un network interdisciplinare che condivide le proprie competenze distintive per la creazione, lo sviluppo e l'allargamento della cultura del Private Banking che si rivolge a famiglie e individui con patrimoni significativi ed esigenze complesse di investimento.

Gli operatori del Private Banking mettono a disposizione di questa clientela competenze qualificate, un'ampia gamma di servizi personalizzati in base alle specifiche esigenze di ogni singolo cliente e strutture organizzative dedicate.

Perseguendo qualità ed eccellenza, scopo di AIPB è promuovere e valorizzare, attraverso costanti attività istituzionali, culturali e formative il servizio di Private Banking in termini di competenza, trasparenza ed efficacia nei confronti dei bisogni e delle necessità di individui e famiglie.

