Dipartimento di economia e direzione delle imprese

Cattedra: dinamiche industriali

L'INFLUENZA DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI DELLE IMPRESE PARTECIPATE

RELATORE

Prof.ssa Francesca Lotti

CORRELATORE

Prof.ssa Valentina Meliciani

CANDIDATO Marco Alfonso Caputo

Matr. 684431

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

INDICE

INTRODUZIONE p 3

Capitolo I

IL PRIVATE EQUITY.

1,1 Definizione, origini ed evoluzione del *private equity* p 7

1.2 Il mercato del *private equity* in Europa p 13

1.3 Il mercato del *private equity* in Italia p 17

1.4 I fondi di *Private Equity*: struttura, gestione, policies p 24

Capitolo II

LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

2.1 Tipologie di investimento p 31

2.1.1 Le operazioni di management buy outs p 35

2.1.2 Le operazioni di leveraged buy outs . p 37

2.2 Gli investimenti in *venture capital* p 40

2.3 Gli operatori . p 45

2.4 Le fasi di *Origination, implementation, closing* p 47

Capitolo III

L'IMPATTO DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI

3.1 I vantaggi per le imprese quotande . p 51

3.2 L'impatto del *venture capital* sulle dinamiche industriali delle *start up* p 58

3.3 Il *delisting* p 62

3.4 L'impatto del *private equity* sulle dinamiche industriali delle PMI familiari p 67

Capitolo IV

L'INCIDENZA DEL *PRIVATE EQUITY* E DEL *VENTURE CAPITAL* SULLO SVILUPPO DELLE IMPRESE. CASI EMPIRICI.

Premessa

4.1 *Piquadro Spa*: la piccola impresa cresce grazie all'intervento del *private equity* p 73

4.2 *Orange Fiber Srl*: l' idea vincente di un particolare prodotto, tra finanziamenti di *Business angels* e *Venture capital* p 78

4.3 *Alajmo Spa*: il ristorante stellato diventa gruppo imprenditoriale internazionale grazie al *private equity* p 87

4.4 *Ducati*: i Fondi di *private equity* risanano un'impresa in crisi p 93

CONCLUSIONI p 97

BIBLIOGRAFIA p 103

SITOGRAFIA p 106

RINGRAZIAMENTI p 108

INTRODUZIONE

Il Glossario di Borsa italiana definisce il *private equity* come l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo. Si tratta dell'attività effettuata da investitori istituzionali al fine di ottenere una remunerazione del capitale investito. Il rapporto tra Fondo di *private equity* e impresa partecipata è stato definito *win-win*, perché se da un lato il Fondo mira ad ottenere un guadagno consistente quando avverrà la sua uscita dal capitale sociale dell'azienda partecipata, dall'altro si impegna affinché il processo di creazione di valore dell'impresa *target* sia anch'esso consistente. Infatti, più il valore dell'impresa aumenterà, maggiore sarà la remunerazione del capitale messo a disposizione dal Fondo. Quindi, si tratta di un rapporto del quale entrambi i *partners* possono trarre notevoli vantaggi.

Scopo del presente lavoro è quello di comprendere come questo tipo di finanziamento alternativo al capitale di debito possa influenzare le dinamiche industriali.

Il lavoro è stato suddiviso in quatto capitoli, di cui i primi due si soffermano su un piano più teorico, con l'intento di definire origine ed evoluzione del *private equity*, nonché il suo mercato in Europa ed in Italia, le politiche e le strutture dei Fondi. Con gli ultimi due capitoli, invece, si passa ad esaminare l'impatto di questi finanziamenti alternativi sulle dinamiche industriali, prima in generale, poi analizzando casi empirici che confermino l'influenza positiva dell'entrata di un fondo nel capitale sociale di un'impresa.

Il primo capitolo parte dall'origine del *private equity*, risalente ai primi decenni del Novecento, quando, negli Stati Uniti, famiglie con eccedenza di capitali cominciarono a finanziare imprese i cui progetti fossero promettenti e facessero presupporre che i capitali investiti avrebbero avuto una buona remunerazione, sicuramente migliore degli interessi corrisposti dagli istituti bancari sulle somme depositate a risparmio. La costituzione della prima società di *private equity* è del 1946: l'*American Research and*

Development Corporation, fondata da un gruppo di investitori ed accademici del *Massachusetts Institute of Technology,* con l'intento di fornire non solo sostegno economico ad imprese con un buon potenziale di crescita, ma anche competenze commerciali, *know how* tecnico, strategico e manageriale. All'epoca le società di *private equity* furono strutturate per lo più nella forma giuridica del fondo chiuso, con quote sottoscritte soprattutto da persone fisiche. Nel periodo che va dagli anni Cinquanta al decennio successivo vi furono molti investimenti i cui *capital gain* furono eclatanti e molte Banche come la *First National Bank di Boston*, cominciarono a creare delle proprie finanziarie fungendo da tramite tra i propri risparmiatori e le imprese da finanziare. Oggi ben 2.296 fondi di *private equity* sono attivi nel mercato globale, con un *crowfunding* di 744 miliardi di dollari. In Europa sono attivi ottomila fondi di investimento. Nel prosieguo del capitolo, oltre ad esaminare il mercato del *private equity* in Europa ed in Italia, si evidenziano anche le normative, a partire dalla Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2011/61/UE, cosiddetta AIFM, che disciplina l'attività dei *Gestori di Fondi di Investimento Alternativi* (GEFIA), con l'intento di creare un mercato interno di *Gestori di Fondi di Investimento Alternativi* (GEFIA). con un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato per quanto riguarda le attività dei Fndi all'interno dell'UE. Il capitolo si chiude con un paragrafo dedicato alla struttura ed alla gestione dei Fondi.

Nel secondo capitolo si descrivono le tipologie di investimento, con un approfondimento sulle operazioni di *management buy outs* e di *leveraged buy outs*. Un paragrafo è dedicato ai fondi di *venture capital*, che possono essere privati, pubblici o misti. Essi sono una declinazione del *private equity*, in quanto specializzati ad investire nelle *startup* che, se portate al successo, garantiscono ai loro investitori degli *exit* che li ripagano largamente, anche se il *venture capital* ha una maggiore percentuale di rischio rispetto al *private equity* che investe in società con un *business* e dei fondamentali già consolidati. È stato detto, infatti, che il *private equity* guarda ai numeri, mentre il *venture capital* alle persone, ossia alla loro *business idea* ancora in embrione. Infine, sono descritte le fasi di *origination, implementation* e *closing* con le quali si effettua l'entrata nel capitale sociale di un'impresa.

La seconda parte dell'elaborato abbandona gli aspetti tecnici e teorici per spostare il *focus* sul piano pratico, e, per ciò che rileva ai fini della presente ricerca, sull'impatto del *private equity* e *venture capital* sulle dinamiche industriali. Si parte dalla disamina dei vantaggi per le imprese quotande, giacché una delle principali funzioni del *private equity* è quella di condurre l'impresa partecipata alla quotazione in Borsa. Può accadere, tuttavia, anche il contrario e cioè che l'impresa partecipata sia già una Spa e si proceda al *delisting*, dopo l'ingresso del Fondo, per una serie di ragioni e strategie descritte nel paragrafo. Si cita brevemente, a tal proposito, la vicenda di *Rigoni di Asiago*, oggi Srl, *leader* nella produzione e commercio di miele e confetture biologiche a livello internazionale. Si compie un'analisi anche sull'incidenza del *venture capital* sulle dinamiche industriali delle *start up* e del *private equity* sulle PMI. Queste ultime, spesso, preferiscono il capitale di debito e l'autofinanziamento all'ingresso di un Fondo per il timore di sconvolgere gli equilibri societari familiari e non riescono a cogliere l'opportunità che i Fondi possono loro offrire.

L'ultimo capitolo presenta e descrive dei casi empirici che dimostrano l'impatto positivo dell'ingresso di un Fondo nella compagine societaria di tre imprese. Si tratta dell'azienda *Piquadro* che, grazie all'apporto finanziario e gestionale di due Fondi di *private equity,* che si sono succeduti l'uno all'altro, è riuscita a passare da piccola a media impresa, con un fatturato costantemente in crescita ed una internazionalizzazione di tutto rispetto. Il secondo caso riguarda una *start up*, *Orange Fiber Srl*, che si presenta al mercato dei finanziatori già con il brevetto di processo e prodotto per un tessuto pregiato la cui base è il filato che nasce dalla cellulosa degli scarti della lavorazione degli agrumi, altrimenti destinati ad essere trattati come rifiuti. Oltre ad impiegare una materia prima mai usata e dall'elevato grado di sostenibilità ambientale, l'idea dirompente è l'incapsulazione, grazie alle nanotecnologie, di vitamina C che dal tessuto si trasferisce sulla pelle di chi lo indossa. Questa *start up* innovativa, una volta entrato nel suo capitale un Fondo internazionale di *venture capital* che finanzia idee e progetti di moda sostenibile, riesce ad ottenere una visibilità tale, nonché l'aggancio con un *network* di relazioni facenti capo al Fondo, che riesce a concludere un contratto con un prestigioso marchio di alta moda, che la porta, in soli due anni dalla sua costituzione, ad un fatturato di quattrocentomila euro. L'ultimo caso descritto è quello di *Alajmo Spa*, scelto perché, in Italia, è stato il primo

investimento di un Fondo di *private equity* nel settore della ristorazione di alto livello ed ha apportato benefici in quanto a fatturato ed all'internazionalizzazione, la vera aspirazione del Gruppo Alajmo, che dal 2010, anno dell'ingresso del Fondo, al 2017 è passato dai cinque ai quindici milioni di fatturato. La prima acquisizione degli Alajmo, il prestigioso e storico *Caffè Quadri* di Piazza San Marco a Venezia, fu dovuta proprio alla segnalazione ed ai contatti del Fondo ed avvenne dopo soli due anni dall'ingresso di quest'ultimo nel capitale sociale detenuto dalla famiglia Alajmo, che nell'anno in cui si scrive ha riacquisito le quote del Fondo, pari al 25% del capitale sociale. Il Fondo, dal suo canto ha fatto un'ottima *exit*, in quanto alla remunerazione del capitale investito, confermando la relazione *win-win* tra Fondo ed impresa partecipata. .

Capitolo I

IL PRIVATE EQUITY

Sommario*: 1.1 Definizione, origini ed evoluzione del *private equity* – 1.2 Il mercato del *private equity* in Europa – 1.3 Il mercato del *private equity* in Italia – 1.4 I Fondi di *private equity*: struttura, gestione, *policies

1,1 DEFINIZIONE, ORIGINI ED EVOLUZIONE DEL *PRIVATE EQUITY*

Con la locuzione *private equity* si definisce l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo (*high grow companies*). Si tratta di un'attività effettuata prevalentemente da investitori istituzionali al fine di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita nella società finanziata o dalla sua quotazione in borsa[1].

Questa forma di investimento è di medio-lungo termine ed è molto vantaggiosa per le imprese, poiché l'investitore non si limita a fornire capitale di rischio, ma dà un fondamentale apporto professionale all'attività della società, partecipando alle decisioni strategiche imprenditoriali con le proprie conoscenze ed esperienze e lasciando la gestione operativa all'imprenditore o al *management*. L'impresa, dunque, oltre al finanziamento riceve anche un *know how* e, se l'investitore ha un certo prestigio, quest'ultimo si riverbera sull'impresa potenziando la sua immagine sul mercato e potenziando il suo *standing* creditizio nei confronti delle banche. Sul fronte della domanda di credito, il fatto che un'impresa possa ricorrere ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, consente ad essa di reperire un capitale che attende una remunerazione non immediata, giacché si tratta di investimento a medio-lungo termine, che può essere utilizzato a sostegno della

[1] Glossario Borsa italiana, voce: *Private equity*.

fase di *start up*, o per piani di sviluppo o per nuove strategie, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali e via dicendo[2].

L'attività economica in esame non è, di per sé, né un contratto, né un progetto anche se sottende sia ad un accordo che ad un'attività di progettazione. Essa, astrattamente, concerne tutte le tipologie aziendali e tutte le fasi dello sviluppo dell'impresa ed oltre alle capacità finanziarie, richiede anche capacità manageriali, giuridiche ed economiche. All'origine del finanziamento vi è sempre un'esigenza da soddisfare, interna od esterna all'attività d'impresa; l'imprenditore o il *manager* si rivolgono all'operatore illustrando le caratteristiche dell'attività e gli obiettivi che si vogliono perseguire, personali o aziendali, comunque sempre basati sulla qualità dell'investimento prospettato e quindi sulla redditività, funzione della produttività, della solidità, dell'affidabilità del soggetto o dei soggetti che hanno la responsabilità della gestione. Il progetto di sviluppo richiede acquisizione di risorse e garantisce la capacità di restituzione; l'accordo tra imprenditore ed operatore si conclude, sulla base del progetto, con il precipuo scopo che quest'ultimo si realizzi[3].

Bisogna comunque distinguere il *private equity* dal *venture capital* e dall' *hedge fund*: il *venture capital*, riconducibile nell'alveo del *private equity*, si riferisce all'apporto di capitale e di altre risorse nella fase di avvio di un'impresa, mentre ben diverso è l'*hedge fund,* un fondo di investimento speculativo che, generalmente, investe in strumenti finanziari quotati[4].

Negli Stati Uniti, già dal primo Novecento era in uso che famiglie benestanti con eccedenza di capitale finanziassero imprese i cui progetti lasciassero presupporre una buona remunerazione del capitale investito. Tuttavia, bisogna attendere la fine del secondo conflitto mondiale per vedere la nascita della prima società di *private equity*. Infatti, nel 1946, fu fondata l'*American Research and Development Corporation*, per fornire alle imprese sostegno non solo finanziario, garantendo, al contempo, un rapporto molto soddisfacente di rischio-investimento agli investitori.

---

[2] Gervasoni A., *L'impatto economico del private equity nel processo di sviluppo delle aziende familiari*, in De Vecchi G. et al, *Dinamiche di sviluppo e di internazionalizzazione del family business,* Il Mulino, Bologna, 2009, p 55.

[3] Scuro N., Scuro U., *Il contratto a formazione progressiva*, Giuffrè, Milano, 2009, pp 191-192.

[4] Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital*. *Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione,Guerini Next Editore, Milano, 2015, p 41.

La società nacque per volontà di un gruppo di finanziatori ed accademici, tra cui il Presidente del *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), Karl T. Compton, che la organizzarono per fornire capitale alle imprese che erano impegnate nella ricerca per sfruttare le nuove tecnologie sviluppate durante la guerra. Sotto la direzione di G. Doriot, un professore della Scuola di Economia di Harvard, *l'American Research and Development Corporation* diventò la prima società a partecipazione pubblica a finanziare nuove iniziative nella nazione. La società non si limitava a valutare i progetti ed il potenziale di crescita delle imprese che decideva di finanziare, ma offriva ad esse anche un importante supporto tecnico. Le prime imprese finanziate furono la *High Voltage Engineering Co*. e la *TracerLab* che si interessavano rispettivamente di sistemi ad alto voltaggio e di composti marcati con isotopi. Si trattava di due imprese societarie, con sede nel New England, costituite da docenti ed ex alunni del MIT. Nel 1957, *l'American Research and Development Corporation* investì 70.000 dollari nella *Digital Equipment Corporation*, un'azienda pionieristica del settore informatico. Il MIT, però, già dal 1955 aveva tolto il suo sostegno finanziario alla prima società di investimento privata, in linea con il conservatorismo delle Università del New England. I primi successi delle imprese finanziate dall' *American Research and Development Corporation* incoraggiarono banche ed istituti assicurativi della regione ad investire in aziende che operavano nel settore delle tecnologie[5]. All'epoca le società di *private equity* erano prevalentemente strutturate nella forma giuridica del fondo chiuso, con quote sottoscritte per la maggior parte da persone fisiche.

L'investimento di 70.000 dollari del 1957, una cifra veramente ragguardevole se rapportata ai tempi, quando la società finanziata venne quotata in borsa, nel 1968, aveva raggiunto un valore di 335 milioni di dollari, si era cioè moltiplicato cinquemila volte in soli undici anni[6].

Già dal 1957, la *First National Bank di Boston*, (all'epoca *Bank of Boston*) che dagli inizi del secolo svolgeva la funzione di intermediario tra aspiranti imprenditori e famiglie benestanti desiderose di investire i propri capitali nell'imprenditoria emergente, creò una propria società finanziaria per le piccole aziende del Paese: *la Small Business Investment Company*, anche grazie all'approvazione della legge sui

[5] Saxenian A., *Il vantaggio competitivo dei sistemi locali nell'era della globalizzazione, (ed. it. a cura di Vacca V.),* FrancoAngeli, Milano, 2002, p 33.
[6] Feld B., Mendelson J., *Start up e venture capital*, FrancoAngeli, Milano, 2014, p 21.

piccoli finanziamenti alle imprese, che assicurava benefici fiscali alle società che investivano in piccole imprese. Grazie ai benefici fiscali previsti dalla legge summenzionata, dai 585 istituti esistenti nel 1962 si passò a circa 700 in pochi anni[7].

Dal 1957 in poi, furono create molte società finanziarie di capitale di rischio da dipendenti usciti dall' *American Research and Development Corporation* o dalla Banca di Boston[8]. Il mercato del *private equity*, dopo l'espansione degli anni Sessanta attraversò una fase di assestamento nel decennio successivo, per poi riprendere dalla fine degli anni Settanta. A favorire questa ripresa fu un intervento legislativo del Dipartimento del Lavoro, nel 1979, l' *Employee Retirement Income Security Act*, con nuove regole di "buona gestione" dei fondi pensione. Infatti, fino a quel momento, per legge, era precluso ai fondi pensione di investire le proprie risorse in attività caratterizzate da un elevato profilo di rischio, tra le quali rientrava anche il *private equity*, ma con tale nuova normativa cadde tale preclusione e l'investimento da parte dei fondi pensione nel capitale di rischio di imprese non quotate fu autorizzato. Di conseguenza un notevole afflusso di capitali confluì nel mercato del capitale di rischio e furono costituite diverse *limited partnership* per gestire questi capitali. Fu grazie a questo incremento del mercato del *private equity* che, negli anni Ottanta e Novanta, imprese tecnologiche ed innovative come *Microsoft* ed *Apple*, ma anche imprese minori, beneficiarono di finanziamenti che le avrebbero portate alla quotazione in borsa ed al successo[9].

Oggi, il numero di fondi di *private equity* ha raggiunto un livello altissimo, impensabile nel secolo scorso, con una domanda crescente da parte degli investitori istituzionali, in un contesto generale di tassi di interesse bassi. A diffondere i dati è stato un recente *Report* di *Boston Consulting Group*[10], secondo il quale, a partire da

---

[7] La legge, *Small Business Investment Act*, fu approvata nel 1957 ed entrò in vigore nel 1958.

[8] Saxenian A., *Il vantaggio competitivo… Op.cit.*, p 34.

[9] La *Microsoft*, nata nel 1975, fece il suo ingresso in borsa nel 1986, le azioni vennero messe in vendita a 21 dollari e al termine della prima giornata la quotazione arrivò già a 28 dollari; nel momento in cui si scrive la quotazione è di circa 100 dollari e la capitalizzazione borsistica globale di questa società s'innalza oggi ad oltre 250 miliardi di dollari ed i titoli Microsoft fanno parte del calcolo dell'indice statunitense Dow Jones. La *Apple*, creata nel 1976, fu quotata in borsa alla fine del 1980 con un valore per azione di soli 3 dollari e mezzo circa. Oggi il titolo vale ben 314,17 dollari, con una capitalizzazione di 287 miliardi di dollari. Inoltre, se si considera che durante gli anni *Apple* ha anche attuato uno *split*, dividendo un'azione in due e quindi dimezzandone il valore per azione, oggi in proporzione ad allora, è una società da 628 dollari per azione. La remunerazione del capitale investito in *private equity*, soprattutto prima dell'ingresso di queste società in borsa, è stata enorme.

[10] La *Boston Consulting Group* (*BCG*) è stata fondata nel 1963 ed oggi è leader mondiale della consulenza strategica. Ha oltre ottanta uffici in quarantotto Paesi. La *BCG* è al fianco dei clienti in

gennaio 2018, è stato raggiunto un record di 2.296 fondi di *private equity* attivi nel mercato globale, che hanno raccolto un totale di 744 miliardi di dollari, con un aumento del 25% rispetto al 2017[11].

Il successo e la diffusione di questa forma di investimento è dato anche dal fatto che i *private investments* danno un rendimento maggiormente correlato all'andamento generale dell'economia reale, rispetto alle *performances* del mercato borsistico. Nel 2017 il valore complessivo delle Borse globali ha superato il valore del PIL mondiale, segno che l'economia finanziaria ha superato quella reale e che i valori borsistici sono sopravvalutati, ma a produrre ricchezza e benessere diffuso restano sempre e solo le imprese[12].

Il *private equity*, invece, è saldamente ancorato all'economia reale ed è un'importantissima leva di sviluppo, soprattutto in momenti di *credit crunch* da parte delle banche e soprattutto per le piccole e medie imprese e le *start up*. La visione di medio lungo periodo tipica del *private equity* è quella di far crescere le aziende e si traduce nella creazione di valore nel mantenimento dell'occupazione e della redditività d'impresa; con questa forma di finanziamento-investimento si immette capitale nella produttività del sistema-paese. Inoltre, accade spesso che il tasso di crescita e dei ricavi delle imprese partecipate da operatori di *private equity* risulti superiore a quello di imprese comparabili non affiancate da investitori istituzionali[13].

Lo sganciamento degli investimenti dall'economia reale è avvenuto a partire dagli ultimi decenni del secolo scorso, infatti, grazie alla diffusione di Internet ed ai sistemi di negoziazione telematici basati su di algoritmi ultraveloci, è stato possibile, per gli speculatori, approfittare di una volatilità anche minima dei corsi per ottenere profitti che poi non vengono ridistribuiti all'economia reale, e non ultimo, il *web* ha permesso di non avere nemmeno più bisogno di un "luogo fisico" per tali scambi. Con questa impostazione speculativa, molto vicina al *modus operandi* degli scommettitori, viene

---

diversi settori e varie geografie per identificare insieme le opportunità a maggior valore aggiunto, affrontare le sfide critiche e aiutarli nella trasformazione del *business*. In Italia essa opera da trent'anni, attraverso i due uffici di Milano e Roma.

[11] Liberatore L., *Fondi di private equity: mai così tanti attivi sul mercato*, Articolo pubblicato su *Wall Street Italia* il 25 aprile 2018, all'indirizzo http://www.wallstreetitalia.com/fondi-di-private-equity-mai-cosi-tanti-attivi-sul-mercato

[12] Soldavini P., *Banche centrali ed economia reale*, Articolo pubblicato su *Il Sole24Ore*, il 25 luglio 2017.

[13] Rija M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano,2012 , p 48.

meno lo scopo, economicamente valido e legittimo, per il quale erano nati strumenti finanziari come ad esempio i derivati di copertura sulle materie prime, con l'effetto negativo di trasformare gradualmente un mercato nato con la finalità di contenere il rischio d'impresa per una parte delle attività economiche reali, in un'occasione di profitto per le banche d'affari in danno degli operatori economici. Si è così giunti alla predominanza del sistema finanziario su quello produttivo, ma la causa di questo fenomeno risiede anche nella deindustrializzazione dei Paesi occidentali. Infatti, a partire dagli anni Novanta dello scorso secolo, le economie dei Paesi occidentali, a cominciare da quella trainante degli Stati Uniti, sono state interessate dalla delocalizzazione parte della produzione verso le aree della Cina e del Sud est asiatico (Corea del Sud, Indonesia, Filippine, Taiwan ecc) a causa del costo della manodopera notevolmente più basso, di normative fiscali favorevoli e, per alcuni settori manifatturieri, di facilità ed economicità nell'approvvigionamento delle materie prime. La delocalizzazione produttiva e manifatturiera ha fatto transitare enormi flussi di capitale verso le aree ove la produzione si spostava e, data la deindustrializzazione e terziarizzazione delle economie mature, gli investitori non hanno trovato più sufficienti margini di redditività nell'alveo tradizionale dell'economia produttiva ed hanno investito sui mercati finanziari originando la finanziarizzazione dell'economia: in altri termini creando danaro dal danaro medesimo[14].

È stato dimostrato da analisi empiriche che il *private equity*, differentemente da altri segmenti del mercato finanziario, si avvantaggia delle situazioni di crisi; infatti, una prima indagine condotta da *Credit Suisse* e *Cambridge Associated* ha dimostrato che le migliori *performances* dei fondi di *private equity* sono riconducibili alle iniziative nate proprio nei momenti di recessione. Un esempio emblematico è la bolla di Internet: gli investimenti in *private equity* realizzati nel periodo della bolla generarono tassi di rendimento intorno al 10%, mentre dopo lo scoppio di tale bolla i rendimenti aumentarono, attestandosi intorno al 30%. Anche una seconda ricerca, condotta da *Partners Group, Thomson Financial ed IMF*, che ha rapportato i rendimenti dei fondi di *private equity* al PIL degli Stati Uniti, conferma i risultati della prima: negli anni che vanno dal 1994 al 2000, in un periodo di crescita del PIL molto bassa la *performance*

[14] Girino E., *I contratti derivati*, II ed., Giuffrè, Milano, 2010, pp 30-31.

dei fondi è stata molto alta, al contrario del periodo di grande crescita economica come quello che va dal 2000 al 2003[15].

Si può dunque affermare che i periodi di crisi abbiano ripercussioni negative sul mercato borsistico e sul capitale di rischio in generale, ma non sul quello del *private equity*, che in questi periodi assume un rilievo positivo per sostenere la crescita.

1.2 IL MERCATO DEL *PRIVATE EQUITY* IN EUROPA

Secondo i dati resi noti dal *Report* di *Invest Europe* sul mercato europeo nel 2017, il settore è ben sviluppato, contando ottomila fondi di investimento, sessantaquattromila "*portfolio companies*" e duecentocinquantamila operazioni tracciate[16].

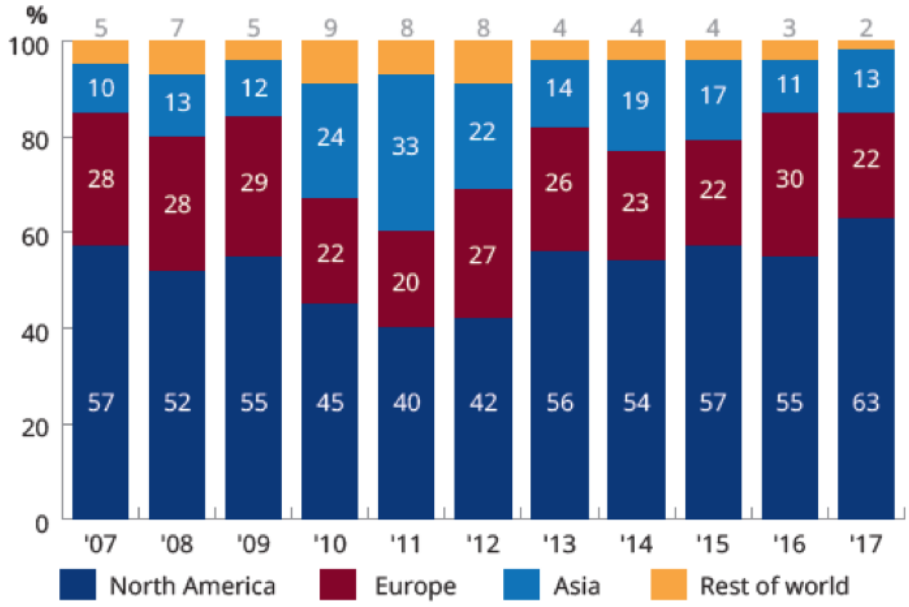
Confrontando i dati relativi all'Europa con quelli del mercato globale del *private equity*, nel grafico n.1, si evince che i 2/3 degli *asset* sono investiti negli Stati Uniti, laddove questa formula alternativa di investimento ha avuto origine. Dal 2010 al 2012 questo mercato subì una contrazione, che avvenne sia in Europa che negli *States*, anche se questi ultimi comunque restarono *leader* del settore; nello stesso periodo il mercato del *private equity* si espanse in Asia, per poi contrarsi fino ad arrivare, nel 2017, al basso livello ante 2010.

Per ciò che concerne l'Europa, la minore crescita economica e, dopo la *Brexit*, le preoccupazioni per il futuro dell'eurozona, hanno giocato un ruolo importante. Ciò nonostante, il *private equity* europeo è in buona salute e la *performance* dei *buyout* europei è stata altrettanto buona, se non superiore, a quella dei *buyout* statunitensi su diversi orizzonti temporali, a 5, 10 e 15 anni, come mostrato nel grafico n. 2.

---

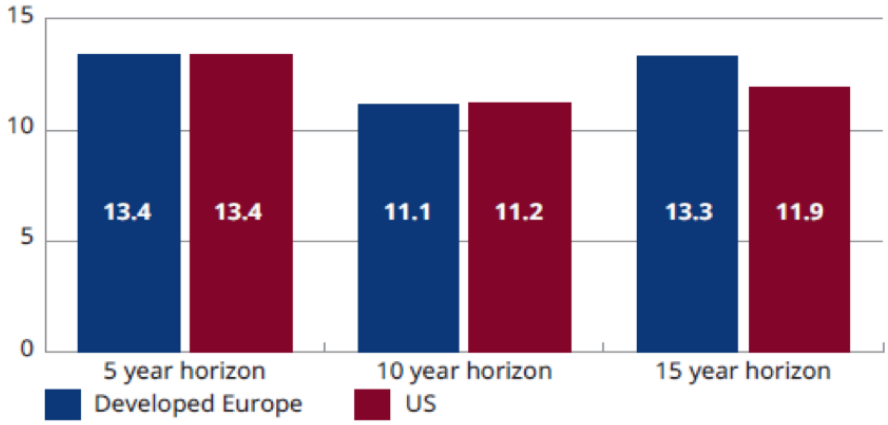
[15] Rija M., *Il ruolo del venture capital e …*, *Op. cit.*, p 49.
[16] *Private equity e venture capital in Europa nel 2017*, all'indirizzo https://www.startupbusiness.it/private-equity-e-venture-capital-in-europa-e-in-italia/96574/

Grafico n. 1



Fonte: Prequin

Grafico n.2



Fonte: Global Private Equity Report 2017, Bain & Company.
Dati di performance al Q2 2016 (Pooled net IRR); calcolati in euro e dollari rispettivamente per Europa e US

Il dato sui *buyout* europei è ancor più confortante se si tiene in considerazione che, nel periodo analizzato, l'Europa ha sotto-performato, in termini di crescita del PIL. Pertanto, vi è la possibilità di trovare creazione di valore in Europa tra gestori di *private equity*, anche in un contesto economico poco favorevole. Il mercato europeo,

sebbene maturo, è meno affollato di quello statunitense e pertanto i prezzi dei *deal* risultano più attraenti[17].

Per ciò che concerne la normativa europea, il legislatore comunitario ha sempre prestato molta attenzione ai Fondi di investimento, e non solo a quelli di *private equity*, al fine di garantire agli investitori un discreto margine di sicurezza. Ciò è avvenuto gradualmente, sempre nell'ottica della creazione di un mercato unico di capitali. Le varie Direttive OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) sono state il fulcro intorno cui si è sviluppato con successo il settore europeo dei fondi d'investimento. La legislazione sugli OICVM - con il sistema del passaporto per i prodotti e la sua attenzione nei confronti dell'investitore di dettaglio - ha facilitato il conseguimento di questo risultato. Nella Direttiva OICVM, denominata OICVM IV, adottata dall'UE nel 2009 ed entrata in vigore il 1° luglio 2011, sono state incluse, tra le nuove disposizioni, norme sulle informazioni fornite agli investitori, che devono essere in un formato semplice e di facile comprensione, (*Key Investor Information Document*), compiendo così un decisivo passo in avanti, sul piano della trasparenza e della chiarezza delle informazioni d'offerta. Entrando più nello specifico, per il tema del presente lavoro, è da menzionare la Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2011/61/UE, cosiddetta AIFM, che disciplina l'attività dei *Gestori di Fondi di Investimento Alternativi* (GEFIA). L'intento del legislatore comunitario è stato quello di creare un mercato interno per i GEFIA e un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato e rigoroso per quanto riguarda le attività all'interno dell'Unione di tutti i GEFIA, non solo di quelli aventi sede legale in uno Stato membro (GEFIA UE) ma anche di quelli aventi sede legale in un Paese terzo (GEFIA non UE)[18].

La Direttiva in commento, dunque, ha introdotto una disciplina comune applicabile non ai fondi di investimento, che continuano ad essere normati e vigilati nel proprio Stato membro d'origine, ma ai GEFIA stessi, ossia ai soggetti che esercitano abitualmente l'attività di gestione dei Fondi di Investimento alternativi. Per fondi alternativi si intendono, come precisa la stessa Direttiva, oltre ai più comuni fondi di investimento alternativi come gli *hedge funds* e i fondi di *private equity*, anche i fondi

[17] Bianchi F., *Private Equity, Europa vs. USA: dimensioni e rendimenti a confronto,* Articolo pubblicato su Il Punto, Pensioni e Lavoro, il 6 giugno 2018, all'indirizzo www.ilpuntopensionielavoro.it/site/home/finanza/private-equity-europa-vs.-usa-dimensioni-e-rendimenti-a-confronto.html

[18] *Considerando* n. 4 della Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2011/61/UE

immobiliari, di infrastrutture, di materie prime, di *venture capital*, nonché ogni altro fondo tipicamente riservato ad investitori istituzionali. L'intento è stato quello di creare le condizioni per la costituzione di un mercato unico e integrato a livello europeo anche per i fondi d'investimento alternativi, nel solco di quanto già realizzato per i fondi comuni di investimento.

L'UE, infatti, ha ritenuto eccessivamente ambizioso delineare un quadro normativo relativo alla struttura o ai limiti di investimento dei Fondi di Investimento Alternativi ed ha, piuttosto, ritenuto opportuno dettare una disciplina applicabile esclusivamente ai GEFIA. Tale comune disciplina riguarda le autorizzazioni e identifica presidi minimi e regole di condotta che tali soggetti sono tenuti a rispettare nell'ambito della prestazione delle attività per le quali sono autorizzati. La Direttiva AIFM, quindi, prevede una disciplina comune in materia di autorizzazione dei GEFIA, requisiti di capitale, condizioni operative ed organizzative e presidi di "trasparenza" in favore delle Autorità di Vigilanza e degli investitori. Bisogna ricordare che è incluso l'obbligo di redigere una relazione annuale per ogni esercizio, di segnalare su base continuativa talune informazioni alle Autorità di Vigilanza competenti e di predisporre documenti informativi in favore degli investitori. Questo approccio dovrebbe garantire "a monte" di mitigare i rischi connessi alla gestione della "generalità" di FIA assicurando, al contempo, un'adeguata informativa in favore degli investitori[19].

La direttiva AIFM è stata recepita nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 4 marzo 2014 n. 44, in vigore dal 9 aprile 2014, con il quale sono state apportate profonde modifiche al TUF, nella parte riguardante il quadro della disciplina della gestione collettiva. Inoltre, il processo di recepimento è stato completato con una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Banca d'Italia e della Consob.

[19] Stefanin G. et al, *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi*, Pubblicato su *Diritto Bancario*, il 23/09/2013, all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/direttiva-2011-61-ue-8-giugno-2011-gestori-fondi-investimento-alternativi

1.3 IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Atteso che l'attività di *private equity* è ormai riconosciuta come un'*asset class* consolidata e, al pari dei fondi immobiliari, è classificata come investimento alternativo, bisogna porre il *focus* sul mercato italiano. L'attività di *private equity*, essendo scarsamente correlata con il mercato azionario, consente di diversificare il portafoglio dell'investitore, attenuandone il profilo di rischio complessivo. Dal punto di vista delle imprese, soprattutto per quelle piccole, così numerose in Italia, vi è la necessità di trovare un supporto nel *private equity* per avere il giusto slancio che dia loro la possibilità di colmare il divario rispetto ai sistemi di altri Paesi e rispondere all'intero sistema globale[20].

Si è detto che il *private equity* è un importantissimo strumento per favorire la nascita di nuove imprese e la crescita di quelle già esistenti, specialmente se esse operano in settori legati a nuove tecnologie, come ICT o biotecnologie, nei quali vi è una forte presenza di asimmetrie informative. Al contrario degli Stati Uniti, e in parte, anche del Regno Unito[21], dove ha avuto una diffusione maggiore e più precoce nel tempo, il *private equity* in Europa e ancor più in Italia è ancora limitato. La nascita in Italia di un vero e proprio settore di operatori professionali e specializzati nell'attività di investimento nel capitale di rischio può essere fatta risalire alla metà degli anni Ottanta, esattamente al 1986, quando nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si raggrupparono per dare vita ad un'associazione di categoria, l'AIFI (all'epoca *Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento*, oggi *Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital*). L'associazione fu costituita con l'obiettivo di rappresentare gli interessi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio. Tra le attività svolte dall'AIFI, finalizzate a supportare lo sviluppo del mercato sia in Italia che all'estero, oltre ad un continuo lavoro volto a migliorare il quadro normativo interagendo con gli organi legislativi, nonché un costante impegno per migliorare la percezione e lo sviluppo dell'attività di investimento in capitale di rischio

[20] Gervasoni A. et al., *AIFI. Il private equity come motore di sviluppo,* Egea, Milano 2012, p 23.
[21] Il Regno Unito e il Paese che per primo in Europa ha sviluppato un mercato del capitale di rischio con *performances* stabili. Ciò è stato possibile a causa di un contesto legislativo e fiscale che ha agevolato, sin dall'inizio, l'attività dei gestori dei fondi.

nei cittadini, si sviluppano periodiche ricerche volte ad analizzare l'andamento dell'attività di investimento sul territorio nazionale[22].

Bisogna menzionare che, durante la crisi originata negli Stati Uniti nel 2008-2009, i fondi di investimento in *private equity* erano stati definiti dispregiativamente, in Italia, "fondi locusta"[23] o "fondi avvoltoio", assimilandoli agli *hedge fund*, di cui si è detto nel precedente paragrafo. In Italia, comunque, l'avvio delle attività di *private equity* avvenne con notevole ritardo rispetto agli altri Paesi europei soprattutto a causa dell'ostilità del sistema bancario che temeva di perdere il controllo dell'intermediazione finanziaria. Solo dagli anni Novanta in poi si può rilevare un'attività stabile con un numero crescente di *advisor* di fondi chiusi sia internazionali che nazionali[24].

In Italia, sebbene aumentato rispetto all'inizio, il numero di operazioni di *private equity* non è mai cresciuto come in altri Paesi europei e, nel 2017, si attesta ad 1/5 della Francia, 1/4 della Germania e Regno Unito ed a circa la metà della Spagna. Come fattori critici al mancato sviluppo si annoverano delle peculiarità tutte italiane, in primo luogo la raccolta di capitale: l'italiano medio ha sempre avuto scarsa propensione ad investire i propri risparmi in capitale di rischio, preferendo l'acquisto di titoli di Stato o il deposito bancario e postale, caratterizzati da interessi bassi ma da un'elevata sicurezza. In secondo luogo è mancata una cultura del *private equity* ed, inoltre, un grosso ostacolo è rappresentato dal tessuto imprenditoriale italiano, composto da una miriade di piccole e medie imprese, spesso a conduzione parentale, che pur potendo trarre benefici dal diventare imprese *target*, spesso non sono in grado di proporre progetti innovativi che attraggano questo investimento alternativo.

Attraverso l'indagine "*Il mercato italiano del private capital*" svolta dall'AIFI nell'anno in cui si scrive è stata innanzitutto delineata la situazione degli operatori di *private capital* attivi in Italia nel 2017. Sul mercato ci sono circa 110 operatori che

[22] Bentivogli, C. et al., *Il private equity in Italia*, Occasional Papers n. 41 del febbraio 2009, Banca d'Italia, Roma, 2009, p 7.

[23] Gli *hedge fund*, potendo scommettere sui ribassi del mercato e sul crollo delle Borse, nel 2008, sono stati ritenuti tra i responsabili della crisi mondiale, poiché, come le locuste descritte nella Bibbia tra le piaghe d'Egitto, che distrussero tutti i raccolti, si sono accaparrati imprese per somme molto basse.. Nel mirino, all'epoca, finirono anche i fondi di *private equity*, soprattutto quelli di *leverage buy out*, che rappresentano una consistente parte di questo segmento, specializzati nell'acquisto di società ad alto flusso di cassa attraverso un forte esercizio della leva finanziaria.

[24] Fidanza B., *Private equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese*, in Boffa F., Galeazzi G., *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*; McGraw Hill, Milano, 2010, pp. 150-152.

svolgono attività di *private equity* e *venture capital*, nazionali ed internazionali, che hanno raccolto capitali e/o effettuato almeno un investimento nel corso del 2017. Oltre un terzo dei soggetti che investono in Italia sono fondi internazionali: questo è sicuramente positivo per il Paese ma è bene anche poter contare su operatori nazionali, soprattutto per venire in ausilio alle PMI che hanno bisogno di dialogare con operatori domestici. Un dato positivo riguarda il fatto che i fondi italiani di *private equity* e *venture capital* raccolgono una buona parte dei loro capitali all'estero. In Italia, purtroppo, negli ultimi cinque anni, si è raccolto una media annua di circa 2 miliardi di euro, fatto salvo il 2017, anno in cui la raccolta è notevolmente aumentata grazie ai fondi promossi da Cassa Depositi e Prestiti[25].

Resta dunque il fatto che il capitale da investire nelle PMI italiane non è sufficiente: la raccolta sul mercato è stata pari a 1,3 miliardi di euro nel 2016 e a 2,5 miliardi l'anno precedente. Tra il 2011 e il 2013, la principale fonte della raccolta erano i *fondi di fondi*, con il *Fondo Italiano di Investimento* che ha svolto una importante attività, finanziando con quattrocento milioni di euro il comparto del *private equity* e con cinquanta milioni quello del *venture capital*. Il *Fondo Italiano* continua a svolgere un ruolo importante, ma i *fondi di fondi* nel periodo 2014-2016 rappresentano la seconda fonte della raccolta, dopo i *family office*, ovvero investitori individuali di alto profilo. Al terzo posto vi sono fondi pensione e Casse di previdenza, che dal 2015 investono in questo comparto. Bisogna comunque evidenziare che, rispetto a questa categoria, l'Italia è molto indietro se si fa una comparazione con altri Paesi; questo perché i fondi pensione, pur costituendo una parte importante della raccolta nazionale, in valore assoluto non arrivano ad incidere quanto dovrebbero. Il *private debt* ha avuto un

[25] *Cassa depositi e prestiti Spa,* finanziaria partecipata per l'80,1% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, per il 18,4% da varie fondazioni bancarie e per il restante 1,5% in azioni proprie, nel 2016 ha annunciato di puntare a divenire il primo operatore di *private equity* e *venture capital* in Italia, favorendo la nascita di *startup* e potenziando l'azione a sostegno dell'innovazione e dello sviluppo delle imprese. A fine dicembre 2015, il Cda di *Cassa depositi e prestiti* ha approvato il nuovo piano industriale 2016-2020, che intende concentrarsi su quattro aree ritenute prioritarie: enti locali, infrastrutture, immobiliare e, appunto, imprese. Per le quattro le aree, la *Cassa* intende mobilitare complessivamente ed autonomamente 160 miliardi di euro. Inoltre, grazie a co-finanziamenti, capitali di altri investitori e accesso a fondi UE, le risorse dovrebbero arrivare fino a 265 miliardi di euro. Di questo massiccio investimento complessivo, la cifra che dovrebbero essere mobilitata fino al 2020 a favore delle imprese ammonta a 117 miliardi di euro, quasi la metà di tutti i finanziamenti in campo. (Maci L., *Cassa depositi e prestiti: una svolta per le start up*, Articolo pubblicato il 31 Gennaio 2016 su Corriere Comunicazioni, all'indirizzo https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/cassa-depositi-e-prestiti-una-svolta-per-le-startup/)

momento di raccolta molto importate fino al 2015-2016, perché i fondi sono partiti tutti insieme, soprattutto grazie al *fund of fund* del *Fondo Italiano*, che ha svolto il ruolo di *anchor investor*. Il tema del *private debt* è strategico in prospettiva futura, soprattutto quando le banche dovranno abbandonare interi segmenti per adempiere ai requisiti di Basilea II e dunque casse e fondi potrebbero essere più incisivi, per fornire agli operatori i capitali necessari per supportare l'economia reale. Venendo agli investimenti, nel 2016 gli operatori di *private equity* e *venture capital* hanno investito 8 miliardi di euro, che però nel 2017 sono calati in termini di ammontare, giacché alcuni grandi *deal* che avevano caratterizzato il 2016 sono stati chiusi nel 2018. I numeri delle operazioni sono scarni, poiché queste si attestano a circa trecento l'anno. Per ciò che concerne i settori oggetto di investimento, gli operatori di *private equity* e *venture capital* hanno investito in settori tradizionali ma anche in imprese operanti in comparti innovativi, quali l'ICT, il medicale, l'energia e ambiente. Per ogni milione di euro investito nel *venture capital* vengono generati 12 posti di lavoro, il che significa che prendendo in considerazione il periodo 2013-2017, questo sistema ha creato, potenzialmente, almeno cinquemila posti di lavoro[26].

In Italia, la nascita di uno specifico mercato di operatori professionali specializzati nell'attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese si fa coincidere, per convenzione, con quella dell'AIFI, nel 1986. Dal punto di vista normativo, prima del 1986, la legge italiana, risalente al 1936[27], vietava alle aziende di credito di svolgere

[26] Gervasoni A. et al, *Economia reale nel nuovo scenario politico*, Atti del Convegno 23-25 marzo 2018, Borgo Egnazia, (Brescia), all'indirizzo http://www.valoresrl.it/wp-content/uploads/2018/05/VALORE-ATTI_pagine-singole.pdf

[27] Risalendo alla Legge Bancaria del 1936, e necessario guardare al contesto in cui essa si rese necessaria. La grande crisi del capitalismo mondiale del 1929, che in Italia era arrivata in ritardo rispetto alle altre economie europee, rivelò che il Paese aveva un'economia ancora essenzialmente rurale e poco sviluppata, poiché la crisi proveniente da oltreoceano non assunse mai i toni drammatici che aveva assunto nelle altre economie occidentali, sebbene facesse sentire i suoi effetti sui rapporti tra banca ed industria, cogliendo le banche fortemente immobilizzate. Imprese strategiche per l'economia del Paese, come ad esempio l'Ilva, già all'epoca un colosso siderurgico, rientravano nella sfera della Banca Commerciale Italiana, che era il maggior creditore di varie aziende delle quali era stata costretta a rilevare la proprietà. Con la costituzione dell'IRI, nel 1933, tutte le imprese possedute dalla Banca Commerciale, passarono allo Stato attraverso questo Ente e fu necessario prevedere la separazione fra banche ed imprese industriali. Alle banche salvate – Banca Commerciale, Credito italiano e Banco di Roma – di cui lo Stato era divenuto proprietario attraverso l'IRI, veniva inibita, da quel momento, l'assunzione di partecipazioni azionarie o creditizie in imprese industriali. L'operazione, favorì il funzionamento delle banche che furono sollevate da una situazione divenuta ormai estremamente pericolosa per loro stesse, per la Banca d'Italia, che era stata costretta a sostenerle, e per tutta l'economia italiana. La gestione promiscua da parte delle banche di credito mobiliare ed industriale era quanto mai viziata dai conflitti di interesse: infatti, le banche da un canto cercavano di difendere la propria liquidità e, di conseguenza i diritti dei risparmiatori, e dall'altro erano spinte a

l'attività di investimento diretto nel capitale di rischio di imprese e solo dopo una apposita delibera del CICR (*Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio*) del febbraio 1987 e della conseguente Circolare della Banca d'Italia del 9 marzo 1987, anche alle aziende di credito fu permesso di svolgere questa attività, ovviamente nel rispetto di precisi vincoli normativi. In particolare esse furono abilitate ad investire nel capitale di rischio di imprese non quotate per il tramite di SIF (*Società di Intermediazione Finanziaria*) di loro emanazione, alle quali era concessa l'acquisizione a titolo temporaneo di azioni, obbligazioni e titoli delle imprese, con il vincolo che la loro partecipazione al capitale fosse minoritaria. Negli anni immediatamente successivi all'emanazione di tale normativa nacquero varie SIF, ma solo poche di esse furono effettivamente operative. Con l'evoluzione delle operazioni mobiliari e la creazione di strumenti finanziari sempre più sofisticati, risultò sempre più difficile, per il sistema italiano, tenere separate le attività di erogazione del credito, anche alla luce della concorrenza degli intermediari finanziari nazionali ed europei che diventava sempre più marcata. Si rese necessario, perciò, per il legislatore italiano, l'introduzione della figura della società di intermediazione mobiliare nell'ordinamento. Ciò avvenne ad opera della Legge 2 gennaio 1991, n. 1, *Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*, nota come *Legge SIM*. Tuttavia, il testo normativo che compì una rivoluzione copernicana nell'ordinamento del sistema bancario italiano fu il *Testo Unico in materia bancaria e creditizia* (TUB), d.lgs. 385/1993, poiché esso decretò la fine del modello di separazione tra il credito a breve termine e quello a medio-lungo termine sancito nel 1936, introducendo il modello della banca universale. In tale nuovo quadro normativo e organizzativo, l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese industriali non quotate svolta dalle SIF, che facevano capo a gruppi bancari, rientrava

---

sostenere il settore industriale di cui erano partecipanti e che versava in perenne stato di sofferenza per mancanza di capitali. Il Regio D.L. n. 375 del 12 marzo 1936, noto come "*Legge bancaria del 1936*", in una prima parte, tuttora in vigore, definì la Banca d'Italia "istituto di diritto pubblico" e le affidò definitivamente la funzione di emissione. Una seconda parte della legge, abrogata quasi interamente nel 1993, fu dedicata alla vigilanza creditizia e finanziaria, riconfigurando l'assetto del sistema creditizio, con la separazione fra banca e industria e la separazione fra credito a breve termine (aziende di credito) e a lungo termine (istituti di credito speciale). Solo questi ultimi erano abilitati all'erogazione di credito alle industrie. (Banca d'Italia, *Dall'istituzione della Banca d'Italia alla Legge bancaria del 1936*, all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/istituzione).

nell'ambito della disciplina del TUB, il quale stabiliva a tal proposito tassative limitazioni. La disciplina mirava a contenere la rischiosità delle nuove banche universali, nonché a conservare, sebbene per lo stretto necessario quel principio di separazione tra banche e imprese vigente dal 1936, nato per evitare gravi conflitti di interesse. I primi fondi mobiliari chiusi di diritto italiano cominciarono invece ad operare, dopo la loro istituzione, a metà degli anni Novanta. Fino a quel periodo, erano pochissimi anche i fondi internazionali di *private equity* e *venture capital* che operavano nel mercato italiano; successivamente la loro presenza crebbe sempre più numerosa e stabile. Solo alla fine degli anni Novanta si è assistito ad un notevole sviluppo del settore in termini di operatori attivi, in coincidenza con l'espansione del mercato delle nuove tecnologie che è riuscito ad attrarre risorse finanziarie, favorendo la nascita di nuovi operatori. Guardando al decennio che va dal 2000 al 2010 il numero delle *Società di Gestione del Risparmio* (SGR), cui fanno capo i fondi di *private equity* è passato da undici a sessantotto, mentre i fondi operativi sono passati da sette a centoventisei. Alla fine dell'anno 2000, l'attivo complessivo dei fondi ammontava a quasi seicento milioni di euro mentre, esattamente dopo un decennio, esso ammontava a 5,8 miliardi di euro[28].

Dai dati di mercato rilevati nel 2017 e diffusi dall'AIFI nel 2018[29], si evidenzia che il *buy out* è il primo per ammontare, poiché il 70% delle risorse è stato investito in questa tipologia di operazione ed il numero delle operazioni eseguite ammonta a novanta, pari al 29%. Cala, invece, il finanziamento per l'*expansion* che nell'ammontare si riduce del 52% e nel numero di operazioni del 33%. Degli oltre cinque miliardi di euro di raccolta complessiva, oltre quattro sono stati raccolti da tre

[28] Granturco M., Miele M.G., *Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target",* Occasional Papers n. 98 del 29 luglio 2011, Banca d'Italia, Roma, 2011.

[29] A partire dal 2016 la raccolta dei dati relativi al mercato italiano del *private equity* e *venture capital* viene realizzata attraverso un nuovo database, *European Data Cooperative (EDC)*, comune alle principali Associazioni di categoria europee. La piattaforma è stata realizzata congiuntamente da AIFI, *ASCRI* (Spagna), *BVCA* (Regno Unito), *BVK* (Germania), *France Invest* (Francia), *NVP* (Olanda), *SVCA* (Svezia) ed *Invest Europe* (Europa), onde consentire ai soggetti internazionali presenti in più Paesi di avere un unico punto di accesso per l'inserimento dei propri dati, permettendo al contempo alle singole Associazioni di continuare a raccogliere le informazioni ed elaborare le proprie statistiche nel proprio Paese. L'*European Data Cooperative* monitora oltre tremila operatori attivi in Europa, sia con ufficio nel continente sia senza una presenza stabile sul territorio. (AIFI, 2017, all'indirizzo https://www.datocms-assets.com/45/1525874980-web_mercato2017.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

grandi investitori istituzionali: *F2i SGR*, *QuattroR SGR* e *Fondo Italiano d'Investimento SGR* [30].

Nel 2017, guardando alla distribuzione regionale, la Lombardia rappresenta il 36% del mercato; seguono Emilia Romagna (18% del totale), Veneto (17%) e Piemonte (17%). Fanalino di coda si è rivelato il Sud, con solo quattro operazioni chiuse, di cui due in Puglia, una in Campania ed una in Basilicata. A questa difformità grave, la Legge di Stabilità 2018 ha cercato di porre rimedio istituendo *Italia Venture II - Fondo Imprese Sud*, un nuovo strumento di *private equity* che parte con una dotazione iniziale di centocinquanta milioni di Euro ed ha lo scopo di favorire la crescita dimensionale delle PMI del Sud Italia, apportando i capitali necessari a sostenere anche la competitività e l'internazionalizzazione delle imprese meridionali che, in tal modo, possono contribuire al PIL del Paese. Il Fondo di investimento mobiliare chiuso ha una durata di dodici anni ed è finanziato con risorse a valere sul *Fondo per lo sviluppo e per la coesione 2014-2020*[31], a cui potranno aggiungersi sottoscrizioni da parte di altri investitori, come già accaduto per *Italia Venture I*, il fondo di *venture capital* gestito dalla stessa Società di Gestione del Risparmio. Le Regioni le cui imprese potranno beneficiare dei finanziamenti in *private equity* sono: Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia. Al fine di stimolare operazioni del genere nel Mezzogiorno, *Italia Venture II* investirà nel capitale di rischio solo contestualmente ad investitori privati, i quali dovranno apportare risorse pari ad almeno il 50% dell'investimento. Le operazioni sono rivolte ad imprese, con ricavi per almeno dieci milioni di euro, che operino soprattutto nei settori che hanno un alto potenziale di sviluppo**,** tra cui: *agrofood*, meccatronica, *healthcare*, turismo, moda e *lifestyle*.

Le PMI del Sud, dunque, hanno maggiori opportunità di ricorrere allo strumento del *private equity*, che, come si è visto, attualmente è concentrato nel Nord Italia sia per numero di operazioni che per entità degli investimenti. Il nuovo fondo gestito da

[30] AIFI, *Dati di Mercato*, all'indirizzo https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/

[31] Accanto ai fondi comunitari, lo Stato dispone, per la politica di coesione, di un *Fondo per lo sviluppo e la coesione* (FSC), prima *Fondo per le aree sottoutilizzate* (FAS), che attua l'obiettivo posto dalla Costituzione all'art. 119, di "*rimuovere gli squilibri economici e sociali, per favorire l'effettivo esercizio dei diritti della persona*". Il Fondo è lo strumento generale di governo e di sviluppo della nuova politica regionale nazionale per la realizzazione di interventi nelle aree sottoutilizzate, nelle quali tali risorse si aggiungono a quelle ordinarie e a quelle comunitarie e nazionali di co-finanziamento.

Invitalia Ventures ha un bacino potenziale di circa trecento imprese con caratteristiche ottimali per la realizzazione di operazioni di *private equity*, molte di queste imprese rappresentano un'eccellenza anche dal lato della struttura finanziaria.

Questo Fondo, inoltre, risponde all'esigenza primaria di sostenere progetti di Industria 4.0, *open innovation*, digitalizzazione, diversificazione, oltre progetti di acquisizione ed internazionalizzazione, che non possono essere realizzati in assenza di strumenti e *partner* finanziari adeguati[32].

1.4 I FONDI DI *PRIVATE EQUITY*: STRUTTURA, GESTIONE, POLICIES

In Italia, nel decennio che va dal 1992 al 2002 nascono le prime società di *private equity* istituzionalizzate. La struttura di questi fondi è molto complessa, nonché variabile da fondo a fondo, a seconda delle loro specifiche esigenze, ma con caratteristiche strutturali comuni, a livello societario. A livello internazionale, i fondi di investimento in *private equity* nascono dall'iniziativa di persone fisiche che costituiscono una società di gestione, spesso sotto forma di s.r.l., cosiddetta *Management Company*, che ha il compito di gestire il fondo, assumendo il ruolo di Gestore di esso. In merito all'operatività del fondo, il compito di individuare le società *target* e quindi di proporre gli investimenti può essere affidato sia ad una società *ad hoc* detta *Advisor Company*, sia alla stessa *Management Company*, come accade più spesso. Quando si adotta una *Advisor Company*, la si configura in una struttura snella che alla base ha gli *Investment Manager*, persone fisiche il cui compito è quello di ricercare e selezionare le imprese su cui investire e ad un livello superiore ha un organo consultivo di esperti che deve emettere un parere, non vincolante, sugli investimenti proposti, che è detto *Investment Committee*. Infine, la struttura si completa all'apice con un Consiglio di Amministrazione che si pronuncia formalmente

[32] *Private equity, 150 milioni alle Pmi del Sud con il fondo di Invitalia Ventures*, 11 aprile 2018, all'indirizzo http://www.abruzzosviluppo.it/2018/04/11/private-equity-150-milioni-alle-pmi-del-sud-fondo-invitalia-ventures/

sulla decisione di investimento. I *Limited Partners*, i soggetti che investono nel fondo, non hanno poteri di gestione in merito alle attività del fondo, essi hanno solo obbligo di conferimento nei limiti del loro investimento. In Italia, l'articolazione dei fondi di *private equity*, presenta, nella maggioranza dei casi, due peculiarità rispetto alla struttura appena descritta: innanzitutto il ruolo di *General Partner* è rivestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR)[33] con un proprio CDA; inoltre, la funzione di *Advisor Company*, ossia l'individuazione delle società *target* su cui dirigere l'investimento, nonché la gestione di quest'ultimo, sono svolte dalla Società di Gestione del Risparmio stessa[34].

Il portafoglio del fondo è sempre diversificato, ossia costituito da più aziende, che possono anche superare il numero di dieci, e la durata del fondo si divide sempre in due periodi:

- il primo periodo è quello di investimento. Esso si sviluppa al massimo per cinque anni e costituisce la fase in cui vengono esaminate le varie opportunità di investimento e si effettuano gli acquisti delle quote;
- il secondo periodo è quello del disinvestimento, con durata massima di altri cinque anni, durante i quali non possono essere fatti ulteriori investimenti e l'attenzione è focalizzata sulla valorizzazione delle aziende in portafoglio, nonché sulla loro successiva liquidazione.

Ovviamente, i due periodi appena menzionati, sono preceduti da una fase detta di *fundrasing*, che dura da un minimo di sei ad un massimo di ventiquattro mesi, nella quale si raccolgono i fondi necessari per poter passare al periodo di investimento. A sua volta, il *fundrasing* può essere suddiviso in varie fasi[35]:

- nella prima si procede all'identificazione del mercato *target*, individuando i mercati più appetibili per la raccolta dei fondi;

[33] Oltre alle SGR, in Italia, svolgono il ruolo di fondi di *private equity* anche fondi di gestione esteri (aventi sede spesso in Paesi fiscalmente vantaggiosi quali Lussemburgo, Cipro, Malta, ecc…).
[34] Raffaelli E.A. (a cura di), *Antitrust tra diritto nazionale e diritto europeo*, Atti del X Convegno Antitrust del 17-18 Maggio 2012, Giuffrè, Milano, 2013 (*e*-book).
[35] Gervasoni e Sattin parlano di sette fasi in Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital…Op. Cit.,* p 71.

- la seconda è quella di pre-marketing; è molto importante, infatti, scegliere i primi investitori cui rivolgersi e, dopo di essi, si cerca di attrarne altri di dimensioni maggiori. Vi sono, poi, alcuni soggetti, cosiddetti *gatekeepers*, che per i fondi chiusi di piccola dimensione rappresentano, spesso, l'unica via per accedere ad alcuni mercati localizzati geograficamente distanti dal proprio. Questi soggetti, infatti, sono consulenti, gestori di portafogli di fondi e *manager* di grandi investitori istituzionali, per cui trovare accoglienza presso alcuni di essi può attirare altri potenziali investitori, fungendo da "garanzia", visto che si tratta di soggetti con consolidata esperienza, che operano mediante rigorose e standardizzate procedure di *due diligence*;
- nella fase successiva si ha la strutturazione del fondo che riguarda l'aspetto tecnico, oltre che quelli legale e fiscale;
- nella quarta si provvede all'informazione degli eventuali investitori divulgando, con un documento di presentazione (*placement memorandum*), le esperienze passate dell'operatore e soprattutto le sue *performance*. Il documento deve contenere anche una palese dichiarazione di intenti circa le strategie che si intendono adottare per il mantenimento ed il miglioramento dei risultati conseguiti;
- nella quinta fase si incontrano i potenziali investitori che decideranno se aderire al fondo;
- nella sesta si prepara la documentazione legale, ossia si predispongono tutti gli atti e i contratti necessari all'uopo;
- infine, nella settima fase si ha la chiusura del *fundrasing*. La raccolta è terminata[36].

Da un punto di vista giuridico/strutturale, il fondo può assumere la classica forma di fondo di investimento, ovvero di patrimonio separato rispetto a quello della SGR. Nel contesto italiano, tali intermediari assumono la forma di fondi mobiliari chiusi, istituiti e disciplinati dalla Legge 14 agosto 1993[37], n. 344, successivamente modificata

[36] AIFI, *Raccolta*, (2016), all'indirizzo https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/raccolta/

[37] La Legge 14 agosto 1993, n. 344, che per prima regolò i fondi chiusi mobiliari, fu promulgata esattamente dieci anni dopo la prima disciplina dei fondi comuni d'investimento aperti (L. 23 marzo 1983 n. 77).

dal Decreto Legislativo 21 novembre 1997 n. 461 e dal Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58[38].

Il fondo di tipo chiuso costituisce un patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, oltre da quello di ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione. Non è possibile ammettere sul fondo le azioni dei creditori della SGR, mentre sono ammesse le azioni dei creditori dei singoli partecipanti, però limitatamente sulle quote di partecipazione di questi ultimi. Le caratteristiche essenziali del fondo mobiliare chiuso di *private equity* sono le seguenti:

- il fondo ha una struttura chiusa, poiché da un lato, l'ammontare del fondo ed il numero delle relative quote è fissato nel momento in cui il fondo viene costituito, mentre dall'altro, il rimborso delle quote interviene alla scadenza della durata del fondo;
- gli importi sottoscritti non vengono versati all'atto della sottoscrizione, ma nel corso del tempo, a seconda delle esigenze di liquidità del fondo;

Vi sono varie e sostanziali differenze tra i fondi comuni di investimento di tipo aperto e quelli chiusi di *private equity*: innanzitutto nei fondi aperti l'investitore versa immediatamente il valore corrente delle quote che ha sottoscritto del Fondo, già investito nei diversi *assets*, e può corrispondere al gestore un'eventuale commissione di ingresso. La commissione di gestione, che può essere fissa o proporzionata all'andamento del *net asset value*, si aggiunge all'importo del valore delle quote sottoscritte. L'eventuale *capital gain* si realizza cedendo successivamente tali quote. Inoltre, gli investitori del fondi aperti possono chiedere il rimborso del proprio investimento, mentre quelli dei fondi chiusi devono aspettare che il termine del Fondo giunga a maturazione. Il gestore del fondo di *private equity*, pertanto, può attuare scelte di investimento che abbiano un orizzonte temporale più lungo. La frequenza del rimborso, dunque, funge da discrimine tra i fondi aperti e quelli chiusi. Infine, ai fondi aperti è vietato l'acquisto di azioni in misura tale da esercitare influenza sulla gestione

[38] Nuovissima enciclopedia di *Banca, Borsa e Finanza*, voce: *Private equity fund*, ASSONEB, 2009, all'indirizzo
http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21778-private-equity-fund-enciclopedia

di un'emittente, ai sensi dell'art. 6, comma 1, della Direttiva 2009/65/CE. La normativa italiana, poi, dispone un limite del 10% del totale dei diritti di voto per le società quotate e del 20% per quelle non quotate, fermo restando il divieto, per una SGR, di esercitare, tramite la totalità dei fondi aperti, il controllo o l'influenza notevole sulla società emittente[39].

Ben diverso è il fondo chiuso di *private equity* che, come anticipato nei precedenti paragrafi, può acquisire, nell'interesse degli investitori, partecipazioni di controllo nelle società *target*.

Per ciò che concerne la gestione dei fondi di *private equity* e di *venture capital*, il recepimento della Direttiva AIFM nell'ordinamento italiano, nel 2014, è stata l'occasione per rivedere la loro disciplina ed allinearla a quella dei gestori dei principali Paesi UE rimuovendo, così, gli ostacoli normativi alla raccolta ed all'investimento di capitali negli Stati membri dell'Unione.

Innanzitutto bisogna ricordare che una SGR può gestire sia FIA[40] che OICVM[41] e per questo le SGR sono state chiamate ad adeguarsi prontamente al fine di avviare o proseguire lo svolgimento dei propri servizi ed attività nei confronti di FIA, conformemente alle nuove norme[42]. Sulla base del nuovo assetto regolamentare, dunque, le SGR sono tenute ad adottare dispositivi di governo societario solidi e strutturati: ad esempio è richiesto che i processi decisionali e la struttura organizzativa siano specificati in forma chiara e documentata ed i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità siano di facile individuazione. Sono inoltre richiesti un efficace sistema di gestione del rischio dell'impresa, misure che assicurino che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto

[39] Ardizzone L., *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018, pp 5-6.
[40] I FIA sono definiti dalla Direttiva AIFMD: "*come qualsiasi organismo di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccoglie capitali da una pluralità di investitori, allo scopo di investirli conformemente ad una politica di investimento predefinita e a beneficio di tali investitori e che non sia già autorizzato in virtù della Direttiva UCITS IV*".
[41] Bisogna, tra l'altro, osservare che, nel caso in cui l'autorizzazione alla prestazione di gestione collettiva del risparmio sia stata inizialmente rilasciata ad una SGR limitatamente ad alcune tipologie di OICR (ad esempio OICVM) e il gestore intenda gestire anche FIA, la normativa di settore non richiede una nuova autorizzazione, bensì una comunicazione alla Banca d'Italia, dalla quale risulti che la SGR ha adeguato la sua organizzazione a quella prevista in materia di GEFIA, restando comunque impregiudicato il potere dell'Autorità di avviare un procedimento di ufficio di diniego.
[42] La separazione del patrimonio del FIA dal patrimonio della SGR costituisce un primo e fondamentale presidio contro eventuali abusi che il gestore potrebbe perpetrare, trovandosi ad operare in conflitto d'interessi..

esercizio dei propri compiti e l'assunzione delle relative responsabilità ed, infine, meccanismi di controllo interno volti a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli gerarchici e funzionali[43].

Per ciò che concerne le politiche per la gestione dei conflitti di interesse delle SGR il riferimento normativo principale è il Regolamento UE 231/2013. A norma dell'articolo 30 di detto Regolamento, per individuare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere nel corso della gestione del FIA, il GEFIA deve considerare se esso stesso, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con il GEFIA si trovi in una delle seguenti situazioni:

- è probabile che realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori;
- ha un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei suoi investitori o di un cliente o operazione realizzata per conto del FIA o di un cliente;
- ha un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare: – gli interessi di un OICVM, di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro FIA rispetto agli interessi del FIA; gli interessi di un investitore rispetto agli interessi un altro investitore o gruppo di investitori dello stesso FIA;
- esegue le stesse attività per il FIA e per un altro FIA, un OICVM o un cliente; o/e riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva di portafogli fornita al FIA, sotto forma di denaro, di beni o servizi, diverso dalle commissioni o competenze normalmente fatturate per tale servizio.

In Italia, l'ultima fonte normativa in materia di conflitti di interessi delle SGR è rappresentata dal documento *Atto di modifica del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis, del Testo Unico della Finanza*, del 27 aprile 2017. Le procedure e le misure previste per la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse sono volte a garantire che i soggetti rilevanti

[43] Arcangeli A., Bellavia G., Simmons & Simmons, *Gli impatti organizzativi della AIFMD sulle SGR,* Pubblicato in *Diritto Bancario*, il 25/11/2015 all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/gli-impatti-organizzativi-della-aifmd-sulle-sgr

impegnati in varie attività professionali che comportano un rischio di conflitto di interesse svolgano delle attività con un grado di indipendenza appropriato alla dimensione e alle attività del GEFIA ed alla significatività del rischio di danno agli interessi del FIA e dei suoi investitori[44].

[44] http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/principali-modifiche-regolamento-banca-d-italia-gestione-collettiva

Capitolo II

LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

Sommario: 2.1 Tipologie di investimento – *2.1.1 Le operazioni di management buy outs- 2.1.2 Le operazioni di leveraged buy out* - **2.2 Gli investimenti in *venture capital* – 2.3 Gli operatori – 2.4 Le fasi di *Origination, implementation, closing***

2.1 TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

Si suole classificare le principali tipologie di investimento dei fondi di *private equity* prendendo come parametro di riferimento il ciclo di vita dell'impresa da finanziare, anche se una classificazione puntuale non può più essere fatta compiutamente, giacché la crescente complessità degli stadi del moderno sviluppo aziendale non consente di delineare confini netti e ben definiti tra essi. La classificazione di base si suddivide in: operazioni di finanziamento all'avvio dell'impresa (*early stage financing*) quindi di *venture capital*, che si può definire un sotto-segmento del *private equity*; operazioni di finanziamento dello sviluppo (*expansion o development capital*) e operazioni di finanziamento per il cambiamento (*buy out*). Queste ultime sono le più frequenti ed intervengono in una fase matura del ciclo di vita di un'impresa. Le due fattispecie più rilevanti tra le operazioni di *buy out* sono i *management buy outs* (MBOs) e i *leveraged buy outs* (LBOs). Tra le tipologie di investimento appena esposte si può affermare che quelle di *venture capital* siano le più rischiose, ma anche le più remunerative dei capitali investiti[45].

Tralasciando di approfondire le tipologie di investimento in *venture capital*, che esulano dalla ricerca di questo lavoro, è utile spostare il *focus* sulle operazioni di finanziamento dello sviluppo e del cambiamento.

[45] Rigamonti G., *Private equity*. *Operazioni e tipologie di investimento*, all'indirizzo http://www.mercatieinvestimenti.it/2014/07/private-equity-operazioni-e-tipologie-di-intervento/

Per prima cosa, però, devono essere evidenziate le differenze, per l'impresa, tra capitale di debito, e dunque finanziamento tradizionale, e capitale privato, ossia finanziamento da fondi di *private equity*. La prima differenza saliente è che, mentre il capitale di debito, essendo una fonte rigida di finanziamento, prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa, dai suoi risultati economici, il capitale *private* non prevede scadenze di rimborso e il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa. La seconda differenza risiede nella corresponsione regolare di interessi prestabiliti dovuti al capitale di debito che non seguono i risultati aziendali. ma devono essere versati alle scadenze prefissate, con conseguenze più o meno gravi per eventuali irregolarità e ritardi nel rimborso, sia della sorta capitale che degli interessi. Il capitale proveniente da investimenti di *private equity*, invece, è remunerato non con interessi, né a scadenze prestabilite contrattualmente, ma, come si è già avuto modo di esporre, dalla crescita di valore dell'impresa e dal suo successo, una volta che la situazione ed i tempi siano maturi per il disinvestimento. Infine, il capitale di debito non fornisce alcuna assistenza all'impresa, se non di tipo meramente accessorio al finanziamento, mentre l'investitore, nel secondo caso, diventa un *partner* che apporta consulenza strategica e finanziaria e quindi contribuisce al successo dell'impresa, poiché egli deve necessariamente perseguire questo obiettivo. Basta essere "appetibili" sul piano della crescita per accedere al finanziamento da un fondo di *private equity*, mentre per accedere al finanziamento tradizionale, a causa della rigidità, si richiedono all'imprenditore precise garanzie e generazione di *cash flow*[46].

I fondi di *private equity* sono in grado, a differenza del canale bancario, di supportare lo sviluppo di un'impresa anche allorquando i fondamentali economici di essa non siano ancora consolidati, poiché questi operatori alternativi alle banche sono generalmente avvezzi ad integrare le informazioni storiche relative alle *performances* aziendali con altre di natura qualitativa ed inoltre, possiedono quella cultura tale da

[46] Federico D., *L'attività di private equity*, (2014), all'indirizzo www.economia.unical.it/test/diritto/collegamenti/15.ppt

permettere loro di valutare ed apprezzare un piano industriale dove siano formalizzate strategia e previsioni aziendali[47].

L'attività di *private equity* non è condizionata né dalle dimensioni delle imprese nelle quali si decide di investire, né dalla loro specializzazione settoriale.

Nelle fasi susseguenti all'avvio di un'impresa può intervenire l'operatore di *private equity* con le tipologie di investimento che seguono.

La prima delle tipologie è l'*expansion financing*, termine che ricomprende tutti gli interventi nel capitale di rischio effettuati a sostegno di iniziative imprenditoriali già sviluppate e che, per svariati motivi, intendono avvalersi della collaborazione di un fondo di *private equity* per consolidarsi, svilupparsi ulteriormente, oppure accedere alla quotazione in borsa. In questa tipologia di investimento, l'impegno dell'investitore è favorito dall'esistenza di una serie di dati delle fasi precedenti, poiché, esso interviene in un ciclo di vita nel quale le imprese possiedono una "storia aziendale" e sono in grado di fornire ai potenziali investitori, oltre ad informazioni di tipo previsionale, anche di tipo storico. Si tratta di informazioni molto utili per il futuro investitore ai fini di una valutazione sulle potenzialità dell'azienda *target*, in quanto la presenza di una storia aziendale ed il superamento della fase di avvio dell'impresa consentono, anche ad operatori che non abbiano avuto precedenti esperienze dirette del settore merceologico specifico nel quale opera la società, di poter compiere una valutazione in merito al potenziale investimento ed ai ritorni che ne possono derivare[48].

Le operazioni di *expansion financing*, note anche come operazioni di *development capital* o *expansion capital*, sono rivolte a sostenere i piani di crescita delle imprese per linee interne, come ad esempio il lancio di una nuova linea di produzione, la penetrazione in nuovi mercati, o per linee esterne, con acquisizioni, attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale o di un prestito obbligazionario convertibile, finalizzato ad acquisire generalmente una quota di minoranza della società[49].

---

[47] Mazzoleni A., *Il finanziamento dell'impresa. La scelta tra debito e capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2016, pp 20-21.
[48] Baseggio L. (a cura di), *Finanza d'impresa al bivio*, FrancoAngeli, Milano, 2004, pp 107 ss.
[49] Nuovissima Enciclopedia di Banca, Borsa e Finanza, Voce: *Expansion financing*, Assonebb, 2009, all'indirizzo http://www.bankpedia.org/index.php/it/99-italian/e/20058-expansion-financing-enciclopedia

Tale tipologia di operazioni determina un potenziamento dell'impresa, non solo di tipo finanziario, dato l'apporto di risorse che esso determina, ma anche di tipo manageriale/strategico: la presenza di un investitore istituzionale, seppur di minoranza, implica la condivisione di obiettivi strategici, che si manifesta nella definizione congiunta di un *business plan* che identifichi le linee di crescita dell'impresa, presupposto dell'operazione, e un confronto tra i soci su problematiche di natura strategica e finanziaria, lasciando invece al socio imprenditore la gestione corrente della società al fine di raggiungere gli obiettivi definiti.

Per Donativi, un fondo di *private equity* richiede necessariamente l'investitura di diritti di *governance*, non certo perché esso persegua un disegno di tipo industriale, ma per due precise ragioni: innanzitutto perché il fondo si accolla un rischio d'impresa che è estraneo a tutte le tipologie di finanziamento ordinario, poi perché la remunerazione del capitale investito è data da un'aspettativa di elevato *capital gain*, la quale presuppone che nell'arco temporale negoziato si realizzi un significativo incremento di valore della società partecipata. Ciò, a sua volta, presuppone che l'amministrazione della società medesima sia avvenuta nel rispetto di una logica continuità con la gestione pregressa, su cui il fondo di *private equity* ha fatto affidamento, di elevati standard qualitativi, nonché di un *business plan* prenegoziato almeno nelle sue linee strategiche fondamentali[50].

Pertanto, al fondo, dai soci o dal socio di maggioranza della società *target*, devono essere riconosciuti il diritto di sorvegliare l'amministrazione della società, anche inserendo nel *management* persone di propria fiducia, il diritto di influire sulle decisioni strategiche dell'impresa e quello di attivare meccanismi negoziali che consentano il disinvestimento (*exit*) entro un dato periodo di tempo[51].

L'intervento di *expansion financing* può fornire nuove opportunità di crescita, attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni o *joint-venture* con altre imprese; si è detto che le operazioni di *buy out* sono le più frequenti, rappresentando la categoria più importante dell'attività di *private equity*, almeno in termini di ammontare investito

[50] Donativi V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, Borsa, tit. cred.* 2008, I, p 207.
[51] Mazza G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Egea, Milano, 2017, pp XV ss.

e che le due fattispecie più rilevanti tra esse sono i *management buy outs* (MBOs) e i *leveraged buy outs* (LBOs)[52]. Esse saranno oggetto di approfondimento nei due sottoparagrafi che seguono.

2.1.1 LE OPEAZIONI DI MANAGEMENT BUT OUTS

Con il termine *management buy outs* si definiscono le operazioni il cui scopo è il cambiamento totale della proprietà di un'impresa, a favore di *manager* interni ad essa. Queste particolari operazioni sono una delle principali aree di intervento degli operatori nel capitale di rischio in cui un *manager* interno alla società ne acquisisce la proprietà. Spesso, queste operazioni sono finalizzate al *delisting*, cioè alla revoca della società dalle negoziazioni di Borsa. Il soggetto interessato, mediante il lancio di un'OPA, acquisisce i titoli disponibili sul mercato in misura tale da consentirgli il *delisting* ed utilizza le sue conoscenze e capacità al fine di migliorare l'azienda e prepararla alla susseguente cessione o ad un nuovo approdo in Borsa[53].

Le operazioni di MBOs rientrano nella categoria del *Leveraged Buy Out*, ossia acquisizione attraverso debito, attuati dal *management* della società *target*. Quest'ultimo, per portare a termine l'operazione, ha bisogno di un *financial sponsor* e può rivolgersi alle banche, ma può essere anche affiancato da co-investitori che apportano capitale di rischio, tra cui i fondi di *private equity*, che entrano a far parte della compagine societaria nell'orizzonte temporale di medio lungo termine che caratterizza tutte le tipologie di investimento di questi operatori[54].

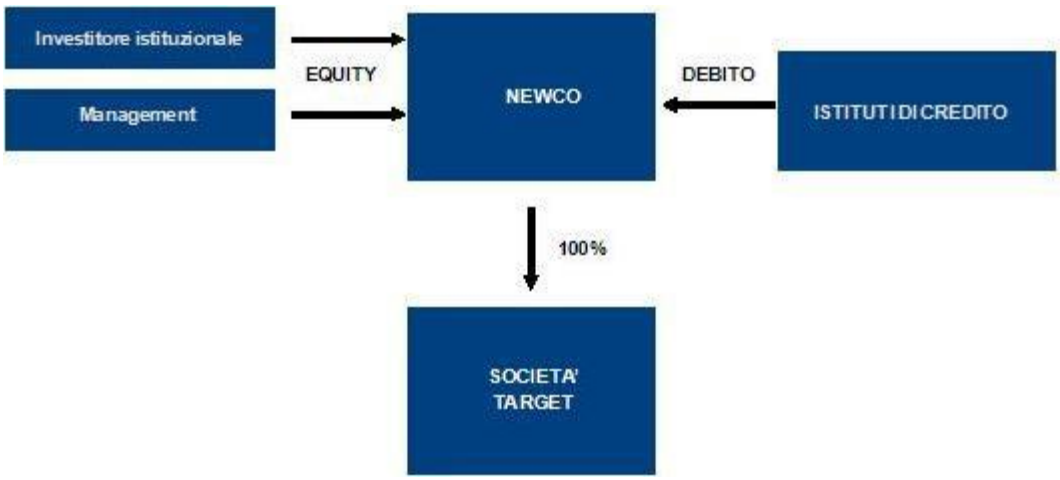
Per i *manager* interessati all'operazione di MBO, l'avere come finanziatore un fondo di *private equity* può rappresentare un indubbio vantaggio, rispetto ad un finanziatore tradizionale, poiché i *manager* che si accingono a compiere questa

[52] Gervasoni A., Sattin F., *Private equity… Op. cit*., p 67.
[53] Glossario di Borsa Italiana, voce *Management buy out*.
[54] Gianfelice E., *L'operazione di MBO porta il Management Team alla guida della Società*, ODCEC, 22 febbraio 2010, p 3.

operazione devono operare un cambiamento sostanziale prima di tutto su se stessi, dovendo passare da *manager*, e comunque da dipendenti della società che vogliono acquisire, ad imprenditori e questa transizione può essere difficoltosa. Il fondo di *private equity*, invece, apportando un *know how* di grande rilievo, giacché non si limita a finanziarli, ma affianca i protagonisti del cambiamento, può favorire e supportare tale transizione garantendo il successo dell'operazione. D'altro canto, il MBO, essendo posto in essere da controparti che già si conoscono ed hanno una chiara visione della realtà aziendale è un'operazione semplificata, con la quale, tra l'altro, si mantiene una continuità nella gestione dell'impresa che i manager conoscono già a fondo, e questo rappresenta un vantaggio per il fondo di *private equity*.

La struttura dell'operazione di *management buy out* si attua molto spesso con il concorso, nel finanziamento dell'acquisizione della società *target*, di un *mix* di *private equity*, fornito dall'investitore istituzionale per la maggior parte e dal *management* in misura minoritaria, e anche da debito, generalmente fornito da uno o più istituti di credito, in base all'entità dell'importo da finanziare, come risulta dal grafico sottostante.

Grafico n. 1



Fonte **http://www.bankpedia.org**

Viene, pertanto, costituito un nuovo veicolo societario, detto *Newco*, appunto una nuova società che viene dotata di risorse tali da permettere l'acquisto del 100% della società *target*. Successivamente, la *Newco* sarà fusa nella società *target*, che in tal modo assumerà l'entità del debito utilizzata per l'acquisizione e dovrà ripagare l'onere per interesse con i *cash flow* che produrrà. Rispetto alle operazioni di *expansion financing*, le regole di *governance* tra gli azionisti assumono un rilievo inferiore, poiché l'investitore istituzionale acquisisce la totalità o la maggioranza del capitale. La presenza di leva finanziaria, utilizzata per massimizzare il ritorno dell'investitore, rappresenta un ulteriore fattore di rischio, che va ad aggiungersi a quelli tipici delle operazioni di *private equity*. Per questo, per tale tipologia di operazione, l'impresa *target* deve possedere una buona capacità reddituale, in termini di EBITDA, onde poter ripagare gli oneri per interessi[55], nonché il debito contratto[56].

2.1.2 LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUTS

Il *leveraged buy out* è una tecnica di acquisto di una partecipazione totalitaria o di controllo di una società, o di un ramo d'azienda, che fa ricorso al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto. In associazione ai meri interventi finanziari, o addirittura in sostituzione di essi, vi possono essere investimenti in capitali di rischio, in particolare da fondi di *private equity*, indiscussi protagonisti di operazioni di LBOs in tutto il mondo. L'intervento del fondo comporta, tra i vantaggi, anche quelli di trasmettere un messaggio positivo alla comunità economico-finanziaria, data la tipologia di intervento orientata al capitale di rischio, e un uguale messaggio in virtù del contributo che verrà dato dal fondo alla gestione manageriale.

A ben vedere, l'intervento di un fondo di *private equity* in siffatte operazioni potrebbe apparire contraddittorio, ove si consideri la sua *mission* di investire in imprese a veloce, nonché elevata crescita di valore e sicuramente le tipologie delle

[55] Per il capitale di debito, dato l'alto livello di rischio di queste operazioni, le banche sono solite richiedere tassi di rendimento più elevati rispetto a quelli di mercato.

[56] http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18868-buyout-enciclopedia

imprese *target* di LBO sono caratterizzate da uno sviluppo moderato e da un settore di appartenenza abbastanza maturo. Tuttavia, il fondo di *private equity*, pur allontanandosi dalla sua originale *mission* istituzionale, riconosce l'alta possibilità di lucro che tali operazioni possono comportare, in virtù della leva finanziaria, che consente di innalzare il valore del proprio investimento. Per questo, i fondi di *private equity*, come anticipato, sono diventati promotori e protagonisti indiscussi delle operazioni di LBOs. Il fondo fa il suo ingresso nella *Newco* costituita *ad hoc*, dopo aver valutato la quota da apportare in relazione alle capacità di *performance* del socio industriale[57].

In Italia, fino al 2004, anno della riforma del diritto societario ad opera dei D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, entrato in vigore dal 1° gennaio 2004, il *leveraged buy-out* non era consentito a norma dell'articolo 2358 del codice civile[58] che vietava tassativamente di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di azioni proprie. Con la riforma del diritto societario questo divieto è venuto meno, tuttavia sono state imposti alcuni importanti adempimenti: gli amministratori delle società interessate all'operazione sono tenuti a predisporre un *business plan* economico e finanziario accompagnato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza[59].

Prima della Riforma, in Italia. si era acceso un dibattito dottrinario e giurisprudenziale circa la liceità delle operazioni di LBO. Per parte della dottrina, che interpretava in senso estensivo il concetto di *assistenza finanziaria*, la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento si poneva in contrasto con l'art. 2358 c.c., poiché la *Newco*, per acquistare le azioni della società *target*, assumeva un debito da ripagare successivamente non da sé, ma dalla *target* stessa. Secondo un'altra parte della dottrina, che invece interpretava in senso restrittivo il medesimo concetto di *assistenza finanziaria* di cui all'art 2358 c.c., non vi sarebbe stato alcun contrasto tra questo tipo di fusione e il divieto imposto dalla suddetta norma, interpretando la nozione di *assistenza finanziaria* solo come concessione di garanzie accordate direttamente allo

[57] Tartaglia E., *Leveraged Buy Out*. *Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, Rimini, 2009, pp 66-67..
[58] Art. 2358 c.c.: "*la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*. *La società non può neppure tramite società fiduciaria o per interposta persona accettare azioni proprie in garanzia*".

[59] Redazione di Borsa italiana, *L'acquisizione attraverso debito*, all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm

sponsor. In altri termini, la società *target* offriva solo la garanzia generica, ovvero il suo patrimonio, confluente nella *Newco*, in quanto la fusione comporta la riduzione ad un'unica unità dei patrimoni. Così opinando, il patrimonio della società *target* forniva una garanzia generica del credito del finanziatore solo perché diveniva parte del patrimonio della società incorporante, sua debitrice. La giurisprudenza aveva adottato, per lo più, quest'ultimo orientamento, pur affermando che vi fosse bisogno di valutare, caso per caso, se potesse sussistere o meno l'intento elusivo del divieto ex art. 2358, determinando l'illiceità dell'operazione di LBO. Con l'introduzione dell'art. 2501 *bis*, sempre ad opera del D.lgs n.6/2003, la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è lecita, purché siano rispettati alcuni requisiti procedurali indicati dalla legge e posti a tutela della trasparenza dell'operazione al fine di evitare usi speculativi o abusivi di tale istituto: "*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 [...] deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. La relazione (degli amministratori) [...] 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 [...], attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. [...]"

Si tratta di una normativa inderogabile e non è consentito rinunciare, nemmeno all'unanimità, alle relazioni degli amministratori (art 2501 *quinquies*), né a quelle degli esperti, così come disposto dall'art. 2501 *sexies*. Inoltre, anche l'art 2358 ha subito modifiche ad opera del D.lgs 142/2008 che ha mitigato il divieto di assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie.

In Europa, invece, le prime operazioni di LBO si ebbero già negli anni Ottanta, e nel decennio successivo si assistette ad una loro crescita esponenziale, che vide il culmine intorno all'anno 2000. Con il nuovo millennio, però, gli operatori indirizzarono i loro investimenti verso operazioni più consistenti e di più grosse dimensioni, diminuendo il numero di operazioni. Quest'ultima tendenza ha preso

piede sia in Europa che negli Stati Uniti e le operazioni di più grandi dimensioni (500 milioni di euro) dal 2000 in poi sono state la maggioranza (oltre il 60%) nel continente europeo, mentre nel Regno Unito, pioniere in Europa del LBO, si è manifestata un'inversione di tendenza, con un più alto numero di acquisizioni, ma con un minore ammontare del capitale complessivamente investito[60]

2.2 GLI INVESTIMENTI IN *VENTURE CAPITAL*

"*I consider private equity and venture capital as opposites. In private equity, you start with the numbers, and then you try to fit everything into the numbers. In venture capital, you start with people, and then you try to figure out what numbers you can make*".

Mark Kachur, CEO di *CUNO Inc*., dal 1994 al 2003

Modigliani e Miller, nel 1958, dimostrarono che, nell'ipotesi di un mercato di capitali perfetto, esiste sempre una fonte di finanziamento disponibile per progetti che creino valore e che il valore di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria[61].

Arrow[62], nel 1962, teorizzò che le asimmetrie informative tra impresa e finanziatori esterni, *ex ante* ed *ex post*, erano in grado di generare equilibri inefficienti nel mercato dei capitali. Successivamente,

Stiglitz e Weiss[63] dimostrarono che, in presenza di tali asimmetrie, il capitale, rispettivamente di debito e di rischio, proveniente da finanziatori esterni all'impresa è

[60] Gervasoni A., Sattin F., *Private equity…Op. cit*., p 109.
[61] Quello che è passato alla storia come *Teorema di Modigliani & Miller*, quale pietra miliare della teoria finanziaria, fu reso noto dai due studiosi, entrambi premi Nobel per l'economia, rispettivamente nel 1985 e nel 1990, nell'articolo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, pubblicato in *American Economic Review*, vol. 3, n. 48, nel giugno 1958.
[62] Arrow K.J., *The Economic Implications of Learning by Doing*, in *Review of Economic Studies*, vol. 29, 1962.
[63] Stiglitz J. E Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *American Economic Review*, vol 71, 1981.

sempre razionato e che molti investimenti non sono finanziati in equilibrio. Concentrando l'attenzione sull'effetto del razionamento del capitale sulle scelte di investimento dell'impresa, i modelli sulle asimmetrie informative prevedono che il capitale esterno, proveniente da finanziamenti esterni all'impresa, e quello interno, proveniente dall'attività dell'impresa, non siano perfetti sostituti, generando, così, una sorta di gerarchia di finanziamento, per la quale le imprese utilizzano, ove possibile, l'autofinanziamento e solo dopo un certo periodo di tempo dall'avvio, raccolgono capitale esterno, di debito o di rischio. Le imprese che non generano sufficienti *cash flow* per finanziare i propri investimenti devono ricorrere a finanziatori esterni, tuttavia il maggior costo di questa necessaria opzione provoca, in equilibrio, un sotto-investimento.

Il *venture capital* interviene prima, poiché offre capitale di rischio ad imprese non quotate, con alte potenzialità di crescita e che si trovino nella prima fase del ciclo di sviluppo o che addirittura siano ancora da costituire. Così come si è detto per il *private equity* in generale, l'intervento dell'operatore è a medio lungo termine e non è solo di natura finanziaria ma anche gestionale, giacché esso è direttamente coinvolto nella conduzione dell'impresa partecipata. L'investitore seleziona il progetto in base alle prospettive di crescita dimensionale e reddituale ed anche in base alla potenzialità di espansione del mercato di riferimento. Tra tutte le proposte di investimento, circa la metà viene scartata al primo contatto, circa un terzo viene abbandonato dopo averne accertato l'infondatezza tecnica e di mercato o l'inadeguatezza dell'imprenditore, e della restante parte solo l'1, il 2% diventa oggetto di investimento. Settori come il *biotech*-farmaceutico e l'*hitech,* l' *Ict*. la *robotica* sono tra quelli su cui più si concentrano gli investimenti di *venture capital*[64].

Il fondo di *venture capital*, che può essere privato, pubblico o misto, è una forma d'investimento ad alto rischio, ma che può anche dare un'ottima remunerazione del capitale investito. È il tipo di finanza alternativa cui si rivolgono le *startup*, imprese che per loro natura hanno un'alta percentuale di fallimento, ma che se riescono ad avere successo, garantiscono ai loro investitori degli *exit* che li ripagano largamente, anche di quanto hanno perso investendo in imprese poi fallite.

[64]Cicchetti A. (a cura di), *Ricerca scientifica e trasferimento tecnologico*, FrancoAngeli, Milano, 2007, pp 182-183.

Le persone che costituiscono o gestiscono un fondo *venture capital* sono detti *venture capitalist* e si differenziano dai *business angels* che investono nelle *startup* le proprie risorse finanziarie[65]. In Italia, i fondi di *venture capital* devono avere la struttura giuridica di SGR. Secondo l'AIFI, il concetto di *venture capital* negli scorsi decenni ha acquisito connotazione differente tra gli Stati Uniti e l'Europa: il significato standard è quello americano, ritenendo il *venture capital* un "fratello" del *private equity*, dal quale si differenzia perché si occupa di quell'area molto specifica che è l'investimento *early stage*, cioè l'insieme dei finanziamenti (*seed financing* e *startup financing*) a sostegno di imprese innovative ad alto potenziale di crescita nei primi stadi del loro ciclo di vita[66].

Il 19 Dicembre 2017, la Relazione annuale del Ministero dello Sviluppo Economico presentata al Parlamento sulle *startup* innovative italiane ha evidenziato che, nonostante gli sforzi del Governo sul piano normativo, l'ecosistema *startup* italiano non raggiunga ancora le dimensioni che ha raggiunto in molti altri Stati membri UE. Al 30 giugno 2017, le *startup* innovative italiane erano 7.398. In un solo anno sono aumentate di 1456 unità (+24,5%) e, aggiornando il dato a dicembre, le iscritte arrivano a 8315, con Milano che si conferma il primo *hub* di *startup* del Paese. Tuttavia, le *startup* innovative rappresentano ancora una frazione limitata delle società di capitali attive in Italia, pari allo 0,67% e non ricevono i finanziamenti necessari alla loro espansione, come avviene negli altri Paesi. Infatti, in merito ai finanziamenti alle *start up*, nella Relazione si legge: *"'Il finanziamento di queste realtà da parte del venture capital, seppur in crescita tendenziale, appare ancora modesto rispetto ai risultati raggiunti da altre economie europee"*[67]

---

[65] I *business angels* rappresentano una categoria di investitori informali, che investono in nuove iniziative imprenditoriali senza partecipare ad un fondo di *venture capital*, preferendo un approccio pratico, con intervento diretto sull'iniziativa. Negli Stati Uniti il fenomeno è molto diffuso e i *business angels*, generalmente, si associano in gruppi di dieci, quindici investitori privati che si riuniscono periodicamente per valutare nuove iniziative. L'Associazione ACA (acronimo di *Angel Capital Association*) racchiude oltre trecento *Angel Group* che condividono *best pratice*, *network* e dati relativi agli investimenti. Tali investimenti si aggirano intorno ai cinquecento-settecentomila dollari e un gruppo dispone, in media, di trenta-quaranta milioni di dollari da investire in sessanta-settanta iniziative.

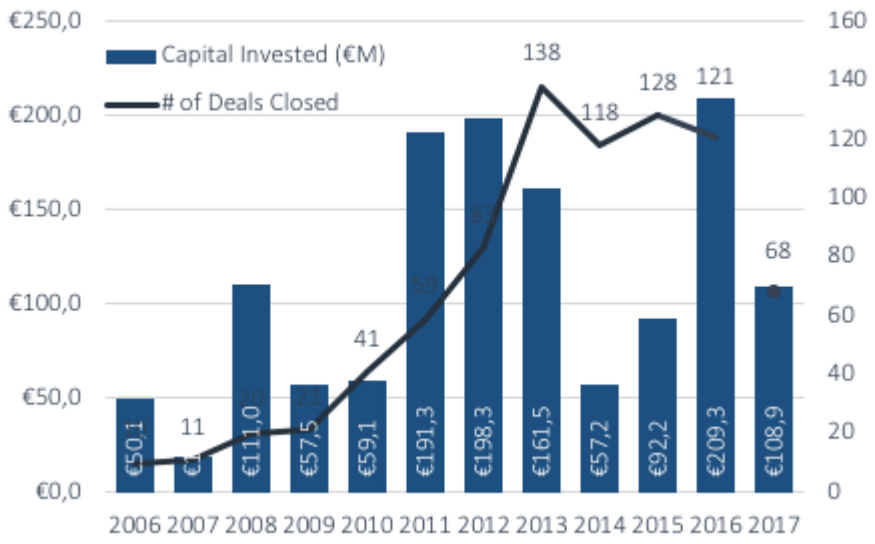
[66] Redazione di *Startup Business*, *Cos'è il venture capital e come funziona,* pubblicato il 30 aprile 2018 all'indirizzo https://www.startupbusiness.it/cose-il-venture-capital/88667/

[67] Calenda C., *Relazione annuale al Parlamento su start up e PMI innovative*, 2017, all'indirizzo http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/startup_relazione_annuale_al_2017.pdf

L'*European Venture Capital Report* di *Pichbook*[68] del 2017 ha evidenziato che dai 98 milioni di euro raccolti in Italia nel 2015 si è passati a 162 milioni nel 2016, mentre in Europa, compresi Regno Unito ed Irlanda, sono stati raccolti circa sette miliardi di euro. Per l'Italia il 2017 è stato un anno di forte contrazione per gli investimenti in *venture capital* con un valore del totale investito pari a 108,92 milioni di euro contro i 209,32 che *Pitchbook* rilevò nel 2016, come dimostrato nel grafico sottostante.

Anche il numero dei *deal* si è contratto, passando da 121 nel 2016 a 68 nel 2017. La gran parte dei *deal* ha avuto un valore medio inferiore ai cinquecentomila euro, mentre nessuno di essi ha superato la soglia dei venticinque milioni e solo uno ha superato quella dei 5 milioni di euro.[69]

***Grafico n. 2* – Il Venture capital in Italia**



***Fonte* https://www.startupbusiness.it**

La *Dealroom.co*, una società specializzata nell'analisi degli investimenti che ha raccolto i dati dei *venture capital* più attivi in Europa, ha stilato una breve classifica dei principali fondi attivi in Italia e dei loro investimenti in *startup*, i primi quattro tra essi sono:

[68] *Pichbook*, società che si occupa di *software* e dati finanziari, ha sedi a Seattle, New York, San Francisco e Londra e, annualmente, produce un'analisi dettagliata sullo scenario del *venture capital* in Europa.
[69] https://www.startupbusiness.it/pitchbook-analizza-il-vc-europeo

1 - ***Innogest*** (Torino): è il primo fondo *venture* italiano con 130 investimenti in *startup*, 136 exit dal 2006 al 2017, ma che nella classifica europea è solo al centotrentesimo posto. Alcune delle *startup* in cui ha investito sono: *Prestiamoci* (*fintech* dedicata ai microprestiti), *Sardex* (moneta virtuale per scambio beni e servizi di aziende, recentemente inserita dal *Financial Times* tra le mille società che più crescono in Europa), e *Drexcode* (*e-commerce* che si occupa di noleggio abiti).

2 - ***P101*** (Milano), fondo attivo dal 2013, dieci round di investimento nel 2016 e una exit. Tra le *startup* in portfolio annovera *Borsa del Credito* (*peer-to-peer lending* per aziende), *Musement* (piattaforma online che aggrega tour, musei, attrazioni ed eventi) e *Musixmatch* (catalogo di testi di canzoni da tutto il mondo). Si posiziona al duecentosettantatreesimo posto nella classifica europea con una disponibilità di settanta milioni di euro.

3 - ***United Venture*** (Milano): attivo 2013 ha una disponibilità di 70 milioni di euro e si posiziona al trecentoventisettesimo posto tra i fondi *venture* in Europa. Nel 2016 ha compiuto due investimenti e un'*exit*. Tra le *starttup* finanziate vi sono *MoneyFarm* (piattaforma di consulenza finanziaria online) e *Faceit* (piattaforma di *giochi online*).

4 - ***L-Venture Group*** (Roma): ha compiuto 2 *round* di investimento nel 2016 e una *exit* nel 2017. Nella classifica europea dei fondi di *venture capital* si trova al trecentotrentottesimo posto.

In Italia, comunque, il mercato del *venture capital* è molto giovane, ed inoltre, secondo i dati di AIFI, vari operatori italiani, nel 2017, erano in fase di *fundraising* e quindi non hanno chiuso investimenti. Un secondo fattore che potrebbe avere influenzato la classifica del mercato italiano del *venture capital* è che alcuni operatori hanno preferito investire in operazioni di *follow up*, cioè *round* di finanziamenti

successivi al primo, sicuramente con un margine di sicurezza più elevato rispetto agli investimenti *initial*, cioè su nuove aziende[70].

L'Italia, per il ritardo che presenta nell' espansione di un sistema di *venture capital*, sconta anche il fatto di non riuscire a svincolarsi dal sistema bancocentrico, giacché il sistema finanziario italiano ruota intorno ad un sistema bancario che è assolutamente centrale per ciò che concerne la circolazione dei capitali[71].

Il sistema creditizio italiano può essere definito quale "modello bancocentrico" (*bank-oriented*), poiché è caratterizzato da legami stabili e duraturi tra banche ed imprese e da un elevato grado di indebitamento delle seconde nei confronti delle prime. Nei Paesi anglosassoni, al contrario, è sempre esistito un modello *market-oriented* in cui il ricorso al finanziamento bancario è marginale. In Italia, ma anche in molti Paesi dell'Europa continentale e in Giappone, il debito bancario è stato storicamente preferito, rispetto a quello obbligazionario, o al reperimento di capitale di rischio in generale, non solo dalle imprese piccole, medie o grandi ed in momenti di *financial distress*, ma persino dalle *start-up*[72].

2.3 GLI OPERATORI DI *PRIVATE EQUITY* IN ITALIA

Gli operatori di *private equity* sono gestori professionali che, utilizzando fondi affidati loro da terzi quali privati, fondi pensione, istituzioni finanziarie, assicurazioni

[70] Redazione di *Affari Italiani - MEDIATECH*, *Venture capital e startup, i fondi di investimento più attivi nel 2017*, pubblicato il 21 dicembre 2017, all'indirizzo http://www.affaritaliani.it/mediatech/venture-capital-i-fondi-di-investimento-piu--attivi-del-2017-516190.html

[71] Rija M., *Il ruolo del venture capital…, Op. cit.*, p 23.

[72] Nel sistema *bank oriented* , il mercato borsistico è rimasto a lungo marginale e poco efficiente. Il modello tipo del sistema *bank oriented* è rappresentato, storicamente, dalla Germania, Paese in cui la crescita delle imprese risale al 1850, con i notevoli investimenti nelle costruzioni della rete ferroviaria e dove, a partire dalla Prima Guerra mondiale, i gruppi conglomerati di imprese, poterono crescere rapidamente grazie ai finanziamenti a lungo termine. L'esperienza tedesca fu imitata da Italia, Svizzera, Spagna, Svezia ed anche dal Giappone. Il confronto tra i due modelli evidenzia i limiti di efficienza e trasparenza del modello *bank oriented*, caratterizzato da scarse informazioni, poiché dominato da potenti istituzioni, quali appunto le banche. Al contrario, il modello *market oriented* si caratterizza per operare su mercati liberi e concorrenziali e per la trasparenza degli affari societari, nonché per le strutture regolamentate per la protezione degli investitori.

ecc., acquisiscono partecipazioni in aziende generalmente non quotate. L'obiettivo di questi soggetti è quello di restituire ai propri investitori il capitale impiegato maggiorato di un consistente *capital gain* – tipicamente restituire 2,5 volte il capitale investito – in un periodo di tempo medio-lungo che va, approssimativamente, da tre a dieci anni[73].

A partire dal 2004, il numero degli operatori, in Italia, è sempre cresciuto, anche a seguito della crisi economico-finanziaria originatasi negli Stati Uniti alla fine del primo decennio del 2000, che ha prodotto un incremento del 20% del numero degli operatori solo nel periodo che va dal 2006 al 2010[74].

Secondo i dati diffusi dall'AIFI, alla fine del 2010 operavano 188 soggetti, principalmente SGR, *country funds*[75] e fondi paneuropei[76] che complessivamente rappresentavano il 78% degli operatori attivi. Altre tipologie di operatori presenti sul mercato italiano, seppure in minor percentuale rispetto al totale, sono le banche italiane i fondi *early stage* e gli operatori regionali e pubblici[77].

In merito alle *performance* degli operatori di *private equity* in Italia, secondo l'analisi "*From Inception*" diffusa da AIFI, si è evidenziato che il mercato del *private equity* sia composto per il 90% circa da operatori rientranti nella categoria *Country Fund*/SGR. Si evidenzia, inoltre, che i fondi paneuropei si concentrano in Italia su poche operazioni, ma di grande dimensione. In termini di volumi di investimento, nel 2017, i fondi paneuropei sono stati la categoria di fondi che ha investito maggiormente in termini relativi, attestandosi a circa il 54% del totale *Cash Out*. In termini di rendimenti, i *Country Fund*/SGR hanno registrato una performance positiva e in lieve

[73] AA.VV.. *Il passaggio generazionale*, (a cura di) Lodi M.,Zanaboni M., Edicatt. Milano, 2014, p 163.
[74] Come evidenziato nel primo capitolo di questo lavoro, il *private equity* si espande nelle situazioni di crisi, giacché è ormai un dato di fatto inconfutabile che le migliori *performances* dei fondi di *private equity* siano riconducibili alle iniziative nate proprio nei momenti di recessione.

[75] Con l''espressione *country funds* sono definiti i fondi la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate all'interno dei confini nazionali. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 50 milioni e i 500 milioni di Euro.
[76] I fondi paneuropei sono quelli la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate anche oltre i confini nazionali, ma comunque entro i confini europei. Tipicamente essi hanno dimensioni comprese fra i 500 milioni e i 5 miliardi di Euro;
[77] Onesti T. et al, *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore*, FrancoAngeli, Milano, 2012, p 60.

aumento rispetto al 2016, ottenendo un rendimento del 10,5% nel 2017, contro il 7,0% del 2016[78].

I fondi di grandi dimensioni che operano in Italia sono:

- *Clessidra SGR*, nel 2018 ha annunciato il suo ingresso, con l'acquisizione del 100%, nella holding Scrigno, specializzata nella fabbricazione di porte scorrevoli e controtelai; altri investimenti di rilievo sono stati Roberto Cavalli, ABM Italia e Nexi.

- *Investindustrial*, che ha operato il rilancio di Ducati, entrato nei capitali di Gardaland, Chicco,Artsana.

- *Equinox investments* che annovera tra i soci Banca Intesa e le assicurazioni RAS e Toro.

- *Fondo Italiano di Investimento*, fondo di *private equity* istituzionale, che effettua investimenti nel capitale di rischio di PMI per supportarne crescita e sviluppo.

2.3 LE FASI DI *ORIGINATION, IMPLEMENTATION, CLOSING*

Ponendo in evidenza, preliminarmente, che non esiste una procedura unica e standardizzata che caratterizzi le operazioni di *private equity*, si può affermare che ogni operazione presenti delle sue peculiari caratteristiche e dunque un modo unico di essere condotta dalle parti coinvolte nella sua realizzazione. Spesso è la

[78] AIFI, *Sustainable returns:, 2017 Performance*, 2018.

dimensione dell'impresa coinvolta a fare la differenza: ad esempio, nel caso di imprese medio grandi è probabile si dia luogo ad una procedura che consiste in un'asta strutturata, che a sua volta ha una procedura poco flessibile, e che mal si adatterebbe alle PMI. Al contrario, nel caso si tratti di queste ultime, il procedimento risulta essere flessibile, nonché dotato di tratti caratteristici di base che sono costanti nella maggior parte delle operazioni di *private equity*. Fatta questa necessaria premessa, si descrivono, per linee generali, le fasi del procedimento in cui si concretano le operazioni.

Nell'ambito delle operazioni di *private equity*, siano esse di *buy out* che di *developmment capital*, il ruolo dei fondi si può riassumere in tre fasi fondamentali: *origination*, *implementation* e *closing*.

La fase di *origination,* che segue a quella della raccolta, si sostanzia nella ricerca dell'opportunità meritevole di interesse da parte dell'investitore istituzionale, che la seleziona tra una serie di altre. La scelta cadrà su imprese che siano in grado, con il loro patrimonio, o gli utili, o la generazione di *cash flow,* di garantire il rimborso del finanziamento fatto alla *Newco* per acquistare il pacchetto azionario della società *target*. In questa fase, riveste grande importanza l'approccio con la controparte, poiché vi è la possibilità, per il fondo, di distinguersi dalla concorrenza di altri eventuali operatori ed essere preferito a questi ultimi per la conclusione dell'operazione. È in questa fase, infatti, che il fondo fa emergere la propria specializzazione, quella delle persone che lavorano al suo interno e può fornire alla controparte quel *quid pluris* che potrà indurla a preferirlo rispetto ad altri. Tuttavia, la segnalazione dell'opportunità interessante può giungere anche da operatori professionali che non hanno alcun rapporto con il fondo come ad esempio banche, operatori *Merger & Acquisition*, consulenti, commercialisti, avvocati ed altri. Accade anche, non di rado, che le operazioni originino da un rapporto diretto con la società *target* senza che necessiti alcun rapporto di intermediazione da parte di soggetti terzi.

La seconda fase, quella dell'*implementation*, inizia dopo che, dalle valutazioni effettuate, anche basandosi sui dati pubblici, l'investitore ritiene l'operazione

interessante e quindi avvia una procedura di verifica di fattibilità del *deal* che, sostanzialmente, si risolve in un'analisi più approfondita dell'attività dell'azienda in oggetto: la *due diligence*. Questa locuzione di stampo anglosassone significa letteralmente "dovuta diligenza" e nell'accezione che interessa ai fini del tema in discussione, indica un processo finalizzato ad indagare ed accertare tutto ciò che riguarda un'attività d'impresa, allo scopo di operare una valutazione, soprattutto di natura economica, dell'attività stessa. In particolare, le finalità della *due diligence* sono: confermare i dati aziendali già analizzati in via preliminare; rilevare l'esistenza di potenziali aree di rischio come passività latenti o insussistenza di attivo; comprendere le dinamiche aziendali, anche extracontabili. La *due diligence* si presenta in varie fasi, la prima delle quali è il *Preliminary business due diligence*, il primo approccio tra le due parti, che avviene generalmente senza l'aiuto di consulenti esterni e si risolve in poche riunioni, circoscritte alla descrizione dell'attività aziendale. Nelle operazioni di non grandi dimensioni, caratterizzate da procedure estremamente flessibili, dopo la *due diligence* di *business* preliminare, può far seguito una lettera di offerta, non vincolante, nella quale l'investitore manifesta l'interesse per l'operazione ed esplicita un valore per l'azienda in esame (*enterprise value*). Successivamente si dà avvio alle *due diligences* che coinvolgono soggetti esterni e, non incontrando criticità, questa fase dura intorno ai due mesi. Tra queste *due diligences* si annoverano quella contabile che consente di comprendere al meglio la generazione di valore all'interno dell'azienda; quella fiscale, mirata alla verifica degli adempimenti fiscali; quella legale per individuare e prevenire eventuali passività derivanti da inadempimenti di carattere legale. In parallelo a queste, si conduce una *due diligence* giuslavoristica per verificare i contratti di lavoro; si compiono, inoltre, una *due diligence* ambientale al fine di ottenere una verifica sull'esistenza di rischi connessi all'impatto ambientale dell'attività dell'impresa.

Si tratta di attività onerose, giacché richiedono l'intervento di consulenti esperti e qualificati, dopo la cui conclusione il fondo formulerà l'offerta vincolante e si stipuleranno i contratti per il finanziamento e le garanzie ad esso connesse[79].

[79] Adduci E., Sparano R., *I profili legali dell'operazione di Mlbo*, Halley Editrice. 2006 , pp 141 – 144.

Sarebbe comunque sbagliato ritenere che il processo appena descritto sia idoneo ad eliminare totalmente le disparità informative esistenti tra le parti, ponendole in condizione di sostanziale eguaglianza. Tuttavia, esso consente all'acquirente di avere una panoramica più completa ed approfondita delle problematiche afferenti all'impresa *target*. Bisogna comunque considerare che l'ottenimento del 100% delle informazioni utili al prosieguo delle trattative ed alla stipulazione del contratto non è mai possibile, ma ciò è ritenuto un dato pacifico e connaturato allo scambio dialettico tra le parti, alla luce dei distinti interessi di cui esse sono portatrici. Anzi, negli ordinamenti di *common law* e dunque nel mondo del *business* anglosassone. si ritiene non troppo corretto, per l'investitore-acquirente, richiedere informazioni eccessivamente dettagliate, così come, con specifico riguardo alla *due diligence*, altrettanto scorretto viene ritenuto il pretendere di condurre un'attività investigativa troppo approfondita. Tra l'altro, una *due diligence* troppo dettagliata da parte dell'acquirente potrebbe essere addirittura ritenuta illegittima, comportando essa rischi di violazione della segretezza dell'impresa, nonché della normativa sull'*insider trading*[80].

L'ultima delle fasi del procedimento in cui si sostanziano le operazioni di *private equity* è quella del *closing* e prende l'avvio quando le parti hanno raggiunto un accordo su ogni singolo punto del contratto e dei patti parasociali. Nel caso l'operazione, dando luogo ad una concentrazione, superi i parametri che fanno scattare l'obbligo di comunicazione all'Autorità Antitrust, bisognerà attendere il rilascio dell'autorizzazione da quest'ultima[81]. Cosicché il *closing* avverrà dopo circa quattro settimane. Al *closing* viene formalizzato il passaggio di danaro necessario all'acquisto delle azioni, o dell'azienda, o di un ramo di essa[82].

[80] Franciosi L. M., *Trattative e due diligence*, Giuffrè, Milano, 2009, pp 371 ss.
[81] Attualmente, i parametri che fanno scattare l'obbligo di comunicazione all'Autorità italiana della concorrenza, sono indicati dalla Legge n. 124 del 4 agosto 2017, che ha novellato l'art. 16 della Legge n. 287 del 1990.
[82] Adduci E., Sparano R., *I profili legali dell'operazione ...Op. cit.,* p 145.

Capitolo III

L'IMPATTO DEL *PRIVATE EQUITY* SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI

Sommario: 3.1 I vantaggi per le imprese quotande - 3.2 L'impatto del *venture capital* sulle dinamiche industriali delle *start up* – 3.3 Il *delisting* – 3.4 L'impatto del *private equity* sulle dinamiche industriali delle PMI familiari

3.1 I VANTAGGI PER LE IMPRESE QUOTANDE

Con l'IPO, dall'inglese *Initial Public Offering*, un'impresa decide di collocare i suoi titoli azionari su un mercato regolamentato, dunque di quotarsi in Borsa. L'operazione di IPO si svolge in varie fasi ed attraverso varie metodologie. Le categorie di collocamento possono assumere tre forme: *book building*, offerta a prezzo fisso ed asta. Di queste, la metodologia più usata in nei mercati borsistici della maggior parte dei Paesi, tra cui l'Italia, è quella del *book building*, che si sviluppa attraverso varie fasi, che possono essere sinteticamente descritte. Questo processo è affidato al *global coordinator*, che ha il compito di raccogliere in un libro (*book*) tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali. Gli ordini sono raccolti in base al prezzo o alla priorità temporale o anche alla dimensione. Ciascun ordine può essere espresso in numero di azioni oppure in controvalore; ogni ordine è legato al limite di prezzo espresso dall'ordinante. Attraverso questo processo è possibile tracciare una curva da cui si evince la forchetta di prezzo dell'IPO, che altro non è che un *range*, poiché il prezzo effettivo dell'IPO è quello definitivo, cioè il prezzo del primo giorno di quotazione. Il passaggio dalla forchetta al prezzo definitivo avviene attraverso l'esame del *book building*, considerando la domanda di sottoscrizione degli investitori.

Dopo la decisione di quotarsi, oltre a definire il prezzo finale delle azioni, devono essere individuati i collocatori, deve essere redatto ed emesso il prospetto informativo, collocati i titoli e, infine, si può avviare la quotazione in Borsa. La decisione di

quotarsi è presa, generalmente, dalla società insieme ad un *advisor* strategico[83]. Tra le prime scelte vi sono il numero di azioni da collocare, la tipologia di azioni che verranno collocate, se già esistenti o di nuova emissione, i tempi di quotazione e la valorizzazione della quota collocata. Come si evince da questa breve panoramica sui passaggi che un'impresa deve compiere per quotarsi in Borsa, il processo di quotazione è molto complesso e richiede un considerevole sostenimento di costi legati alla decisione, progettazione e realizzazione dell'ingresso nel mercato di Borsa. La successiva permanenza nel mercato richiederà, poi, all'impresa ulteriori sacrifici, ma questi ultimi dovrebbero trovare un'adeguata compensazione nei benefici che la quotazione comporterà. I costi per l'ingresso in Borsa e per la permanenza nel listino, con l'onerosità in termini di impegno che quest'ultima comporta, sono la principale causa di avversione alla decisione di quotarsi per molte imprese. Si tratta, dunque, di costi *una tantum* e di costi periodici da sostenere, come esplicitato, in via semplificativa, nell'elenco sottostante[84].

Costi una tantum	***Costi ricorrenti***
Consulenza durante l'iter di quotazione	*Funzionamento della mutata struttura organizzativa e del sistema di controllo*
	Revisione contabile
Collocamento dei titoli	*Comunicazione periodica e continua*
Adeguamento della struttura organizzativa e del sistema di controllo	*Pubblicazione dei report*
Pubblicità dell'operazione di quotazione	*Commissioni periodiche da corrispondere a Consob e Borsa italiana*
Tempo del management per presentare alla comunità finanziaria l'evento	*Tenuta dei Registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate*
Commissioni di quotazione da corrispondere a Borsa Italiana, Consob, Monte Titoli ecc	*Corrispettivo per lo Specialist*
	Tempo del management per gli incontri periodici con la comunità finanziaria

[83] Nel momento in cui una società per azioni non quotata su di un mercato azionario decide di approdare in Borsa collocando i propri titoli con una IPO, la presenza dell'*advisor* è indispensabile. In questo caso egli, che non è necessariamente una persona fisica, ha il compito di assistere la società nella fase di scelta dei soggetti che intervengono nell'operazione (il *global coordinator*, lo *specialist* ecc.) e di gestire il lavoro di questi durante il processo che porta al collocamento.

[84] Romano G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012, pp 81 ss.

L'ingresso di fondi di *private equity*, quali soci finanziatori in un'impresa non quotata, spesso costituisce il preludio per il futuro ingresso di essa in Borsa, poiché, come si è avuto modo di dire nei capitoli precedenti, questi investitori pianificano da subito la futura *exit*, ed uno dei modi di disinvestire, avviando o realizzando l'uscita, è proprio il debutto in Borsa dell'impresa partecipata. Il *private equity*, fin'ora, si è rivelato un ottimo *partner* per le imprese quotande, basta guardare al successo delle cosiddette *venture-backed IPO*, finalizzate alla prima quotazione in borsa, organizzate da imprese nel cui azionariato erano presenti fondi di *venture capital* o *private equity*.

Ciò è stato messo a fuoco da uno studio congiunto di Intermonte e del Politecnico di Milano, pubblicato nel marzo 2016, dal titolo *Le IPO venture backed sul mercato italiano*. La ricerca ha analizzato le *venture backed IPOs* sotto diversi aspetti:

- il ruolo di 'certificazione' dell'investitore professionale, rispetto alla qualità dell'impresa;
- i conflitti di interesse che possono sorgere fra i diversi attori in campo e la "tentazione" di sfruttare cicli di mercato favorevoli per spuntare valutazioni migliori a discapito della *performance* di lungo termine;
- le differenze fra le "matricole" *venture-backed*[85] e le altre *non venture-backed*.

Del ruolo di "certificazione" del fondo si è già detto, la presenza di quest'ultimo innesca meccanismi di fiducia negli investitori *retail* e nella comunità finanziaria in generale. In merito al secondo aspetto, è noto che l'obiettivo dei fondi sia la massimizzazione del *capital gain* sull'investimento effettuato nell'impresa quotanda anni prima, e quindi è fisiologico che essi tendano a massimizzare il prezzo dell'offerta all'*exit*. Pertanto, tale obiettivo potrebbe generare comportamenti opportunistici, mirati, ad esempio, a trarre vantaggio da situazioni di momentanea sopravvalutazione dei titoli sul mercato, come quando si è in presenza delle cosiddette bolle di prezzo, oppure a spingere per la quotazione, nel momento in cui si prospettano minori opportunità di crescita future, allo scopo di rientrare con il capitale investito, nonché remunerarlo adeguatamente. Tuttavia, essendo operanti con una certa regolarità sul mercato, i fondi non trarrebbero giovamento da atteggiamenti opportunistici che

[85] Con il termine imprese *venture backed* si fa riferimento ad imprese nel cui azionariato compaiano investitori professionali quali fondi di *venture capital* o di *private equity* in generale.

minerebbero la loro reputazione, anziché aumentarla, promovendo un rapporto di lungo termine con il mercato in generale, dunque, se non proprio scongiurati del tutto, gli atteggiamenti opportunistici sono arginati dalla motivazione appena esposta. Il conflitto di interesse può riguardare anche il rapporto fra i fondi e l'imprenditore esistente, in particolare rispetto al *timing* della quotazione, perché l'imprenditore non ha vincoli temporali, mentre i fondi devono liquidare la partecipazione entro un certo numero di anni, e quindi potrebbero accelerare per l'ingresso in Borsa a discapito della volontà degli altri soci, senza voler attendere il momento ottimale. Per questo i fondi spesso impongono, nei patti parasociali, clausole che impegnano i soci a procedere con la quotazione in borsa al verificarsi di predeterminate condizioni. D'altro canto, bisogna dire che i fondi di *venture capital* e *private equity* selezionano le migliori tra le imprese presenti sul mercato, le più promettenti, prima di effettuare i propri investimenti, grazie alle competenze professionali e all'esperienza che possiedono, e pertanto la loro mera presenza nel capitale dell'impresa basta a fungere da "certificazione" della qualità dell'emittente e contribuisce a ridurre le asimmetrie informative per gli investitori *retail*. Come noto, i fondi possono contribuire alla creazione di valore dell'impresa partecipata grazie alle competenze complementari, agli *skills*, alla capacità di *networking* che essi apportano insieme alle risorse finanziarie. Secondo lo studio in commento, dal 1997 al 2015 le IPO definibili *venture backed* sono state 99, rispetto alle 304 del totale. Guardando al periodo 2008-2015, sono state 25 le quotazioni sull'MTA[86], di cui nove di imprese partecipate da fondi di *private equity*. In questo arco temporale le IPO *venture backed,* non solo hanno battuto il mercato, con un rendimento differenziale che dopo un anno si assestava tra il 30 e 40%, ma sono risultate migliori, in termini di *performance*, rispetto alle quotazioni di aziende *non venture backed*, che hanno riportato un rendimento differenziale, nel medesimo periodo di un anno, dal 20 al 30%[87].

Negli USA, le aziende *hi-tech* approdate in Borsa nel 2017 sono state ventiquattro, un numero in crescita rispetto all'anno precedente che aveva visto l'approdo a Wall Street di venti imprese, ma inferiore ai numeri, per anno, di quelli che vanno dal 2010

[86] MTA è l'acronimo di *Mercato Telematico Azionario*. Al suo interno vengono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e *warrant*.
[87] Politecnico di Milano, Intermonte, *Le IPO venture backed sul mercato italiano*, Roma, n. 1, Marzo 2016, pp 5 ss.

al 2015. Secondo gli analisti di *FactSet Research Systems* e divulgati da NBC negli USA e da CNBC[88], in Italia, l'incertezza geopolitica globale legata alla *Brexit* e all'elezione di Trump ha portato molte *start-up venture backed* a scegliere di rimandare l'approdo in Borsa, continuando a fare affidamento sul *venture capital* e sul *private equity*. Tra le imprese entrate a Wall Street, quattordici sono state le *venture-backed*, anche se non per tutte, la quotazione è stata un successo; ad esempio, *Snapchat* a fine del 2017 aveva un valore di mercato di undici punti percentuali più basso rispetto a quello iniziale, occupando, così, il penultimo posto delle aziende *venture-backed* quotate in borsa nel 2017, per ciò che concerne il ritorno sull'investimento, e *Blu Apron* azienda fondata nel 2012 per la consegna a domicilio di *kit* con gli ingredienti necessari per cucinare un pasto a casa, dosati a seconda del numero di pasti da preparare. In questo secondo caso l'insuccesso dell'impresa è stato dovuto alla concorrenza di *Amazon* che, dopo la quotazione in Borsa di *Blu Apron*, a poche settimane dall'IPO, nel giugno 2016, ha acquistato *Whole foods*, acquisendo una posizione di forza nel settore della consegna del cibo fresco da cucinare a casa. Il valore delle azioni di *Blue Apron* è crollato del 62% rispetto ai dieci dollari iniziali e i fondi partecipanti non hanno ancora disinvestito. Nel primo caso, anche l'insuccesso di *Snapchat* è stato dovuto alla concorrenza, questa volta di *Instagram*, con l'*app Instagram Stories*. *Snapchat*, innovando nel mondo dei *social*, aveva raggiunto in pochi anni il considerevole numero di duecento milioni di utenti, ma *Instagram*, con la nuova *app*, praticamente copiata da *Snapchat* per arrestare l'emorragia di utenti, e forte dei suoi cinquecento milioni di utenti, ha fatto scendere il numero di questi della concorrente. Tra i casi veramente eclatanti di successo delle *venture backed* quotate nel 2017, invece, si annoverano *CarGurus*, con IPO l'11 ottobre 2017. Questa impresa gestisce un *marketplace* per coloro che intendono vendere o comprare auto nuove ed usate: la sua crescita in Borsa, senza che si sia quotata in *underpricing*[89], è stata del

[88] *FactSet Research Systems* è un'impresa che crea soluzioni flessibili e aperte di dati e *software* per decine di migliaia di professionisti degli investimenti in tutto il mondo, fornendo accesso immediato a dati finanziari e analisi che gli investitori utilizzano per prendere decisioni.

[89] L' *underpricing*, letteralmente "*sottoprezzatura*", è la perdita di capitale associata alla fissazione di un prezzo di offerta che risulta essere inferiore al prezzo al quale viene poi di fatto negoziato il titolo di nuova emissione nel periodo immediatamente successivo all'IPO. A seconda degli approcci, l'*underpricing* è considerato quale mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'IPO, o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o, ancora quale strumento in grado di generare un eccesso di domanda dei titoli, creando così un azionariato largamente diffuso, anche fissando lotti minimi, in modo da rendere più difficili eventuali tentativi di scalata della società. Il grado

90% del valore iniziale delle azioni. Il caso più eclatante è stato quello di *Roku*, che fornisce un dispositivo in grado di collegare contemporaneamente il televisore a tutte le piattaforme di *streaming* legale, il cui valore è salito di 220 punti percentuali a pochi mesi dall'IPO, consentendo la dismissione di ben quattro Fondi di *venture capital* e *private equity* che hanno enormemente remunerato i capitali investiti[90].

Caso a sé rappresenta *AirBnB*, della quale si aspettava l'IPO nel primo semestre del 2018, con la maggior parte degli investitori privati convinta di poter finalmente disinvestire. Fondata nel 2008, *AirBnB* attualmente opera in circa duecento Paesi ed ha una valutazione di più di trenta miliardi di dollari. Malgrado gli attriti con le municipalità di numerose città come New York, San Francisco, Amsterdam, Berlino e Parigi, *AirBnB* è un'impresa di successo della *Digital Economy*, con un bilancio in positivo, dato da ricavi per 2,8 miliardi di dollari. Il CEO Brian Chesky non ha spiegato il motivo che ha determinato la volontà di rimandare l'IPO attesa nel 2018 e l'impresa è stata capace di resistere alle forti pressioni degli investitori di *private equity* che premevano per l'ingresso in Borsa, che avrebbe permesso loro l'*exit*, giacché il 2018 rappresenta quasi il tempo limite, un decennio, per questa tipologia di investimenti[91].

La dismissione attraverso la quotazione di imprese nel cui capitale è presente un operatore del *private equity* è stata oggetto di studio negli Stati Uniti ed in molti Paesi europei, molto meno in Italia. Gli studiosi si sono soffermati nel ricercare gli effetti della partecipazione di un fondo nelle imprese tentando di legare la "superiorità" in termini di *performance* delle imprese partecipate ai principali indicatori utilizzati nella misurazione e spiegazione causale del fenomeno dell'*underpricing* [92] in sede di

---

di incertezza sul valore dell'impresa è una delle cause dell'*underpricing*, poiché maggiore è l'incertezza *ex-ante* sul valore dell'impresa, maggiore è il rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori, per cui questo maggiore rischio viene compensato da un rendimento atteso più elevato che si ottiene appunto con la fissazione di un prezzo di offerta più basso.

[90] Dati dal sito istituzionale di CNBC, all'indirizzo www.cnbc.com/2017/12/09/techs-best-and-worst-ipos-of-2017/

[91] Redazione di *Economia Italia*, all'indirizzo https://finanza.economia-italia.com/azioni/airbnb .

[92] L' *underpricing*, letteralmente "*sottoprezzatura*", è la perdita di capitale associata alla fissazione di un prezzo di offerta che risulta essere inferiore al prezzo al quale viene poi di fatto negoziato il titolo di nuova emissione nel periodo immediatamente successivo all'IPO. A seconda degli approcci, l'*underpricing* è considerato quale mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'IPO, o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o, ancora quale strumento in grado di generare un eccesso di domanda dei titoli, creando così un azionariato largamente diffuso, anche fissando lotti minimi, in modo da rendere più difficili eventuali tentativi di scalata della società. Il grado

quotazione.

In letteratura, infatti, si attribuisce alla partecipazione dei *venture capitalist* la capacità di accrescere il valore di emissione in occasione della quotazione, riducendo *l'underpricing*. A questo risultato sono attribuiti due aspetti fortemente collegati alla *performance* delle aziende partecipate da fondi di *private equity*: l'effetto monitoraggio e la certificazione. Attraverso l'attività di monitoraggio il fondo esercita il controllo e sottopone a verifica i risultati dell'impresa. Di sicuro l'attività di monitoraggio svolta dal fondo è ben diversa da quella che possono esercitare l'imprenditore o il mercato, perché il *venture capitalist* può avvalersi della partecipazione diretta alla gestione dell'impresa e della sua elevata competenza per guidarla in una fase così delicata come quella dell'entrata in borsa. Per ciò che concerne il secondo aspetto, quello della "certificazione", di cui si è già detto nella parte precedente del presente lavoro, basta evidenziare l'importante ruolo di agenti certificatori della qualità dell'impresa emittente dei fondi, poiché la certificazione fornita da questi soggetti è di peculiare importanza in presenza di forti asimmetrie informative tra l'imprenditore e gli investitori esterni. Inoltre, la sola presenza dei fondi garantisce la professionalizzazione delle imprese che essi partecipano e l'impatto positivo che ne deriva a livello di organizzazione, quindi ci si presenta al mercato degli investitori *retail* con una sorta di *garanzia* che si avranno, nel tempo, buoni risultati, che dovrebbero prodursi non solo nel breve, ma anche nel lungo termine[93].

Concludendo, i vantaggi della presenza di un Fondo per le imprese quotande sono indubbi, giacché essa consente di ridurre l'*underpricing*, dal momento che permette loro di presentarsi con più informazioni per gli investitori *retail* ed una veste di professionalità e successo aziendale *in nuce*, che giova alla loro reputazione. A parere di chi scrive, anche se molte aziende sono frenate dal timore che l'investitore possa opportunisticamente cercare di estrarre valore finanziario a scapito del valore industriale, i vantaggi della partecipazione di un fondo di *private equity* per accedere

---

di incertezza sul valore dell'impresa è una delle cause dell'*underpricing*, poiché maggiore è l'incertezza *ex-ante* sul valore dell'impresa, maggiore è il rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori, per cui questo maggiore rischio viene compensato da un rendimento atteso più elevato che si ottiene appunto con la fissazione di un prezzo di offerta più basso.

[93] Roggi O., *Le imprese venture backed, la quotazione e gli effetti del monitoraggio del Fondo*, in AA.VV. *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria,* Il Mulino, Bologna, 2009, pp 266 ss.

alla quotazione in borsa sono nettamente superiori al rischio che ciò avvenga, cosa che, tra l'altro, come anticipato, nuocerebbe all'immagine di un determinato fondo sul mercato e nella comunità industriale e finanziaria in generale e quindi, l'eventualità di un tale nocumento già di per sé funziona da deterrente all'adozione di siffatti comportamenti da parte del *venture capitalist*. È difficile, infatti, per un'impresa media, magari a conduzione familiare e con un *management* debole, programmare e soprattutto sostenere, anche nei costi, le fasi che precedono la quotazione sul mercato borsistico, con tutte le consulenze esterne da impiegare in tali fasi, mentre ciò è facilitato quando nell'impresa vi è un gruppo di professionisti che, oltre ad apportare risorse finanziarie, mette a disposizione le proprie competenze per questo delicato passaggio.

3.2 L'IMPATTO DEL *VENTURE CAPITAL* SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI DELLE *START UP*

Uno studio condotto in Italia nei primi anni del nuovo millennio, quando si consolidava il fenomeno delle "imprese innovative", rivelò che sia i fondatori di nuove imprese nel campo delle telecomunicazioni e di Internet, sia gli imprenditori potenziali nel campo dell'elettronica e del *bio-tech* farmaceutico, indicavano quale ostacolo più importante alla costituzione della propria impresa la difficoltà di raccolta dei primi fondi. Gli altri ostacoli di rilievo erano costituiti dalla carenza di relazioni sinergiche con gli altri attori del sistema imprenditoriale innovativo del Paese e la carenza di competenze in campo organizzativo-gestionale e commerciale. La fonte primaria di finanziamento delle *start up*, soprattutto di quelle ad alta intensità di ricerca, è costituita dal *venture capital*, ed in secondo luogo da fondi strutturali europei, da fondi del *Programma Horizon 2020*, da incentivi nazionali, nonché dal capitale di debito[94]. Gli ostacoli appena descritti sembrano poter essere brillantemente

94 Modena V., *Proposte per la creazione di fonti efficaci di capitale di rischio in Italia,* FrancoAngeli, Milano, 2013, pp 35-36.

superati con il supporto del *venture capital*, più che con il ricorso a forme di prestito tradizionale, poiché oltre alle risorse economiche per l'avvio e l'incremento delle attività, un Fondo ha già agganci con gli attori del sistema imprenditoriale del settore di riferimento e può accompagnare gli *startupper* ad entrare in un *network* di contatti utili sia all'ingresso in un nuovo mercato che all'instaurazione di rapporti commerciali; inoltre, è ridondante ripetere che con l'apporto di consulenza professionale del Fondo, anche l'ostacolo costituito dalla carenza di competenze commerciali e gestionali del neoimprenditore può essere superato.

Uno studio del 2006[95], condotto per indagare se le caratteristiche dei diversi attori finanziari potessero influenzare la *performance* delle imprese partecipate, ha confermato l'ipotesi secondo la quale l'apporto di un *venture capitalist* abbia un impatto positivo su fatturato, EBITDA, occupazione e legittimazione dell'impresa; emerge anche che le caratteristiche del Fondo finanziatore si relazionino differentemente con la crescita aziendale a seconda della fase in cui esso è intervenuto. Nel caso delle *start-up*, le caratteristiche che contraddistinguono un determinato *venture capitalist* non sembrano incidere in modo rilevante sulla *performance*, mentre nel caso dell'*expansion financing* l'esperienza e il supporto gestionale fornito all'azienda hanno un'influenza positiva. Anche nella fase iniziale, per ciò che concerne l'apporto di valore non finanziario, la *start up* si giova dell'ingresso nel proprio capitale sociale di un fondo di *venture capital* in termini di reputazione, ma soprattutto di legittimazione: ciò dimostra che la *business idea*, sulla quale si è sviluppato il progetto che ha portato alla creazione dell'impresa, era tanto meritevole da attrarre un investimento connotato da un alto rischio. Pertanto, anche il riconoscimento da associazioni di categoria e dalle istituzioni, l'accesso al capitale di debito, la nascita di relazioni commerciali con altri imprenditori sono facilitati: la neo impresa è riconosciuta come nuova realtà promettente con cui instaurare rapporti[96].

---

[95] Alemany L., Martì, J., *Do Venture Capitalists' characteristics affect the performance of the firms they back?*, Working Paper, ESADE Business School, Elsevier, pubblicato il 24 febbraio 2006 all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=886546

[96] Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital…Op. cit*., p 111.

Anche se in questo paragrafo si è approfondito il tema dell'impatto del *venture capital* sulle *performances* aziendali delle *start-up*, non si può tralasciare di menzionare l'*Open Innovation*. Questo termine fu coniato dall'economista statunitense Chesbrough, nel 2003,[97] e l'esempio che egli riportò fu quello della grande e matura *CISCO*, gigante multinazionale con sede in California, *leader* mondiale nella fornitura di sistemi e *software* per il *data networking*, la quale, per aumentare la sua patrimonializzazione, aveva tralasciato gli investimenti in R&S, investendo ingenti capitali per entrare nel mercato della clientela *retail*, allontanandosi dal suo *core-business*: la progettazione di sistemi per la clientela *business*.

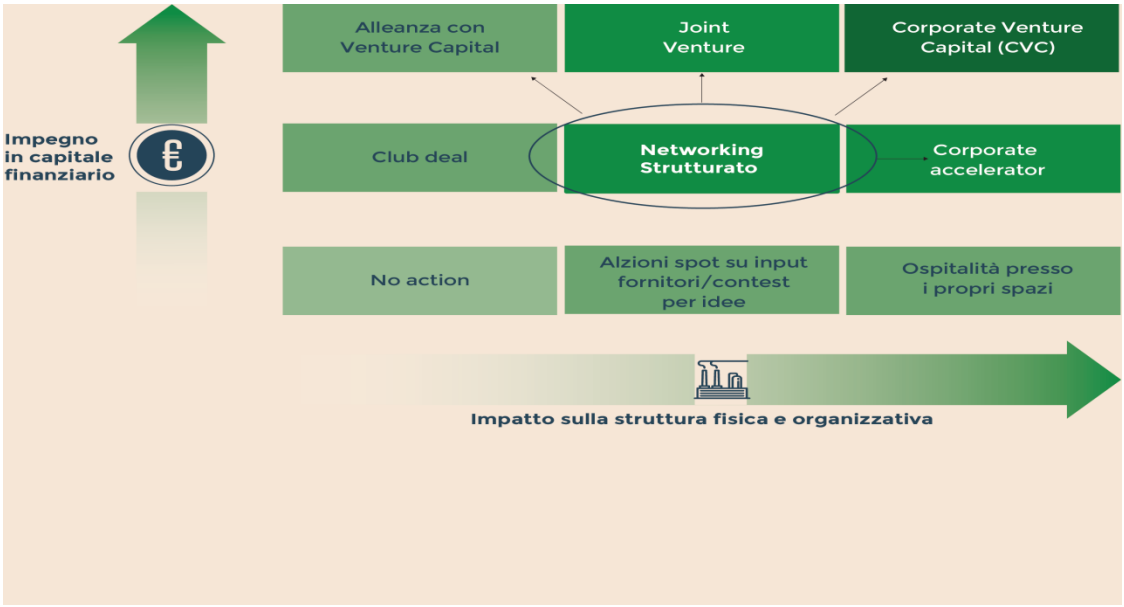
CISCO fu tra le prime grandi imprese a finanziare idee e progetti innovativi di giovani o di imprese nascenti, anche facendo da incubatore di *start-up* innovative al suo interno.

Secondo Chesbrough, la *closed innovation*, ossia fare innovazione dentro l'impresa, non poteva più essere considerata un paradigma, ma bisognava che le imprese mature acquisissero una nuova mentalità che facesse loro superare i timori di non essere più gli esclusivi "proprietari" delle invenzioni di prodotto, di processo e di sistemi. Si apriva, dunque, la strada ai saperi ed ai nuovi *business model* introdotti dalle *start up*, con le quali, per le imprese mature, sarebbe stato proficuo collaborare, dato l'avanzato approccio di esse con tecnologie innovative e dirompenti, trasformando così la R&S, l'innovazione aziendale da *closed* ad *open*. Le modalità concrete con cui si fa *open innovation* sono: gli accordi inter-aziendali, il sostegno economico a competizioni per *start-up*, l'acquisizione, da parte di grandi imprese, di *start up* innovative, la creazione di *corporate accelerator* per *startup.* Si tratta, per così dire, di un "matrimonio di interesse" tra grande impresa e *start up*, che funziona come il "matrimonio" tra quest'ultima ed un *venture capitalist*: entrambi i soggetti devono ricavarne un vantaggio. Per avviare un processo innovativo al suo interno, un'impresa, può decidere di costituire incubatori o acceleratori di *start up* che gestisce direttamente: si offrono alle *start up* scelte delle strutture aziendali per sostenere i loro sforzi iniziali e accompagnarle nella loro crescita fornendo strumenti e spazi utili a sviluppare un

[97] *Cfr*. Chesbrough *H., The era of open innovation*, vol 44, n.3, Harvard Business School Press, 2003, consultabile integralmente, in lingua inglese, all'indirizzo https://eclass.uoa.gr/modules/document/file.php/ECON197/Papers%20Strategy/Chesbrough%202003%20The%20Era%20of%20Open%20Innovation.pdf

business efficace. In altri casi, si interviene con un finanziamento che funziona alla stregua di un fondo di *venture capital* o *private equity* in generale: si finanzia, si aiuta con le proprie competenze, si attendono i risultati "pazientemente", così come fanno gli investitori *private*. I vantaggi sono per entrambi i "nubendi": le grandi aziende possono avvantaggiarsi del talento e della creatività degli *startupper*, giacché le *startup* diventano un vero e proprio reparto di R&S esterno all'azienda; per le *start up* ciò che l'impresa più grande mette a disposizione, con risorse patrimoniali e non patrimoniali, è un'occasione di crescita, di ingresso di nuovi capitali, ma anche di acquisizione di esperienza gestionale e di conoscenza del mercato[98].

OPEN INNOVATION: Il networking strutturato è un approccio flessibile e scalabile adatto ad una azienda di medie dimensioni che vuole avvicinarsi all'Open Innovation



Fonte - http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-05-29/open-innovation-italia-finora-funziona-cosi--104707.shtml?uuid=AETZlsUB

Cosicché ai Fondi di *venture capital* e di *private equity*, come fonti di finanziamento privati per le *start up*, viene ad aggiungersi il CVC, *Corporate Venture Capital*, che in Italia ha già raggiunto numeri ragguardevoli in fatto di risorse impiegate ed iniziative, forse anche a causa di un mercato del *venture capital* ancora

[98] Redazione Smau, *Open innovation: puntare sulla contaminazione tra aziende e startup per rendere competitive le imprese consolidate e far crescere le giovani imprese innovative*, 2018, all'indirizzo https://www.smau.it/puntare_sulla_contaminazione_tra-aziend-e_startup/

debole. Tra le imprese italiane impegnate in CVC si annoverano: Enel, Edison, Leonardo, Poste Italiane, Banca Sella, Tim[99].

In campo internazionale gli esempi non mancano: il colosso *Google* ha sempre sostenuto che la prima regola per l'innovazione fosse: "*innovation comes from anywhere"* e quindi ha sempre favorito gli scambi con le *start up* più promettenti, alcune delle quali sono state acquisite direttamente, mentre molte altre finanziate attraverso *Google Ventures*[100].

3.3 IL *DELISTING*

Secondo la normativa italiana, un'impresa quotata sul mercato azionario regolamentato può chiedere la revoca delle contrattazioni del titolo quotato, con l'avallo dell'organismo di controllo. Può anche accadere che il titolo sia revocato dalla quotazione per decisione di Borsa Italiana, qualora siano venuti meno quei necessari requisiti, come ad esempio la scarsa liquidità, la riduzione del valore del titolo al di sotto di una soglia minima, la mancanza di flottante[101], disposti per legge o per regolamento avente forza di legge, che consentono al titolo di permanere sul listino[102].

Ai fini della ricerca oggetto del presente lavoro interessa un approfondimento sul *delisting* su base volontaria e particolarmente quando a guidare la società nell'uscita dal listino vi sia un operatore di *private equity*.

Ciò, che come si è appena detto, avviene quando un'impresa quotata decide di tornare alla situazione precedente di impresa non quotata, spesso è frutto di strategie

---

[99] Dati diffusi da AIFI. L'associazione si è aperta anche ai *corporate venture capitalist*, creando una nuova Sezione che accoglie le imprese interessate all'innovazione che proviene dalle *startup* con un sostegno finanziario del Venture Capital, all'indirizzo https://www.aifi.it/private_capital_today/31167-aifi-si-apre-ai-corporate-venture-capital

[100] D'Adda A., *Open Innovation: in Italia (finora) funziona così*, articolo pubblicato il 6 giugno 2017 su Il Sole24ore.

[101] Il flottante indica il numero di azioni circolanti**,** emesse da una società, non rappresentative della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo, disponibili per la negoziazione in Borsa. Esso rappresenta una parte della capitalizzazione dell'azienda, ma non coincide con essa, ed è anche uno dei parametri utili alla valutazione di un titolo (*Glossario* di Borsa Italiana, voce: *il flottante*.

[102] Geranio M., *I delisting dal mercato azionario italiano*, Newfin, Università Bocconi, Milano, 2004, p 2.

aziendali, cui la letteratura economica ha tentato, negli anni, di dare una spiegazione plausibile[103].

Alcuni autori hanno sottolineato che, in alcuni casi, il *delisting* può essere interpretato come la volontà, da parte dell'impresa, di sottrarsi a scalate ostili; altri, invece, hanno ipotizzato che questa operazione risponda all'esigenza di sottrarsi ad alcuni svantaggi della quotazione, come ad esempio la sottovalutazione del titolo, o come gli oneri eccessivi che la quotazione comporta. Infine, altri Autori hanno interpretato il *delisting* alla luce della necessità delle imprese di intraprendere particolari e complesse operazioni di ristrutturazione aziendale, che potrebbero influire in modo negativo sul proprio corso azionario. Infatti, in tali casi, l'impresa può acquisire l'intero capitale sociale ed uscire dal mercato, in modo che quest'ultimo non condizioni la sua capacità di portare a termine le proprie strategie aziendali[104].

Nel *delisting* risulta determinante la partecipazione degli operatori di *private equity*, che possono svolgere un ruolo fondamentale al fine di garantire la buona riuscita di queste operazioni. Negli USA, il fenomeno del *delisting*, nel decennio che va dal 2005 al 2015, ha visto superare in numero di aziende, le cui quotazioni sono uscite dal listino di Borsa, il numero di quelle che si sono quotate. Circa il 60% dei *delisting* è stato guidato da operazioni di fusione ed acquisizione, molte delle quali condotte da fondi di *private equity*, che si sono sostituiti agli operatori del settore industriale di appartenenza delle varie società *target*. Si tratta di un fenomeno molto particolare, perché almeno nella teoria, l'attività dei Fondi di *private pquity* si dovrebbe concentrare sulla fase di IPO, sull'accompagnamento di un'impresa all'accesso in Borsa, non, al contrario, in quella di *delisting*. Tuttavia, anche queste operazioni per cui un'impresa esce da circuiti ufficialmente regolamentati ed entra in circuiti privati di negoziazione del capitale azionario, possono essere condotte con la partecipazione di operatori di *private equity*, anzi il loro ruolo è particolarmente rilevante nelle operazioni che presentano maggiore complessità, come quelle di *leveraged buyout* di ingenti dimensioni, dove la notorietà di precedenti successi del finanziatore è uno sprone per gli azionisti ad impegnarsi nell'accordo, poiché lo considerano come un

[103] Per un' esaustiva rassegna su tale letteratura *Cfr*. Capizzi V. et al, *Il contributo del private equity per la ristrutturazione delle imprese: evidenze dalle operazioni di delisting*, pubblicato in *Bancaria*, n. 12 , 2012, pp. 29 ss.
[104] Thompson S., Wright M., *Corporate governance*. *The role of restructuring transaction*, pubblicato in *Economic Journal*, vol. 105, 1995, p 695.

possibile fattore di successo dell'operazione. Maggiore è la reputazione del fondo di *private equity*, dunque, più è probabile che gli azionisti si impegnino affinché l'operazione abbia successo, soprattutto quando si tratta di operazioni di *delisting* che si realizzano mediante una consistente leva finanziaria. Il *delisting* volontario, in generale, è stato sempre visto come un passo indietro per un'impresa, a meno che non si trattasse di un'uscita dal listino obbligatoria come nel caso di fusioni o acquisizioni, ma se si tiene in considerazione che, negli ultimi decenni, i vantaggi di essere una società quotata si sono assottigliati, giacché le condizioni di mercato e il nuovo quadro normativo hanno aumentato i costi e gli svantaggi della permanenza in Borsa, si comprende che le operazioni di *delisting*, altro non sono che una modalità per gli investitori di eliminare alcuni svantaggi, pur mantenendo il controllo della società.

Tra gli svantaggi si possono annoverare la sottovalutazione dell'impresa, gli oneri connessi alla quotazione, compresi quelli fiscali, l'obbligo di trasparenza e, come anticipato, l'eventualità di scalate ostili. Pertanto, le operazioni di *delisting* rappresentano una potenziale via per il successo di piani di ristrutturazione strategica e per migliorare la competitività della società. Infatti, nel caso di società quotate, può essere difficile intraprendere importanti progetti di ristrutturazione, poiché il mercato potrebbe non comprenderli, penalizzando le aziende che li pongono in atto, anche se sono necessari e apportano valore nel lungo termine; cosicché la ristrutturazione di un'impresa, qualora si tratti di una società quotata, può incidere negativamente sulla sua redditività di breve periodo. Per quest'ultimo motivo, le aziende non quotate riescono ad implementare il processo di ristrutturazione con maggiore successo rispetto alle pari quotate, proprio per la possibilità di estendere i propri orizzonti temporali e concentrarsi sul proprio *core business*, piuttosto che sulla reazione del mercato. Uno studio condotto dall'*Università Bocconi di Milano* e dalla *Sapienza, Università di Roma*, ha analizzato il ruolo del *private equity* nei processi di crescita e ristrutturazione delle imprese, prendendo ad esame un campione di oltre trecento società europee che hanno effettuato delle operazioni di *delisting* durante il periodo 1998-2007. I risultati hanno evidenziato che, complessivamente, l'esperienza delle società uscite dal listino comporta un leggero miglioramento rispetto alla loro situazione precedente, anche se i risultati sono in parte diversi in funzione degli orizzonti temporali considerati. Soprattutto, lo studio ha evidenziato che gli operatori

di *private equity*, grazie al più attento monitoraggio effettuato ed all'apporto delle loro competenze, hanno influenzato positivamente le *performance* a lungo termine delle imprese. Inoltre, il loro contributo sembra ancora più incisivo quando la società *target* è grande e necessita di intraprendere un processo di ristrutturazione complesso. Gli operatori di *private equity*, svolgendo un ruolo chiave nel riallineare gli interessi degli azionisti e del *management*, si sono mostrati in grado di aiutare le imprese grandi a ridefinire il loro *core business*, permettendo ad esse di generare dei miglioramenti superiori alla media. Inoltre, l'analisi condotta con riferimento alla tematica della ristrutturazione aziendale, ha evidenziato come le società con un piano di risanamento complesso possano utilizzare il *delisting* come una valida opzione per implementare le loro strategie efficacemente, fuori dal controllo del mercato azionario[105].

- *Rigoni di Asiago, da Spa ad Srl dopo l'ingesso di un Fondo*

Ciò è accaduto anche per l'impresa Rigoni di Asiago, nata nell'immediato primo dopoguerra con pochi alveari, per volontà della vedova Rigoni, rimasta sola con nove figli da sfamare, dopo che il marito era morto da sfollato durante l'ultimo anno del conflitto. Due dei suoi nove figli si erano ammalati di poliomielite e la donna li indirizzò verso l'apicoltura che non richiedeva sforzi fisici eccessivi come altri lavori. L'impresa, che produceva e commercializzava miele, prosperò e dal 1979 iniziò l'attività di trasformazione e commercializzazione anche di altri tipi di miele, oltre a quelli di propria produzione e in breve la prima attività divenne preminente. Nel novembre 1989, in seguito al crollo del mercato europeo del miele, l'azienda, che nel frattempo era approdata in Borsa, si trovò in un momento di gravi crisi del settore proprio quando era esposta finanziariamente con un ingente investimento dovuto all'apertura, nel 1990, di un nuovo stabilimento a Foza, in provincia di Vicenza. Senza perdersi d'animo, gli eredi dei due fratelli Rigoni che nel frattempo erano subentrati ad essi, indirizzarono la produzione di miele e di marmellate nella "nicchia" del biologico, che negli anni Novanta dello scorso secolo era appena emergente, arrivando a conquistare larghe quote di mercato ed a farsi conoscere anche oltreoceano

[105] Capizzi V. et al, *Il contributo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione:quali evidenze dai casi di delisting*, Studio pubblicato su *Bancaria*, Bancaria Editrice-ABI, Roma, n. 12/2012, pp. 29 ss

con la *Rigoni USA Inc*., distributrice di mieli e marmellate biologici sul mercato statunitense. Nel 1999 entrano nella compagine societaria due nuovi partner, la società pubblica Sviluppo Italia e la finanziaria regionale Veneto Sviluppo, benché i fratelli Rigoni conservino la maggioranza delle quote azionarie. Grazie all'apporto del nuovo capitale, la Rigoni di Asiago conosce un periodo di sviluppo notevole diventando *leader* del biologico in Italia; nel 2005 i Rigoni riacquistano le quote societarie detenute da Sviluppo Italia e Veneto Sviluppo tornando ad avere l'intero pacchetto delle azioni della Rigoni di Asiago Spa. Nel dicembre 2011 entra nel capitale sociale il *Fondo Italiano di Investimento* con lo scopo di incentivare la crescita dell'azienda, la cui maggioranza societaria resta nelle mani della famiglia Rigoni, e per accrescere e ristrutturare l'azienda, essa viene fatta uscire dal listino di Borsa, passando da Spa ad Srl con una nuova denominazione sociale: *Monte Miela Srl*. L'entrata nel capitale sociale della Rigoni da parte del *Fondo Italiano di Investimento* si configura come un aumento di capitale, una modalità che il Fondo utilizza effettuando investimenti attraverso interventi nel capitale di rischio di società di piccole e medie dimensioni per accompagnarle nei percorsi di crescita. La società ha aperto ad un fondo di *private equity* di origine statale, riconoscendone l'elevata professionalità e per avere un *partner* per il quale l'investimento è inteso come supporto allo sviluppo dell'economia senza avere un periodo d'investimento predeterminato. L'operazione ha previsto l'investimento da parte del Fondo italiano per quattordici milioni di euro. Dal lato della SGR, l'investimento è risultato interessante, poiché, oltre ad essere visto in un ottica sistemica di sviluppo dell'economia, l'impresa partecipata presentava un marchio riconosciuto anche a livello internazionale ed aveva solidi fondamentali, nonché sicure prospettive di crescita. L'ingresso del nuovo investitore istituzionale ha rappresentato una quota pari al 35% del capitale sociale totale ed il fatturato dell'azienda è passato dal 2011 al 2012 da 60,50 a 65 milioni di euro[106]. La Rigoni ha così impiantato coltivazioni di frutta biologica e stabilimenti per il trattamento della frutta in Bulgaria. Nel 2017, l'azienda riceve un *rating* pubblico da *Cerved Rating Agency* di "*Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari"* (A3.1 – rischio di credito basso)[107]. Attualmente, la Rigoni di

[106] www.rigonidiasiago.com
[107] Cerved Rating Agency SpA, *Rating Pubblico Rigoni di Asiago srl*, data emissione *rating* 10/02/2017, all'indirizzo http:www.ratingagency.cerved.com/it/metodologia

Asiago ha ancora la struttura giuridica di Srl, non avendo ritenuto opportuno accedere nuovamente alla quotazione in Borsa.

3.4 L'IMPATTO DEL *PRIVATE EQUITY* SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI . DELLE PMI FAMILIARI

Nel 2007, Mario Draghi, all'epoca Governatore della Banca d'Italia, nelle *Considerazioni finali* all'Assemblea dei partecipanti dichiarò:

"*gli intermediari finanziari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale. La proprietà familiare è un asse portante del nostro capitalismo; l'identificazione dell'imprenditore con l'impresa è un motore di sviluppo. Proprio per questo sono essenziali gli strumenti che ne agevolano il ricambio, se necessario. Quando la proprietà familiare perde il gusto del rischio creativo, quando la ricchezza investita nell'azienda comincia a essere vista solo come fonte di rendite o di benefici privati del controllo, l'immobilismo proprietario può diventare un freno alla crescita dell'impresa, la avvia al declino. È allora che maggiore diviene per l'impresa il bisogno di questi intermediari; massimo il guadagno potenziale che tutti realizzerebbero con un cambio della guardia; massima, a volte, anche la resistenza dei proprietari* [108]".

Con riferimento alle parole di Draghi ed al tessuto imprenditoriale italiano, occorre esaminare, in primo luogo, l'impatto del *private equity* sulle dinamiche industriali delle PMI, soprattutto di quelle cosiddette familiari. Queste ultime hanno sempre guardato con sospetto l'apertura del proprio capitale sociale ad operatori finanziari

[108] Draghi M., *Considerazioni finali - Assemblea Ordinaria dei partecipanti*, *Esercizio CXIII*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2007, p 15, all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2007/cf06_considerazioni_finali.pdf

specializzati come i Fondi di *private equity*. In primo luogo, i proprietari, soprattutto in passato, erano soliti apportare "capitali pazienti", non aspettandosi una remunerazione alla fine di ogni esercizio, perché le famiglie avevano orizzonti temporali di medio-lungo termine, spesso non dividendo gli utili o solo una piccola parte di essi, preferendo lasciarli nell'impresa per sostenerla nel tempo, per eventuali momenti di crisi e per le generazioni future. Ciò avveniva nella stragrande maggioranza delle piccole imprese familiari i cui soci erano stati educati alla cultura del lavoro e del sacrificio. Con l'avvento delle seconde e terze generazioni, però, si è verificato il fenomeno della "*deriva generazionale*": innanzitutto il numero dei familiari aumenta esponenzialmente man mano che si passa di generazione in generazione e dunque ci sono sempre più persone i cui modi diversi di intendere l'impresa devono essere conciliati, ci sono più parenti che aspirano a ricoprire ruoli gestionali e, dato l'evolversi della mentalità non solo imprenditoriale, ma di vita, non tutti sono "pazienti" e non amano fare una vita sobria per ricapitalizzare gli utili. I soci familiari, moltiplicati ad ogni cambio generazionale, possono avere differenti obiettivi professionali, differenti modi di intendere la gestione dell' azienda ereditata, diverse esigenze personali e quando queste differenze si acuiscono la coesione tra soci-parenti finisce e può accadere che qualcuno cominci a considerare la propria quota di proprietà come un mero investimento dal quale si aspetta ogni anno un certo flusso di risorse o può accadere che uno o più soci chiedano addirittura l'uscita con la liquidazione della propria quota. Pertanto, se già ci sono discrepanze e dissidi tra i soci-familiari, a maggior ragione l'ingresso di un Fondo, di un *estraneus* alla famiglia, può essere visto con sospetto, mentre, al contrario, il suo ingresso può dirimere queste divergenze, avendo a cuore solo la crescita dell'impresa, dalla quale, per il soggetto finanziatore, deriverà un *capital gain* e per i soci un aumento di valore della loro quota[109].

I fattori che inibiscono la crescita di molte piccole imprese sono numerosi e interconnessi tra loro: tra questi in primo luogo si annovera proprio la natura familiare della proprietà da cui deriva la scarsa propensione ad avvalersi di amministratori esterni alla cerchia familiare dei proprietari. Bisogna anche sfatare il falso mito che negli altri Paesi non esista un tessuto imprenditoriale fatto di moltissime PMI familiari

[109] Gubitta P., *Imprese familiari e private equity, una questione di feeling*, Fondazione CUOA Business School, Padova, 27 febbraio 2018.

come in Italia, giacché da una ricerca diffusa dal Progetto EFIGE[110], le imprese controllate da famiglie, in Italia, sono solo di poco più numerose rispetto a quelle di altri Paesi UE; tuttavia in Italia vi è la peculiarità che in molte più PMI il *management* sia interamente espressione della famiglia proprietaria (due terzi delle imprese familiari, contro un terzo in Spagna, un quarto in Francia e in Germania), ed è questo tipo di amministrazione che si ripercuote negativamente sui risultati aziendali e sulla capacità di innovazione e crescita[111].

Molti Fondi di *private equity* si sono specializzati proprio ad investire nelle PMI, spesso in quelle familiari, a patto che esse posseggano particolari requisiti: solidi fondamentali, elevate potenzialità di crescita, vocazione all'*export* ed evidenti elementi di competitività che le distinguono sul mercato. Così operando, i Fondi, possono diventare il miglior *partner* per supportare le strategie di crescita delle piccole e medie imprese, basta che queste ultime superino le diffidenze. Il Fondo, la cui permanenza nell'azienda partecipata non è "per sempre", ma si svolge lungo un orizzonte temporale che va mediamente dai tre agli otto anni, propone di apportare capitali per realizzare un preciso piano di crescita basato su un *business plan* che indichi, in modo chiaro e senza alcuna ambiguità di fondo, gli obiettivi da raggiungere. Il Fondo, però, pur potendo apportare grandi benefici all'impresa partecipata, non è un benefattore-filantropo: pretende che il *business plan* sia attuato e spesso, anche al fine di accelerare il recupero del *gap* di conoscenza e professionalità idoneo a compiere questo percorso, pretende l'innovazione del modello di *governance* dell'impresa *target*, che deve perciò aprirsi alla cooptazione, nel Consiglio di Amministrazione, di persone esterne alla compagine sociale familiare-proprietaria. Se si pensa che il Fondo ha, in effetti, gli stessi scopi aziendali, le diffidenze dovrebbero venir meno, giacché all'attuazione del *business plan* aziendale, alla crescita e all'aumento di valore dell'impresa corrisponderà il disinvestimento del Fondo che recupererà i capitali impiegati con un'adeguata remunerazione. In più, le persone che entrano nel *management* aziendale

[110] EFIGE, acronimo di *European Firms In the Global Economy*, è un Progetto finanziato dalla Commissione europea, che studia i processi di internazionalizzazione delle imprese europee e ne misura gli effetti sulle imprese e sulle economie. La banca dati comparativa, realizzata da Bruegel, in collaborazione con la Commissione europea e UniCredit, contiene dati inediti relativi a oltre 15.000 imprese di 7 paesi europei (Austria, Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna e Ungheria) che vengono raccolti tramite questionari omogenei.

[111] Signorini L. F., (intervento), *Sulla crescita delle piccole imprese*, Università degli Studi di Trento, 4 novembre 2015, all'indirizzo www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/signorini-04112015.pdf

possono apportare competenze manageriali e gestionali che vanno ad integrare quelle della compagine proprietaria, accelerando il recupero dei *gap* di conoscenza necessari per cogliere le opportunità di mercato[112].

Per le piccole imprese familiari si tratta solo di accettare di fare i conti con un nuovo socio e questo richiede un salto culturale non da poco, poiché bisogna riprogrammare da zero le regole di *governance* ed essere disposti a trovare mediazioni nel corso dei CDA.

L'acquisto della maggioranza del capitale di una società, da parte di un Fondo di *private equity,* porta inevitabilmente alla separazione del ruolo proprietario, rispetto a quello gestionale, aspetti generalmente coincidenti nell'impresa familiare; accade così, che spesso, per quello che attiene alla gestione operativa il governo dell'impresa resti nelle mani dei proprietari, mentre il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale siano controllati dal Fondo. Nel processo di ricambio generazionale, il Fondo può diventare il principale fautore del passaggio da impresa familiare ad impresa manageriale o, almeno, può riuscire a traghettarla da una generazione all'altra senza particolari traumi, che inevitabilmente andrebbero a ripercuotersi sulla redditività e sullo sviluppo dell'impresa. Nella dinamica dell'impresa al momento del passaggio generazionale vi sono due implicazioni interessanti: se c'è continuità nell'ambito dell' *entourage* familiare ma non tutti i soci-parenti sono determinati a restare in azienda, il ricorso a un fondo di *private equity* permette di liquidare questi ultimi rilevandone le quote, senza costringere gli altri soci ad intaccare il proprio patrimonio personale, evitando così conflitti tra familiari. Nel caso di assenza di eredi, il fondo potrà garantire il proseguimento dell'attività dell'impresa e lo sviluppo futuro all'azienda. Per ciò che concerne l'internazionalizzazione delle piccole imprese, il problema è ancora più grave: esse hanno una specializzazione produttiva che spesso è concentrata in settori a basso valore aggiunto, dimensioni piccole, sottocapitalizzazione ed eccessiva dipendenza dal canale bancario, assetto proprietario prevalentemente familiare, scarsa professionalità e poca trasparenza nella gestione. Purtroppo, queste caratteristiche, tipiche della maggior parte delle piccole imprese italiane, sono poco conciliabili con un sistema economico sempre più globalizzato, ed il sistema banco centrico, dal suo canto, non può fornire il supporto finanziario per

[112] Gubitta P., *Imprese familiari e private equity… Op. cit.*

l'innovazione, l'espansione o l'internazionalizzazione delle imprese, in quanto le banche si limitano ad assicurare sostegno finanziario a breve termine, finalizzato per lo più a supportare la gestione ordinaria. Innovazione e crescita di un'impresa, invece, necessitano di maggiori flussi di capitale di rischio e di erogazione di credito a lungo termine. Movendo da queste premesse, è chiaro che il *private equity* rappresenti una forma di finanziamento che può contribuire efficacemente allo sviluppo delle PMI familiari che, dal loro canto, devono superare diffidenza e ritrosia nei confronti di questi investitori. Oltre a finanziare l'impresa e ad apportare consulenza, il Fondo può fungere da catalizzatore per gli investimenti provenienti dall'estero e può condurre l'impresa verso la quotazione in Borsa, cosa insperabile per una piccola impresa, senza un supporto del genere[113].

L'intervento dei Fondi nella PMI aiuterebbe ad affrancare questi soggetti dalla dipendenza dal sistema bancario, poiché sono proprio la scarsa diversificazione delle fonti di debito ed il forte ricorso al prestito bancario a breve scadenza ad accrescere la vulnerabilità delle PMI ed impedire loro di innovare e di crescere. Questo legame è emerso con chiarezza durante la crisi partita dagli Stati Uniti negli ultimi anni del primo decennio del 2000: le difficoltà delle imprese, nelle fasi recessive, si sono riverberate negativamente sulle banche finanziatrici che hanno visto crescere i prestiti deteriorati nei propri bilanci e che, a loro volta, hanno irrigidito i criteri di accesso al credito.

Fintanto che l'attività delle banche non sarà riportata alle tecniche di valutazione del rischio di prima dell'emanazione del Testo Unico del 1993, esse saranno sempre meno "utili" alle imprese, soprattutto a quelle di dimensioni piccole. Infatti, con l'introduzione della banca universale, si è interrotto quel processo di formazione delle professionalità che poteva accompagnare le imprese nel finanziamento dei loro progetti con obiettivi di medio-lungo termine e, nel nuovo sistema bancario, si vi è stata una commistione di ruoli e specializzazioni. Questa commistione ha fatto in modo che, dall'anticipo delle fatture all'erogazione di prestiti di ampia portata, vi sia

[113] Meles A., *Private equity e sviluppo dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, pp 12 ss. 2013.

stato un appiattimento del ruolo delle banche: le decisioni si sono accentrate e meccanizzate ed il sistema bancario ha perso il contatto con il tessuto industriale.

Attualmente, secondo un'analisi svolta da *Il Sole24Ore*, il mercato italiano delle *M&A* nel settore delle PMI sta subendo un'accelerazione grazie proprio alle tante operazioni di *private equity*, sia in termini di acquisizioni che in termini di cessione di partecipazioni. Nei primi quatto mesi del 2018, molte PMI sono state interessate da questo *trend*: la *Favini*, società *leader* nella realizzazione di grafiche innovative; la *Savio Macchine Tessili* di Pordenone; il gruppo alimentare *Nutkao*, specializzato nella produzione di creme spalmabili alla nocciola e cacao; il *Gruppo Tieffe* di Pavia, che produce raccordi per applicazioni oleodinamiche; l'impresa *Rigoni di Asiago*, produttrice di miele e marmellate biologici, solo per citare alcune delle tante brillanti operazioni in cui vi è stata la partecipazione di un Fondo di *private equity*.

Nel 2018 i Fondi presentano grande liquidità, grazie agli ottimi *fundraising* effettuati nel 2017, e l'Italia sta seguendo il *trend* positivo del *private equity* in Europa, nella quale i *buy out* rappresentano il 17% del totale del *M&A*, la quota più alta dagli anni pre-crisi, cioè dal 2007[114].

[114] Festa C., *I fondi di private equity sbloccano i deal sulle PMI*, Articolo pubblicato su *Il Sole24Ore* del 16 aprile 2018.

CAPITOLO IV

Sommario: Premessa – 4.1 Piquadro Spa. La piccola impresa cresce grazie all'intervento del *private equity* - 4.2 *Orange Fiber* Srl: l' idea vincente di un particolare prodotto, tra i finanziamenti di *business angels* e *venture capital*- 4.3 *Alajmo*: il ristorante stellato diventa gruppo imprenditoriale internazionale grazie al *private equity*

Premessa – *In questo capitolo, nel quale si cercherà di dare corpo alla parte teorica che ha occupato la parte precedente del presente lavoro, si approfondirà l'incidenza sulle dinamiche industriali dell'ingresso dei Fondi di private equity e venture capital nelle imprese oggetto della ricerca, onde valutare quanto abbia influito questa forma di finanziamento sull'evoluzione delle stesse. Tutte le notizie ed i dati sono stati tratti dai siti istituzionali delle imprese e dalla stampa di settore.*

4.1 *PIQUADRO SPA*. LA PICCOLA IMPRESA CRESCE GRAZIE . ALL'INTERVENTO DEL *PRIVATE EQUITY*

La storia di *Piquadro* comincia nel 1987, da un'idea di Marco Palmieri allora azionista al 95%, che ha sempre ricoperto gli incarichi di presidente ed AD, con il rimanente 5% delle quote sociali detenute dal fratello Pierpaolo, oggi direttore commerciale. Pochi anni prima, Marco Palmieri era iscritto, con scarso profitto, alla Facoltà di Ingegneria presso l'Università di Bologna, e per guadagnare qualcosa cominciò a comprare piccola pelletteria, soprattutto portafogli e cinture, da vari laboratori artigianali emiliani e toscani per rivenderli ai commercianti al dettaglio di Bologna, Modena e Lucca, girando a bordo di una sgangherata Renault 5. Nelle botteghe che frequentava per fare i suoi acquisti ebbe modo di conoscere tecniche e macchinari per la lavorazione della pelle e ben presto impiantò un piccolo laboratorio dove produrre gli articoli di piccola pelletteria, da rivendere poi alla rete di

commercianti con cui aveva stabilito contatti nei due anni in cui, da strudente, si era improvvisato commerciante. Gli affari andarono bene e Marco coinvolse il fratello minore Pierpaolo.

Quando comincia la storia di *Piquadro*, nel 1987, l'azienda è già una realtà consolidata che produce per conto terzi ed ha saputo inserirsi in un settore specifico, poiché i suoi committenti sono i principali *brand* di alta moda italiani. Si tratta, dunque, di un'impresa a conduzione familiare che, nel febbraio del 2002, allo scopo di trovare sostegno al proprio sviluppo, essendo passata dalla produzione per conto terzi a quella in proprio, apre il capitale dell'azienda, all'epoca valutata dieci milioni, al fondo di *private equity Development Capital* del gruppo *Fineco*, il quale rileva una quota del 25%. Il restante 75% rimane suddiviso tra i due fratelli: 70,67% Marco ed il 4,33% al fratello minore Pierpaolo. L'azienda, intanto, delocalizza parte della produzione in Cina, nei dintorni di Shenzen, anticipando molti imprenditori italiani che delocalizzano la produzione ancora verso l'Europa dell'Est. Palmieri fa produrre borse e cinture con le pelli che acquista nei dintorni di Firenze o nel Veneto e che poi spedisce in Cina; è un vanto di Marco Palmieri ribadire che " *enorme è la differenza tra il fare produrre in Cina ed il produrre in Cina con il proprio know how ed i propri materiali*", che in altri termini vuole intendere: produrre in Cina, dunque, ma non alla cinese, bensì all'italiana, salvaguardando la qualità e contenendo i costi. Tutto il resto avviene in Italia: le spese per la ricerca ammontano al 7-8% degli affari con un ufficio di tre *designer* e sette tecnici, una rete distributiva composta da diciotto negozi monomarca (dieci all'estero e otto in Italia), di cui alcuni di proprietà, e duecentocinquanta *corner*.

In quegli anni *Piquadro* sposta la sua sede operativa in un nuovo stabilimento nel cuore dell'Appennino tosco-emiliano, a Gaggio Montano, un paesino vicino Bologna. Lo stabilimento è progettato dall'architetto Karim Azzabi e viene inaugurato dall'allora Ministro dell'Industria, Commercio ed Artigianato Pier Luigi Bersani. L'edificio è in metallo e vetro con un design avveniristico e una logistica così *hi-tech* da consentire ad un ordine inviato per via telematica da oltreoceano o dall'Estremo Oriente di mettere automaticamente in movimento le macchine nel magazzino senza il bisogno dell'intervento di un operatore, così che l'ordine stesso possa essere evaso in ventiquattro o al massimo in quarantotto ore. *Design*, comfort e tecnologia, per i

fratelli Palmieri, non sono soltanto un imperativo per i loro prodotti, ma anche per la loro sede, che deve rispecchiare la filosofia del Gruppo. Nel 2005, avviene lo switch[115] fra Fineco e Bnl che, con il Fondo *Investire Impresa,* finanzia la fase di *expansion* con 8,4 milioni, per una valutazione complessiva di 34 milioni (ventiquattro di *equity* e dieci di debito). Nel novembre 2006, nasce la *Piquadro Hong Kong* grazie ad una *joint venture* con una *trading company* cinese specializzata nel distribuire prodotti europei esclusivi e di lusso in estremo Oriente. L'ingresso del nuovo socio comporta cambiamenti alla struttura societaria: viene costituitala *Piquadro Spa*, che conferisce tutti gli *asset* a una *Newco*, a sua volta controllata dalla *Piquadro holding*, che fa capo per il 60,57% alla *Piqubo Spa* (100% Marco), per il 4,33% a Pierpaolo e per il 35 % a *Bnl Investire Impresa*, Fondo in scadenza nel marzo 2008. Di seguito, la *Newco* assume il nome di *Piquadro Spa,* che è di fatto la società che approda in Borsa, nel segmento Expandi[116], dove l'azienda viene collocata a 110 milioni. L'ingresso in Borsa è un successo e consente l'avvio dell'*exit* del Fondo gestito dalla Bnl, il cui investimento risulta adeguatamente remunerato ed in tempi non eccessivamente lunghi, ossia meno di tre anni[117].

---

[115] In finanza il termine *switch* indica il passaggio da un titolo ad un altro, come ad esempio la vendita di un'obbligazione per l'acquisto di un'azione, o tra due titoli simili di società diverse o la sostituzione, come in questo caso, di un investitore con un altro.

[116] Il mercato EXPANDI® è nato nel 2003, all'interno di Borsa Italiana. Esso è dedicato alle piccole imprese ed alle società che intendono avvicinarsi al mercato finanziario in modo graduale. EXPANDI®, con Regolamento approvato dalla Consob, ha revisionato profondamente un mercato regolamentato già esistente, il *Mercato Ristretto*, con l'obiettivo di dare impulso alla quotazione delle PMI, asse portante dell'economia italiana, consentendo loro di trovare un mercato caratterizzato da requisiti di ammissione più semplici e da un processo di quotazione più agile. Il termine *EXPANDI* indica proprio l'ampliarsi degli orizzonti, l'aprirsi di nuove porte e passaggi. Borsa Italiana ha scelto questo nome per dare enfasi alle opportunità di crescita per le imprese e per il sistema finanziario nel suo complesso che questo mercato può offrire. Il mercato EXPANDI® è stato concepito anche per dare impulso allo sviluppo del *private equity* specializzato sulle piccole imprese, ponendo le basi per un loro percorso di crescita equilibrato verso la quotazione. Ai fini di quest'ultima è richiesta la pubblicazione di almeno due bilanci di cui l'ultimo certificato; la qualità delle imprese in questo mercato è ricercata da Borsa Italiana nel *track record* espresso nei numeri storici: l'ammissione viene infatti subordinata alla verifica della sussistenza di indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi; in particolare la società deve presentare negli ultimi due esercizi un risultato ordinario consolidato ed un risultato netto - sia civilistico che consolidato - positivo e un rapporto debito finanziario netto/margine operativo lordo consolidato inferiore a 4; il risultato netto dell'ultimo esercizio inoltre deve essere almeno pari a 100.000 euro. (Glossario Borsa Italiana, voce: *Mercato Expandi*)

[117] Nel *RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2007* di *BNL Investire Impresa* si legge : *"[…], nel corso del 2007 sono state disinvestite alcune partecipazioni in aziende non quotate: in particolare, […] In aggiunta, a fine ottobre 2007 è stato incassato il corrispettivo di una prima quota (10% su un totale del 35%) delle azioni di Piquadro Holding detenute dal Fondo, nell'ambito di un accordo con i soci di maggioranza che prevedeva la cessione della totalità della partecipazione del Fondo successivamente alla quotazione al mercato Expandi della controllata operativa Piquadro Spa, effettivamente avvenuta il 25 ottobre 2007. Su tale prima tranche si è realizzata una plusvalenza di euro 4,7 milioni rispetto al*

L'apertura del capitale sociale di *Piquadro* a terzi, a differenza di quanto si è detto nel precedente capitolo a proposito delle imprese familiari che sono restie ad aprire il capitale sociale ad "estranei", è invece stata vista dai fratelli Palmieri quale indispensabile strumento per lo sviluppo della propria impresa, poiché in grado di apportare ingenti risorse finanziarie, nonché competenze e professionalità. *Piquadro* riesce. così, a percorrere la via dello sviluppo in tempi brevi, in meno di un ventennio, collocando i propri prodotti ed il *made in Italy* in tutto il mondo, cosa che non sarebbe stato possibile realizzare con l'autofinanziamento, né con il ricorso al capitale di debito. Dal loro canto, gli investitori *private* sono stati attratti da un modello di *business* di ampio respiro, dalle figure imprenditoriali dei fratelli Palmieri, determinate ad espandersi e svilupparsi con successo, e dalla breve, ma lusinghiera, storia dell'azienda.

Dai dati ufficiali emerge che il fatturato cresce da 22 a 30 milioni di euro nei due anni successivi all'ingresso del Fondo *Development Capital* gestito da Fineco ed i ricavi al 31 marzo 2007 del gruppo, dopo l'ingresso del Fondo gestito da Bnl ammontavano a 35,7 milioni con margini di redditività intorno al 20%, 5,3 milioni di utili netti e 2,4 di dividendi. Sempre al 31 marzo la posizione finanziaria netta era di 11,1 milioni. La liquidità apportata dai Fondi serve all'impresa per far fronte ai suoi progetti: aprire negozi monomarca all'estero, in modo da arrivare in pochi anni ad un *export* che copra la metà del fatturato; spingere nella vendita delle valige e delle borse femminili in modo da raddoppiare la quota di vendita, aprire un altro stabilimento all'estero dopo che gli stessi terzisti cinesi hanno cominciato a produrre fuori dalla Cina per via dei costi in aumento. Si comincia a pensare all'India ed al Vietnam.

L'espansione ed il consolidamento dell'impresa continua anno dopo anno e, nel 2016, Piquadro rileva *Il Ponte Pelletteria*, società fiorentina, cui fa capo il noto marchio di pelletteria di lusso *The Bridge*. Il contratto firmato prevede l'acquisto

---

corrispondente costo d'acquisto di euro 2,4 milioni. Sulla base degli stessi accordi contrattuali ed in previsione d'incassare la restante parte (25%) nel primo trimestre 2008, nel presente rendiconto anche tale residua quota di partecipazione in Piquadro Holding è stata rivalutata ad euro 17.700 mila, per recepire il valore di futuro realizzo della stessa. In effetti, successivamente alla chiusura del periodo di riferimento del rendiconto, in data 11 febbraio 2008, il Fondo ha ceduto anche la suddetta residua quota di partecipazione incassando euro 17.758 mila rispetto al relativo costo di acquisto di euro 6,0 milioni"

dell'80% del capitale della società e un'opzione reciproca *put&call*[118] sul restante 20% da esercitarsi tra il 2021 e il 2023, mentre il prezzo è pari a 3,175 milioni da corrispondersi in due *tranche*[119].

Nel 2018 *Piquadro* ha acquisito *Lancel International* dal Gruppo Richemont, colosso del lusso svizzero; la *Lancel International* produce, dal 1876, pelletteria di lusso. Quale prezzo per l'acquisizione, la *Richemont* riceverà una quota degli utili realizzati dal gruppo *Lancel* nei dieci anni successivi al *closing*, ma la quota complessiva di utili che potrà essere destinata a *Richemont*, in base a tale meccanismo, non potrà eccedere i trentacinque milioni di euro. Al solo annuncio, nel febbraio m2018, dell'avvio delle trattative tra l'impresa emiliana e la Richemont, senza che siano stati sottoscritti documenti vincolanti, ma solo avviate le attività di *due diligence*, il titolo *Piquadro* tocca i massimi con un + 4%.

Piquadro ha chiuso l'esercizio fiscale 2017/2018, a marzo, con un fatturato di 97,63 milioni di euro, in aumento del 28,6% rispetto all'analogo periodo dell'esercizio precedente.

---

[118] Le opzioni sono contratti finanziari derivati che danno al compratore o al venditore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una data quantità di un'attività finanziaria sottostante ad un determinato prezzo di esercizio detto *strike*.

[119] Il *Ponte Pelletteria* è stata fondata nel 1969 e nel 2016 impiegava una sessantina di dipendenti nello stabilimento di Scandicci (FI) e venticinque nella rete di negozi monomarca in Italia ed all'estero. La sua rete distributiva è al 2018 è costituita da circa seicento punti vendita in Italia e settecento nel resto del mondo. Dal bilancio chiuso al 31 dicembre 2015 emerge che *Il Ponte Pelletteria* ha registrato un fatturato per la vendita dei prodotti pari a circa 22,2 milioni, un EBITDA negativo di circa 0,6 milioni e una perdita netta di 2,6 milioni con debiti netti per 8,5 milioni. *Piquadro* Spa, invece, ha chiuso l'esercizio al 31 marzo 2016 con 69,31 milioni di ricavi (+3,1%) e un utile netto di 11,5 milioni. L'esercizio 2017, invece, è stato chiuso da *Piquadro* con ricavi netti di vendita pari a 71,32 milioni di euro. Al contrario di *Piquadro*, nei quarant'anni di storia del gruppo *The Bridge*, la principale fonte di finanziamento è stata l'autofinanziamento, giacché con il *cash flow* generato dalla gestione corrente l'impresa ha finanziato i suoi processi di crescita e sviluppo, facendo poco ricorso a risorse finanziarie esterne, sia nella forma di debito che in quella del ricorso al *private equity*. Gli imprenditori di prima generazione sono stati sempre restii a dover rendere conto del proprio operato ad eventuali finanziatori esterni o ad altri soci esterni, quali appunto i Fondi di *private equity*, nonché al mercato dei capitali; cosicché il *management* si è sempre concentrato su obiettivi aziendali a breve e medio termine e poco o niente su quelli a lungo termine. Il percorso di sviluppo è stato dunque sostenuto solo dagli strumenti finanziari tradizionali, quali l'autofinanziamento e i debiti di funzionamento, senza mai ricorrere a fonti di finanziamento esterne quali il *private equity* o la quotazione sul mercato dei capitali. Il gruppo imprenditoriale ha sempre pervicacemente voluto mantenere proprietà e controllo che eventuali finanziatori esterni avrebbero potuto intaccare.

Concludendo, i due fratelli imprenditori hanno sempre detenuto la maggioranza del capitale sociale delle imprese del gruppo, spesso per il tramite di altre società, ed hanno esercitato il potere di controllo sull'intero gruppo aziendale. In poco più di un ventennio, il Gruppo ha raggiunto la media dimensione con un fatturato di cinquanta milioni di euro, poi superato, impiegando complessivamente quasi seicento persone, intraprendendo un percorso *finance based*, caratterizzato dall'ampio ricorso a risorse finanziarie esterne, sia nella forma di capitale di debito che di capitale di rischio, ma soprattutto dalla collaborazione intensa con i Fondi di *private equity*. L'esperienza dell'azienda con questi ultimi è stata senz'altro positiva, incidendo fortemente sulle dinamiche industriali di *Piquadro* che, grazie al loro intervento, ha potuto consolidarsi, espandersi, anche con acquisizioni, ed internazionalizzarsi, confermando che la chiusura all'ingresso dei Fondi, da parte delle imprese familiari, rappresenti un elemento di criticità per ciò che riguarda il loro sviluppo. Di certo si può affermare che nella realtà appena descritta abbia giocato un ruolo fondamentale l'apertura mentale degli imprenditori e la loro cultura finanziaria che ha inciso sulla scelta delle modalità di finanziamento più opportune a sostegno del processo di crescita[120].

4.2 *ORANGE FIBER* SRL: L' IDEA VINCENTE DI UN PARTICOLARE PRODOTTO , TRA I FINANZIAMENTI DI *BUSINESS ANGELS* E *VENTURE CAPITAL*

[120] Tutti i dati riferibili all'evoluzione di *Piquadro Spa*, sono stati reperiti dal sito istituzionale dell'azienda stessa, dal sito di Borsa Italiana, da documenti ufficiali, interviste e articoli della stampa specializzata, nonché dal libro: Palazzi F, *Medie Imprese italiane, sviluppo e corporate finance*, FrancoAngeli, Milano, 2013, (*passim*).

Si è scelto di descrivere questa realtà imprenditoriale di successo poiché la sua breve storia racchiude gli elementi di cui si è parlato, in linea teorica, nella parte precedente del presente lavoro riguardo ai finanziamenti alternativi alle imprese, dai quali le *start up* possono trarre beneficio per venire ad esistenza come realtà imprenditoriali, nonché per svilupparsi.

Alla base di tutto vi è una *business idea* vincente, in questo caso estremamente innovativa, che proposta al mercato degli investitori riesce a trovare fondi per dare inizio all'attività. Vi è l'importantissimo ruolo dell'Università per sviluppare il progetto, verificandone la fattibilità, il ruolo delle istituzioni locali che hanno fatto da incubatore, ma determinante è stato l'intervento dei *business angels* e dei Fondi di *venture capital*, pubblici e privati, per lo sviluppo dell'impresa.

Orange Fiber è una giovane azienda italiana che ha brevettato e produce tessuti sostenibili ricavati dai sottoprodotti agrumicoli.

I tessuti di alta qualità sono prodotti partendo dalle centinaia di migliaia di tonnellate di sottoprodotto che l'industria di trasformazione agrumicola produce ogni anno e che altrimenti andrebbero smaltite, con costi elevati per l'industria del succo di agrumi e per l'ambiente. Le arance sono uno dei prodotti agricoli più diffusi in Sicilia, la terra delle due *startupper*, entrambe di Catania, che hanno concepito un'idea dirompente: creare un tessuto di alta qualità capace di rispondere al bisogno di sostenibilità dei *fashion brand* e del comparto moda-lusso utilizzando scarti alimentari. Per sostenibilità della moda vanno intesi sia l'impatto ambientale che le problematiche sociali. Infatti, in merito a queste ultime, dopo il crollo del fatiscente opificio tessile del *Rana Plaza*, in Bangladesh, nell'aprile del 2013, la moda ha mostrato uno dei suoi volti più disumani: 1133 operai del tessile morti e 2500 feriti. Gli operai e le operaie lavoravano ammassati in una struttura assolutamente insicura, in un ambiente malsano che avrebbe potuto ospitare non più di ottocento lavoratori. Il lavoro veniva svolto per quattordici ore al giorno, con turni anche festivi, e con un salario di circa 23 dollari mensili. Uomini, donne ed anche bambini in età scolare tessevano e cucivano su commissione, producendo le T-shirt ed i jeans che vengono venduti a bassissimi prezzi in tutto il mondo da marchi famosissimi.

Oltre a questi elevati costi sociali di sfruttamento indiscriminato dei lavoratori dei Paesi in via di sviluppo, quello di cui si è sempre parlato poco è l'impatto ambientale

di queste produzioni, giacché al pubblico dei consumatori non è noto che l'industria della moda a basso costo è seconda, come inquinamento, solo a quella del petrolio[121].

Queste cose le due ideatrici di *Orange Fiber*, Adriana Santonocito ed Enrica Arena, le conoscevano già, quando, da studentesse siciliane fuori sede condividevano lo stesso appartamento di Milano e discutevano di moda, di sostenibilità e di *marketing*. Adriana Santonocito, nel 2012, stava completando gli studi all'Istituto *Afol Moda* di Milano specializzandosi sul tessile, con una Tesi sui materiali innovativi e cominciava a riflettere sulla possibile risoluzione di un problema che in Sicilia è molto sentito: lo smaltimento degli scarti dell'industria agrumicola, il cosiddetto "*pastazzo*" fatto di bucce e filamenti delle arance spremute. Allora è sorta l'idea di estrarre dal pastazzo la cellulosa adatta ad essere filata. L'idea è stata portata all'attenzione del Politecnico di Milano che, per la verifica della fattibilità del processo ha avviato un percorso di sperimentazione con il dipartimento di Chimica dei Materiali. A fine 2012, dimostratane la fattibilità, le due imprenditrici hanno depositato il brevetto in Italia, estendendolo, poi, a livello internazionale.

Inizialmente, due sono i materiali con le quali è stata realizzata la fibra all'arancia: scarti degli agrumi e seta, successivamente la fibra dell'arancia è stata abbinata al cotone e ad altri filati.

Grazie alle nanotecnologie, l'olio essenziale di agrumi viene incapsulato e fissato sui tessuti; da qui, ha inizio un processo di rottura delle microcapsule presenti nel tessuto, in modo automatico e graduale, comportando il rilascio delle vitamine sulla pelle. In tal modo si può possedere un capo bello e di moda che al contempo sia anche funzionale al benessere di chi lo indossa, nonché più sostenibile, in quanto è realizzato, per oltre il 60% con scarti altrimenti destinati al compostaggio. Le sostanze rilasciate sono idratanti e ricche di vitamina C, i capi non ungono, pur nutrendo la pelle. Queste caratteristiche permangono fino a venti lavaggi, ma già si stanno studiando le modalità per la ricarica con detergenti ed ammorbidenti specifici.

L'altra ideatrice di *Orange Fiber*, Enrica Arena, laureata in *Cooperazione Internazionale per lo sviluppo* ed in *Comunicazione* aveva già maturato diverse esperienze in ambito della comunicazione *no profit* e *project management*, con *stage* in

[121] Si stima che il 60% delle fibre tessili attualmente prodotte sia derivato dal petrolio.

Italia ed all'estero. A lei in particolare, è dovuta la nascita della *start up*, poiché inizialmente le due amiche avevano deciso di vendere il brevetto a qualche industria tessile, ma Enrica ha convinto Adriana a fondare l'impresa, sfruttando esse stesse il brevetto. Tuttavia, come si è già detto a proposito delle *start up*, la carenza di fondi per gli investimenti iniziali, rappresenta sicuramente una barriera da superare. In questo caso, la co-fondatrice di *Orange Fiber*, Enrica Arena, con la sua esperienza, è stata in grado di avviare un ottimo *crowfunding*, accattivando ed attraendo gli investitori e coinvolgendo le istituzioni con questa innovativa idea di *business*. Si era, comunque, già in presenza di un brevetto. Inizialmente sono intervenuti, come finanziatori, due *Business Angels* ed un avvocato, ma la svolta decisiva si è avuta quando Trentino Sviluppo ha deciso di finanziare il progetto, accogliendo le due neoimprenditrici nell'incubatore *Ipoint* di Rovereto (TN). L'apporto di Trentino Sviluppo è stato fondamentale, non solo per il supporto economico, ma soprattutto per l'ingresso nell'incubatore, giacché sono state offerte strutture, servizi e consulenze che hanno consentito l'avvio di questa avventura imprenditoriale.

L'intraprendenza di Enrica ha fatto partecipare l'impresa, ancora *in nuce*, al *Changemakers for Expo*, un'iniziativa promossa da *Telecom* nell'ambito dell'Expo 2015 tenutosi a Milano e le due amiche sono state premiate per l'idea sostenibile dal punto di vista sociale ed ambientale che potesse avere uno sbocco pratico nel contesto dell'Expo che, come noto, era dedicato all'alimentazione. La risonanza del premio ricevuto ha suscitato l'interesse del *Parco Tecnologico Padano*, con sede a Lodi, dove le due socie hanno potuto mettere a punto, tra le varie strategie possibili, il modello di *business* da adottare, ricevendo l'aiuto di professionisti che hanno studiato i macchinari da utilizzare e il dimensionamento dell'impianto di trasformazione. Nello stesso periodo le due socie ricevono una menzione speciale da parte dell'acceleratore *Working Capital* di Catania, riavvicinandosi alla loro terra di origine. In Sicilia hanno modo di avere contatti con alcuni trasformatori di agrumi che si interessano all' idea ed acquistano quote della nascente società. Il 16 settembre 2015, in occasione dell'*Expo Gate* di Milano, nella giornata della *Vogue Fashion Night Out* presentano l'innovativo tessuto ottenuto dall'unione dell'esclusivo filato di acetato da agrumi alla seta, in due varianti: raso tinta unita (color seta naturale) e pizzo (colore naturale e nero), insieme a tre varianti di filato di colore giallo, verde lime e

arancio. Nel frattempo viene avviata l'ottimizzazione di un impianto, in Sicilia, per l'estrazione della cellulosa dagli agrumi, assieme ad un produttore di succhi, poiché la prima parte della produzione è bene sia fatta il più possibile vicino al luogo dove si trova la materia prima.

Nel 2017 *Orange Fiber* viene scelta come una delle storie pilota del concorso *Storie di Economia Circolare*, un concorso a premi rivolto a giornalisti, *videomaker*, fotografi, e *storyteller* con l'obiettivo di stimolare e promuovere, tra gli addetti del mondo dell'informazione, una rinnovata consapevolezza sulla sostenibilità ambientale, sui nuovi modelli produttivi e sui benefici per l'ambiente e la società che derivano da processi di transizione virtuosi. Il concorso si inserisce in un progetto più ampio di cui fa parte anche *l'Atlante Italiano dell'Economia Circolare*, la prima piattaforma *web* interattiva e partecipata che censisce e racconta le storie delle realtà economiche e associative impegnate ad applicare, in Italia, i principi della *circular economy*[122].
La *Orange Fiber srl* entra a pieno titolo nei 107 Campioni dell'economia circolare italiana del 2017.

Nello stesso anno, nella compagine sociale entra il *Fondo Smart&Start di Invitalia*[123] e l'impresa si espande, coinvolgendo nella sua filiera imprenditoriale *made in Italy* anche imprese e mercati di altri Paesi. Infatti, la prima parte della

[122] La *circular economy*, o economia circolare è l'economia del futuro e rappresenta il superamento del modello "lineare", basato sul paradigma *take-make-waste*, ormai palesemente insostenibile poiché sfrutta indiscriminatamente le risorse limitate del Pianeta e produce una quantità enorme di rifiuti. Il modello circolare, invece, prevede che i rifiuti, costituiti sia dagli scarti delle lavorazioni agricole ed industriali che dai prodotti alla fine del loro ciclo di vita, siano reimpiegati come "materie prime seconde" per dare vita a nuovi prodotti senza depauperare ulteriormente le risorse della Terra. Prevede, altresì, che le produzioni tendano a diventare *clean*, riducendo l'impatto ambientale, in un'ottica di sostenibilità.

[123] *Smart&Start Italia* sostiene la nascita e la crescita delle *startup* innovative ad alto contenuto tecnologico per stimolare una nuova cultura imprenditoriale legata all'economia digitale ed alla ricerca scientifica e tecnologica. La misura è stata rifinanziata dal Ministero dello Sviluppo Economico con 95 milioni di euro, previsti dalla Legge di Bilancio 2017. 45,5 milioni sono stati messi a disposizione dal *Pon Imprese e Competitività* 2014-2020 (D.M. 9 agosto 2016 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 246 del 20 ottobre 2016). La Direzione generale per gli incentivi alle imprese del Ministero dello sviluppo economico, in conformità all'art. 38, paragrafo 1, lettera b) del Regolamento UE n. 1303/2013, ha disposto il primo versamento di importo complessivo di 9.142.500 euro sul Fondo rotativo costituito presso *l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A.*, destinato alla concessione dei finanziamenti agevolati in favore delle imprese beneficiarie delle agevolazioni, a valere sullo strumento *Smart & Start Italia*, nell'ambito del Programma Operativo Nazionale *Imprese e competitività 2014-2020" FESR*. Dalla sua costituzione, nel settembre 2013, *Smart&Start* ha finanziato oltre 700 *start up* con progetti prevalentemente nei settori dell'economia digitale, *life science*, ambiente ed energia, a fronte di oltre 200 milioni di euro di agevolazioni concesse. (Dati da http://www.smartstart.invitalia.it/site/smart/home.html)

trasformazione avviene in Sicilia, dove la cellulosa utile per la filatura viene estratta dalle arance per essere poi mandata in Spagna, dove un'azienda *partner* la trasforma in filato [124]. Infine, rientra in Italia, in una tessitura comasca, dove avviene la trasformazione in prodotto, ovvero in un tessuto sostenibile di alta qualità per il settore moda e lusso. Il carattere innovativo del progetto riguarda quindi sia il processo brevettato che la creazione di una filiera industriale nuova: *Orange Fiber* è riuscita ad innestarsi, trasversalmente, in filiere esistenti e ad unire settori industriali totalmente diversi tra loro come l'agrumicolo ed il tessile. Al momento le varianti di tessuto prodotte sono *Orange fiber twill*, composto dal 69% di cellulosa da agrumi e dal 31% di seta; *Orange fiber popeline*, composto dal 27% di cellulosa da agrumi ed il 72% di cotone; *Orange fiber jersey*, composto dal 94% di filato ricavato dagli agrumi ed dal 6% di elastam.

Foto n. 4.1 - Il filato per il tessuto nato dagli scarti della lavorazione delle arance

***Fonte* – www.orangefiber.it**

Sempre nel 2017, il Gruppo di alta moda *Salvatore Ferragamo* ha dato vita ad una particolare linea: la *Capsule collection*, omaggio alla creatività mediterranea, esposta nelle vetrine dei principali *flagship store* della *griffe* fiorentina in tutto il mondo. La collezione, ovviamente, è stata realizzata con i tessuti prodotti da *Orange Fiber Srl*, impreziositi dalle stampe originali di Mario Trimarchi, architetto e *designer*, vincitore del *Premio Compasso d'Oro* nell'edizione 2016.

[124] Sono le stesse imprenditrici a giustificare questo "passaggio", dovuto al fatto che in Italia non esistono più aziende specializzate nella filatura.

La collaborazione con Ferragamo è stata importante anche per avere accresciuto la visibilità di *Orange Fiber* a livello internazionale, oltre ad avere fatto conseguire i primi notevoli risultati in termini economici, con un fatturato che tra il 2016 e il 2017 si è attestato sui quattrocentomila euro. Un risultato ragguardevole se si pensa che la *business idea* delle due imprenditrici è solo del 2011.

Il nuovo obiettivo delle *startupper* è quello di aprire una nuova fase del progetto: abbattere i costi di produzione, cercando di realizzare economie di scala e cambiare anche posizionamento, facendo uscire questi tessuti innovativi dalla nicchia dell'alta moda, estendendo il *target* di riferimento in modo da creare più occupazione e maggiore benessere per l'ambiente.

Foto 4.2 - Immagine pubblicitaria di Ferragamo di un foulard realizzato con tessuto Orange Fiber

Fonte - https://www.ferragamo.com/shop/ita/it/sf/collections/orange-fiber--41780

Orange Fiber, prima dell'incontro con *Ferragamo*, aveva aperto la propria compagine societaria, siglando un accordo che ha previsto il suo ingresso nel portfolio della *FTL Venture Inc*., il Fondo internazionale di *venture capital* fondato dall'imprenditrice e *fashion editor* Miroslava Duma per sviluppare le sinergie fra le nuove tecnologie e le innovazioni sostenibili ed incentivare prodotti e *brand* che rispondano alle nuove esigenze della moda in un'ottica di sostenibilità ambientale e sociale.

Attualmente La *Orange Fiber Srl* è composta da cinque membri: Adriana Santanocito, CEO e socio fondatore, specializzata in fibre tessili innovative; Enrica Arena, CMO e socio fondatore, specializzata in *marketing*, comunicazione e raccolta fondi; Francesco Virlinzi e Antonio Perdichizzi imprenditori siciliani e finanziatori iniziali dell'impresa come *business angels*, Corrado Blandini, legale. Dopo l'ingresso del Fondo internazionale di *Venture capital Fashion Tech Lab – FTL Ventures*, l'imprenditrice Miroslava Duma, è membro dell'*advisory board* dell'azienda[125].

Nel momento in cui si scrive ben dodici persone sono impiegate nell'impresa con contratti a tempo indeterminato.

Il Fondo internazionale di *Venture capital Fashion Tech Lab, (FTL Ventures)* è stato definito, dalla stessa Miroslava Duma, come un ibrido di un fondo di *venture capital*, un acceleratore ed un laboratorio sperimentale, che consente alle aziende di ricevere finanziamenti, incontrarsi con altre imprese del settore e sperimentare le ultime tecnologie per accelerare gli sforzi delle industrie della moda a diventare più innovative e sostenibili. Il ramo di investimento della società ha assicurato almeno cinquanta milioni di dollari da investire in società sostenibili come è avvenuto per *Orange Fiber*.

Il contributo finanziario, ma anche quello delle competenze e conoscenze apportate dal Fondo, ha giovato sul piano delle dinamiche aziendali della piccola impresa italiana ed ha reso possibile l'incontro con il *brand* di alta moda di Ferragamo, poiché il suo ingresso nel capitale di *Orange Fiber* ha accresciuto anche la visibilità ed il prestigio della società partecipata. Il *Fondo FTL* si è posto l'obiettivo di riempire un vuoto nel panorama del finanziamento della tecnologia della moda e dello sviluppo del prodotto, al fine di trasformare il settore in una vera industria del ventunesimo

[125] Il Fondo di *venture capital*, come anticipato nella prima parte del presente lavoro, offre capitale di rischio ad imprese non quotate, ma con alte potenzialità di crescita e che si trovino nella prima fase del ciclo di sviluppo o che addirittura siano ancora da costituire. In generale, l'intervento dell'operatore è a medio-lungo termine e non è solo di natura finanziaria ma anche gestionale, giacché esso è direttamente coinvolto nella conduzione dell'impresa partecipata. Generalmente una o più persone, per curare l'investimento effettuato dal Fondo ed apportare le proprie competenze affinché il *business* della *start up* finanziata si realizzi al meglio, siedono nel CDA, o almeno, come in questo caso, nel Comitato consultivo dell'impresa.

secolo e contribuire a dare uno slancio globale per la transizione verso un'economia più sostenibile ed intelligente. La remunerazione dei capitali investiti fino ad ora dal Fondo in varie imprese sparse in tutto il mondo è stata molto soddisfacente.

Per ciò che concerne gli investimenti dei *business angels* e di altri imprenditori coinvolti inizialmente nel *fundraising* di *Orange fiber*, che hanno acquistato quote della società, anch'essi sono beneficiati, come *shareholder*, per la funzione segnaletica fornita al mercato dalla scelta del Fondo.

Infine, soprattutto per il caso esaminato nel primo paragrafo di questo capitolo, *Piquadro*, ma anche per la *start up* del presente paragrafo, trova conferma la cosiddetta *long-term value-added hypothesis*[126] elaborata da vari economisti tra il 2002 ed il 2009: per questa ipotesi, l'impresa finanziata dovrebbe continuare a beneficiare degli effetti positivi prodotti dall'ingresso di un Fondo, anche dopo il disinvestimento, poiché i cambiamenti introdotti in azienda dall'investitore istituzionale continuano ad incidere sulla struttura organizzativa, sulle strategie aziendali e sulla struttura di *corporate governance* anche dopo la sua *exit*, rimanendo così patrimonio di quella particolare realtà imprenditoriale e contribuendo al suo successo anche sul lungo termine.

[126] Per un approfondimento sulla *long- term value-added hypothesis*. *Cfr*. Meles A. et al, *L'impatto del private equity per l'impresa target: benefici transitori o strutturali?* - Impresa Progetto, in *Electronic Journal of Knowledge Management*, n. 1, 2016, all'indirizzo www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/wp_meles.pdf

4.3 *ALAJMO*: IL RISTORANTE STELLATO DIVENTA GRUPPO IMPRENDITORIALE INTERNAZIONALE GRAZIE AL *PRIVATE EQUITY*

Si è scelto di approfondire la realtà imprenditoriale *Alaimo SpA*, per due ordini di motivi: innanzitutto l'ingresso di un Fondo di *private equity* nella compagine sociale dell'impresa è il primo caso, in Italia, ed il secondo in Europa, dopo la Francia, in cui un investitore istituzionale finanzia e partecipa una società il cui *core business* è rappresentato dalla ristorazione di alto livello. In secondo luogo è un caso in cui risulta molto evidente l'apporto delle competenze e del *network* di relazioni di cui trova a beneficiare, nella sua fase di *expansion*, l'impresa *Alajmo* dopo l'apertura al Fondo.

Massimiliano Alajmo è il più giovane *chef* mondiale ad aver ottenuto il massimo riconoscimento concesso dalla *Guida Michelin*, la vera e propria Bibbia per gli amanti e per i cultori del gusto e della qualità. Oggi *Alajmo SpA* ha conquistato Parigi, si prepara ad aprire a Milano ed in Marocco e, soprattutto, è protagonista di un accordo concluso con un *partner* sudafricano dell'*hotellerie*, *Leeu Collection*, dal quale potrebbe derivare una spinta ulteriore per il *business* internazionale del Gruppo capitanato dai fratelli Raffaele e Massimiliano Alajmo, di cui il primo è amministratore delegato ed il secondo direttore "creativo", in quanto *chef* e "firma" dei menù di tutti i ristoranti del Gruppo.

Si descrive, ora, questa realtà che è stata guidata nella fase di *expansion* da un Fondo di *private equity*, entrato nel capitale sociale nel 2010 ed in *exit* nell'anno in cui si scrive, con la riacquisizione delle quote da parte della famiglia Alajmo. Un Fondo il cui investimento è stato molto "paziente", giacché durato oltre otto anni, ma che ha garantito e conseguito risultati eclatanti: al momento del suo ingresso, il *Gruppo Alajmo* aveva un fatturato di cinque milioni di euro, in soli due anni lo aumentava ad oltre nove milioni; nel 2016 lo ha quasi triplicato, arrivando a circa quattordici milioni di euro, e lo ha ancora migliorato, nel 2017, per un ulteriore milione di euro..

Il Gruppo, ad oggi, è accreditato di complessive cinque stelle *Michelin*. La fase espansiva comincia, dunque, nel 2010 ed oltre alla ristorazione, negli anni vengono sviluppate diverse attività complementari al *core business* aziendale: dalla linea di posate di design per la tavola, ai libri, dalla vendita di prodotti alimentari al servizio *catering* per ricevimenti ed eventi. Grazie all'acquisizione dello storico *Caffè Quadri* di Piazza San Marco a Venezia, nel 2012, la società raddoppia quasi il proprio fatturato, trovandosi con 130 dipendenti contro gli ottanta del 2010, prima che il Fondo di *private equity* entrasse nella compagine sociale.

Il primo locale della famiglia, impiegata nella ristorazione da cinque generazioni, si trova a Sarmeola, un piccolo centro alle porte di Padova, e fu aperto come ristorante con il nome di "Le Calandre"[127], agli inizi del 1990, ma che già apparteneva alla famiglia come albergo, rilevato negli anni Sessanta dal nonno materno Vittorio Chimetto, che all'epoca possedeva un bar-pasticceria, "*Il Calandrino*" poi ampliato in trattoria.

La società degli Alajmo nacque nei primi anni Novanta con l'apertura del ristorante; agli inizi contava poco meno di trenta dipendenti e la società prendeva il nome di "*Interland s.r.l.*", un caso di piccola azienda del nord-est il cui capitale sociale era per l'85% detenuto dai genitori e, per la restante parte, in proporzione, dai tre figli.

Nel corso degli anni, i gradi di responsabilità sono passati per la quasi totalità ai figli e si è deciso di fondare una *NewCo*, una società nuova senza linee di credito e con un contratto di locazione con la *Interland Srl*, proprietaria degli immobili. In questo modo veniva divisa la proprietà che se, da un lato, restava in mano ai genitori per il tramite della società madre, dall'altro vedeva aumentare la quota di partecipazione dei tre figli. All'inizio, la *NewCo* fece registrare un aumento del capitale sociale sottoscritto da *Interland Srl* che conferiva all'azienda; questa nuova società si presentava al sistema bancario come un veicolo completamente nuovo, poiché tutta la parte di finanziamenti, mutui e fideiussioni era rimasta in capo alla precedente società, che comunque

[127] Il ristorante *Le Calandre*, nei pressi di Padova, nel 2018, ha conquistato la ventitreesima posizione nella graduatoria dei *The World's 50 Best Restaurants*, guadagnando sei posizioni rispetto all'anno precedente.

continuava ad onorare gli impegni attraverso i proventi derivanti dalla locazione degli immobili alla *NewCo*. La nuova società creata veniva amministrata direttamente da Raffaele Alajmo il quale si presentava a tutti gli istituti di credito presso i quali già venivano intrattenuti i rapporti con la precedente società richiedendo le stesse linee di credito di quest'ultima e la possibilità di non dare alcuna garanzia. A fronte di tale richiesta, la maggior parte delle banche dava piena disponibilità, innanzitutto per la serietà della compagine familiare, in secondo luogo apprezzando i nuovi obiettivi aziendali e la ristrutturazione posta in essere anche a fronte dei *business plan* proposti. Tra questi ultimi fu data particolare importanza alla ricerca di un socio. Per raggiungere questo *target*, Alajmo riteneva necessario preparare la struttura rinnovando, tra l'altro il ristorante "*Le Calandre*" ed introducendo i prodotti "*Alajmo design*" progettati dai due fratelli; per effettuare la ristrutturazione veniva richiesto ed ottenuto un finanziamento da mezzo milione di euro. Le banche non hanno mai esitato a confermare tutta la linea di affidamento e, grazie a ciò, la nuova società diventò operativa.

Per la ricerca del *partner* finanziario da far entrare nel capitale sociale, gli Alajmo cominciano a prendere contatti con alcuni fondi di *private equity*, e dialogando con *Palladio Finanziaria* si arriva ad un accordo per il quale il Fondo fa ingresso nel capitale sociale tramite un veicolo, il Fondo di *private equity Venice S.p.A*, controllato da *Palladio Finanziaria*.

Il *business plan* degli Alajmo viene proposto a *Palladio* poiché la finanziaria è curata da persone conosciute e stimate dalla famiglia. Il *business plan* presentato prevede uno sviluppo a livello internazionale della società ed è proprio in base a questo progetto che nasce la collaborazione tra il Fondo e gli Alajmo. Questa operazione di *private equity*, nel 2010, rappresenta una novità assoluta in Italia, poiché è la prima volta che un investitore istituzionale entra nella compagine societaria di un'impresa del comparto della cucina *made in Italy* di alto livello. Prima di questa operazione, solo in Francia un investitore istituzionale aveva partecipato una società il cui *business* fosse rappresentato dall'alta cucina, quando il famosissimo *chef* Paul Bocuse aveva aperto il capitale della sua società ad una partecipazione esterna, quella del Fondo *Natixis*, che aveva apportato i capitali per sostenere la società nel suo programma di investimento ed internazionalizzazione.

L'accordo, concluso nel Luglio 2010, fa entrare *Venice SpA* nel capitale sociale di *Alajmo SpA* con una quota del 25%, con l'inserimento di un'opzione a favore del nuovo socio che prevede la facoltà di quest'ultimo di aumentare la propria partecipazione nella società fino ad arrivare a possedere una quota pari al 35% dell'intero capitale sociale. La proprietà, anche in caso l'opzione venisse esercitata, resta comunque in mano alla famiglia Alajmo.

Alajmo SpA si giova immediatamente dell'importante *network* di relazioni e conoscenze del nuovo socio finanziario all'interno del capitale. Già in precedenza tra la società ed il gruppo Benetton era intercorsa una lettera di intenti per l'acquisizione di una proprietà a Venezia, visto che gli Alajmo ambivano ad aprire un ristorante nella città storica, ma tale progetto non era stato portato a termine per problemi di autorizzazioni con il Comune. Nello stesso momento e, grazie alla nuova rete di relazioni messe a disposizione dal Fondo, si presentò l'opportunità di acquisizione del famoso *Caffé Quadri* di Venezia, attività gestita da *Ligabue Catering*. Anche all'interno del capitale sociale di *Ligabue Catering* era presente un fondo di *private equity* gestito da *Alcedo SGR* che, attraverso il Fondo *Alcedo III*, nel mese di aprile 2010, deteneva il 40% del capitale della società. Gli Alajmo vennero a conoscenza di questa possibilità di acquisizione proprio grazie a *Palladio Finanziaria*, poiché essa partecipava anche al capitale sociale di *Alcedo SGR*. L'opportunità dell'acquisizione dello storico e prestigioso caffè veneziano, esistente dal 1775, nel punto più rinomato della città, era legata al fatto che il gruppo *Ligabue Catering* era in fase di ristrutturazione ed uno dei rami di cui voleva disfarsi, giacché ritenuto non più sufficientemente remunerativo, era proprio il *Caffè Quadri*. La possibilità fu dunque sottoposta a Raffaele Alajmo proprio nel periodo in cui la lettera d'intenti con il gruppo Benetton era scaduta ed era sfumata la possibilità di aprire un locale nella città lagunare. Con il consenso di *Palladio Finanziaria*, Raffaele Alajmo formulava una proposta che trovava, poi, il consenso dei Ligabue e che prevedeva la determinazione, attraverso una *due diligence* del valore del ramo d'azienda, l'acquisizione da parte di *Alajmo* del 100% di tale attività e, nello stesso momento in cui veniva fatto il bonifico per l'acquisto, *Ligabue Catering* entrava nel capitale di *Alajmo SpA* per lo stesso ammontare. L'azienda acquisita dalla società padovana fu fusa per incorporazione, facendo registrare un'ulteriore aumento di capitale sociale che arrivò ad un totale di

500.000,00 euro; la maggior parte del capitale sociale rimaneva ancora saldamente nelle mani degli Alajmo ed, attraverso l'acquisizione di un'importante locale storico veneziano, la famiglia aumentava i propri investimenti nel settore della ristorazione di lusso nel Veneto.

Foto n.4.1 – ***Le sale del Caffè Quadri di Venezia***

Fonte - https://www.alajmo.it/en/sezione/caffè-quadri/ristorante-quadri

L'obiettivo di crescita degli Alajmo, nonché punto focale del *business plan* presentato al Fondo per lo sviluppo della società, era non solo l'apertura di nuovi ristoranti in Italia, ma anche l'internazionalizzazione del gruppo e quindi l'espansione fuori dai confini nazionali. La *Palladio Finanziaria*, oltre ad essere socio-investitore nel capitale di *Alajmo SpA*, ha traghettato l'impresa verso queste mete, non solo con l'apporto finanziario, ma anche con le proprie competenze ed il suo *network* di contatti.

Al momento in cui si scrive, *Alajmo SpA* conta ristoranti gastronomici, bistrot, caffè: una galassia composta da dieci insegne, nove in Veneto, tra Sarmeola di Rubano, il punto di origine, ed a Venezia[128], oltre che a Parigi[129]. Un impero del *food* contrassegnato da un *brand* divenuto di fama internazionale, la cui estensione parte naturalmente dalla casa madre, *Le Calandre*. Le linee di *business* sono tre: locali

[128] A Venezia, oltre al *Caffè Quadri* ed al *Ristorante Quadri*, gli Alajmo hanno aperto un ristorante-*bistrot* il 1° Dicembre 2016. Si tratta di *Amo*, ubicato all'interno del centro commerciale di lusso T-Fondaco dei Tedeschi, un *megastore* del gruppo DFS (divisione del colosso francese del lusso Lvmh) di settemila metri quadrati distribuiti su quattro piani, vicinissimi al Canal Grande. Il bilancio del primo anno di vita di questo *bistrot casual* ha dato brillanti risultati.

[129] A Parigi, *Alajmo Spa* ha rilevato il *Caffè Stern* nello storico *Passage des Panoramas*, nel 2013.

gastronomici/*gourmet* che corrisponde al 43%, con Le Calandre e il Ristorante Quadri a contendersi la pole position in termini di fatturato – quella dei caffè/*bistrot* al 50% – nella quale è il *Grancaffè Quadri* il primo in assoluto – e la parte eventi e negozi gastronomici che genera il 7% del fatturato. Per la fine del 2018 sono previste due nuove aperture: un ristorante a Marrakesh e un nuovo locale a Milano, in Corso Como.

Foto n. 4.2 - ***Interno del Caffè Stern di Parigi, acquisito dal Gruppo Alajmo nel 2014***

Fonte - https://www.alajmo.it/caffe-stern

L'ingresso del Fondo, nel 2010, apportò un aumento di capitale da 1,5 milioni di euro ed è stato uno degli investimenti più longevi, ma anche ben remunerati, di *Palladio Finanziaria,* che indicò, all'epoca, un giovane *controller*, con cui fu organizzato il controllo di gestione, divenuto in seguito *Chief Financial Officer*, con la responsabilità della gestione e della pianificazione generale delle attività finanziarie della società partecipata.

4.4 *DUCATI*: I FONDI DI *PRIVATE EQUITY* RISANANO UN'IMPRESA IN CRISI.

La *Ducati* nacque nel 1926 con il nome di *Società Scientifica Radio Brevetti Ducati*, con sede nel centro di Bologna. L'impresa, specializzata nella ricerca e produzione di tecnologie per le comunicazioni radio, intendeva sfruttare industrialmente i brevetti di Adriano Ducati, uno dei tre fratelli fondatori dell'impresa, pioniere delle trasmissioni radiofoniche. Il giovanissimo ingegnere, infatti, aveva realizzato il primo collegamento stabile Italia-Stati Uniti, nonché il primo collegamento simultaneo tra i cinque continenti. Nello scantinato della villa di famiglia, i tre fratelli Ducati, avevano impiantato una vera e propria fabbrica. L'attività crebbe e nel 1936 i Ducati costruirono uno stabilimento appena fuori Bologna, a Borgo Panigale, paesino all'epoca popolato da fattorie e case coloniche ed oggi sede della *Ducati Motor Holding Spa*. Originariamente, l'azienda produceva condensatori ed apparecchiature radio. Lo stabilimento, che si estendeva su 120.000 metri quadrati, era l'entità produttiva più avanzata ed organizzata dell'industria bolognese, con due sale mensa, due sale lettura, una scuola professionale, due campi da tennis ed uno di pallavolo, di cui usufruivano i tremilacinquecento lavoratori. Dopo la fine del secondo conflitto mondiale, la fabbrica, che aveva subito un bombardamento, fu ristrutturata e l'azienda si ingrandì arrivando ad occupare settemila lavoratori. Furono realizzati anche una sala cinema ed un asilo nido per i figli dei dipendenti. La produzione venne divisa in *Ducati Elettrotecnica* e *Ducati meccanica*. Quest'ultima iniziò la produzione di motori Diesel e dei veicoli *Triumph Tr4*. Alla fine degli anni Sessanta iniziò la costruzione dei capannoni dove produrre le moto e fu costruito anche un piccolo circuito per collaudare le moto da corsa e da produzione. Nel 1972, Ducati vinse la leggendaria *200 Miglia* di Imola con la moto *Ducati 750* bicilindrica guidata da Paul Smart, e nel 1978 il *TT* dell'Isola di Man con Mike Hailwood.

Altra vittoria di rilevanza mondiale fu rappresentata dalla prima vittoria *SBK* conquistata nel 1988 da Marco Lucchinelli, preludio di quei 17 titoli *Costruttori* e 14 *Titoli Piloti* che in totale, ad oggi, completano l'Albo d'Oro Ducati in questo prestigioso campionato del mondo. Nel 2003 *Ducati*, dopo una lunga assenza dalle piste, entra anche nel *Campionato Mondiale MotoGP* dove, dopo soli quattro anni, nel 2007, conquista il titolo iridato *Costruttori e Piloti* con Casey Stoner.

Già da vari anni anni, tuttavia, il clima per i produttori di moto non era favorevole, e, a partire dal 1975, la *Ducati* era passata sotto il controllo dello Stato italiano tramite l'*EFIM l*, che cedette l'azienda nel 1978 alla ad un'altra società sotto controllo statale, la *VM Moto*, che faceva parte della galassia *Finmeccanica,* occupandosi soprattutto di motori diesel industriali e automobilistici. Il passaggio in secondo piano della progettazione e costruzione di moto, unito alle difficoltà sul mercato globale patite da *Ducati* per la concorrenza delle case produttrici di moto giapponesi, fecero sì che l'azienda si concentrasse maggiormente sulla produzione di motori Diesel per conto della controllante. La conseguenza di ciò fu un vero e proprio tracollo delle vendite che passarono da settemila moto nel 1981 a meno di duemila moto vendute nel 1984.

Il prestigioso ed iconico marchio italiano di moto stava quasi per scomparire, anche perché sotto la gestione statale era venuto a mancare l'impegno agonistico di *Ducati* che promuoveva l'immagine dell'azienda nel mondo grazie ai suoi successi nelle gare sportive. Il controllante statale aveva deciso che la partecipazione alle gare fosse troppo dispendiosa. L'impresa costruttrice di moto *Cagiva* acquistò la *Ducati* dalla *VM Motori* e ne mantenne il controllo fino al 1996, quando cedette il 51% delle azioni Ducati al Fondo di *private equity* statunitense *Texas Pacific*, che ebbe il merito di riportare la Ducati nelle gare sportive, e che nel 1998 acquistò il restante 49% delle azioni. La ricomparsa di Ducati sulle piste sportive fece riprendere le vendite. Nel 1999, il Fondo texano, valutata una buona remunerazione del capitale investito, collocò sul mercato il 65% delle azioni *Ducati* possedute. Nel 2006, il Fondo *Investindustrial* di Andrea Bonomi, acquistò una quota consistente delle azioni ed in un solo anno vi fu il ritorno all'utile. Successivamente, *Investindustrial* lanciò un'OPA per le azioni ordinarie di *Ducati* ancora non detenute. Furono poste in essere varie operazioni finanziarie, come operazioni di fusione per incorporazione, e si procedette,

nel 2008, al *delisting* dell'impresa. Con l'ingresso, nel 2006, del Fondo di *private equity Investindustrial* la società, riportò ottimi risultati, incrementando l'EBITDA di quasi quattro volte grazie a un riposizionamento attivo e ad investimenti a lungo termine nella gamma di prodotti dell'azienda e nella portata globale. Durante la permanenza del Fondo, *Ducati* acquista uno stabilimento ad Amphur Pluakdaeng, in Thailandia.

I due pilastri chiave per la creazione di valore dell'investimento di *Investindustrial* in *Ducati* sono stati il miglioramento operativo e l'espansione internazionale, entrambi elementi centrali nell'approccio operativo che caratterizza gli investimenti *private* di *Investindustrial*. Come risultato di questa strategia, *Ducati* ha lanciato diciassette nuovi modelli durante il periodo di investimento, arrivando a produrre l'80% dei suoi ricavi dai mercati esteri. Nel 2011 *Ducati* vende ben 42.200 unità.

Nel 2012, l'impresa è nuovamente quotata in Borsa ed avviene l'*exit* di *Investindustrial* e le quote di partecipazione nel capitale sociale di *Ducati* vengono cedute dal Fondo a *Lamborghini Automobili Spa* e la *Ducati* entra a far parte del *Gruppo Volkswagen AG*, poiché viene acquistata da Audi per ottocentosessanta milioni di euro, anche se l'esborso del colosso tedesco è superiore ai novecento milioni, se se si tiene conto dei versamenti in conto capitale per estinguere i debiti.

Sotto il controllo di *Volkswagen*, i ricavi del marchio sono saliti a 736 milioni del 2017. Dal punto di vista finanziario, tuttavia, i programmi di sviluppo hanno avuto una piccola battuta di arresto. Innanzitutto, *Ducati* non ha ancora ripagato l'investimento dei tedeschi, almeno in termini di dividendi, poiché la necessità di aggiornare le linee di produzione, di aumentare le risorse destinate alla ricerca e di aumentare il numero dei dipendenti per saturare gli impianti per i sette giorni della settimana, hanno compresso non il fatturato, ma la redditività. *Investindustrial* di Bonomi aveva chiuso il suo ultimo bilancio, il 2011, con un risultato operativo di 50,9 milioni di euro, pari al 10,6 % dei ricavi. La *Ducati*, sotto il controllo tedesco non ha più toccato quei livelli: nel 2017, infatti, il risultato operativo è stato di 51 milioni, ma pari al 7 % dei ricavi. L'azienda comunque è più grande, priva di debiti, più proiettata nel futuro, con unità produttive all'estero, ma le necessità d'investimento sono continue. Dopo lo scoppio

del "*dieselgate*[130]" si era temuto che *Volkswagen* potesse vendere *Ducati*, perché il nuovo AD del gruppo, Herbert Diess, non appena insediato, aveva dichiarato che si doveva valutare il valore delle attività ai margini del Gruppo ed eventualmente vendere alcune di esse, ma per il momento il pericolo appare scongiurato.

Il *case study* in commento è di scuola per ciò che rileva ai fini della ricerca del presente lavoro. Infatti, *Ducati*, dopo aver passato tutti i tipi di proprietà possibile, dall'imprenditoria di stampo familiare, alla gestione statale, alla finanza dei fondi di *private equity*, *Texas Pacific* prima ed *Investindustrial* poi, ha visto un miglioramento delle proprie dinamiche industriali solo con l'ingresso dei fondi nel suo capitale sociale. Se la gestione autonoma aveva registrato un forte calo delle vendite e quella statale l'aveva allontanata dal suo *core business*, dei due Fondi il primo l'ha rimessa sulle piste dello sport agonistico ridandole prestigio e visibilità internazionale, nonché facendo riprendere le vendite, il secondo l'ha fatta ritornare a progettare e produrre moto.

Oggi, *Ducati* è un'azienda sana, proficua, che guarda al futuro con ottimismo e fiducia, forte di un grande passato e di quella passione che ha connotato i suoi primi novant'anni di vita sul mercato. La creazione di valore apportata dai Fondi continua a produrre i suoi effetti positivi, confermando la *long-term value-added hypothesis*.

[130] Il "*dieselgate*", così definito dalla stampa internazionale, è lo scandalo che ha colpito l'azienda tedesca nel 2015 per avere truccato le emissioni dei motori Diesel. L'azienda tedesca ha dovuto riacquistare già circa 350.000 veicoli negli Stati Uniti, pagando più di 7,4 milioni di dollari. I veicoli ora giacciono in trentasette immensi parcheggi, definiti "cimiteri", negli USA ed i riacquisti di veicoli da parte di *Volkswagen* dureranno fino alla fine del 2019. La reputazione del marchio ha subito una forte scossa e ciò trova conferma nel fatto che le vendite dei marchi di proprietà del Gruppo (come *Skoda, Seat, Porsche*) sono in crescita, ma il marchio più vicino alla proprietà, *Volkswagen*, registra una forte contrazione nelle vendite da quando lo scandalo è venuto alla luce.

In Italia è giunta in Tribunale, la *class action* di oltre novantamila cittadini acquirenti delle auto incriminate, che chiedono un risarcimento pari al 15% del valore di acquisto. I legali di *Volkswagen*, avevano presentato istanza per l'inammissibilità della *class action* italiana, ma il Tribunale di Venezia l'ha respinta. La causa, capitanata da *Altro Consumo* va avanti e a fine 2018 è stata fissata la prima udienza.

CONCLUSIONI

Al termine della ricerca effettuata per dare vita al presente elaborato è possibile affermare che, in linea generale, l'ingresso di un Fondo di *private equity* nel capitale sociale di un'impresa influenzi positivamente le dinamiche industriali dell'impresa partecipata. Questo è emerso sia quando si è trattata la parte teorica, che dai casi empirici esaminati nella seconda parte della Tesi.

Infatti, a differenza del ricorso al prestito bancario, per l'impresa, l'ingresso di un Fondo rappresenta non solo un apporto di capitali ma anche un apporto di competenze, di trasferimento di *know how*, di aiuto nella gestione, di sfruttamento del *network* di contatti che il Fondo possiede. In merito a quest'ultimo, nel caso del *Gruppo Alajmo Spa*, descritto nell'ultimo capitolo, risulta chiaro che la prima acquisizione importante, quella del prestigioso *Caffè Quadri* di Venezia, sia stata resa possibile proprio dai contatti del Fondo, che ha segnalato ai fratelli Alajmo questa possibilità. Il Fondo gestito da *Palladio Finanziaria* era entrato nella compagine proprietaria di Alajmo, dopo aver esaminato il *business plan* presentato, dal quale si evinceva un intento di espansione in Italia ed all'estero. Gli Alajmo ambivano innanzitutto ad aprire un ristorante nella città storica, ma tale progetto non era stato reso ancora possibile a causa di problemi autorizzativi con il Comune di Venezia e della difficoltà a trovare una *location* di prestigio. Grazie alla nuova rete di relazioni messe a disposizione dal Fondo, i fratelli Alajmo vennero a conoscenza, prima di altri che potessero avere interesse all'acquisizione, dell'opportunità di realizzare la loro prima ambizione, con l'acquisizione del famoso *Caffé Quadri* di Venezia, poiché all'interno del capitale sociale della società che gestiva lo storico locale era presente un fondo di *private equity,* che deteneva il 40% del capitale della società, al quale partecipava *Palladio Finanziaria*.

Il *private equity*, nato già agli inizi del secolo scorso negli Stati Uniti, è oggi una realtà consolidata anche in Europa, ma in Italia, sebbene i casi di successo siano numerosi, non ha ancora avuto lo sviluppo che ci si aspetterebbe, dati i vantaggi che presenta rispetto alle forme di ricorso al credito tradizionale. Infatti, a differenza del prestito bancario, con le sue scadenze di rimborso di capitale ed interessi prefissate e totalmente sganciate dai risultati dell'impresa, è un "capitale paziente", un

investimento, da parte del *private capitalist* che attende il momento opportuno per la sua *exit*, rappresentato dal disinvestimento mediante la vendita delle proprie quote, che spesso vengono riacquistate proprio dalla società partecipata, o offerte al mercato all'entrata in Borsa della stessa. Si tratta di un investimento che può durare, mediamente, dai tre agli otto anni, ma può avere un orizzonte temporale ancora più lungo. Esso dà luogo ad un rapporto che è stato definito *win-win*, poiché il Fondo non è solo un prestatore di capitali, ma si adopera attivamente affinché l'impresa partecipata aumenti il suo valore. Più questo valore aumenterà, più il capitale investito dal Fondo sarà remunerato. Si pensi solo che, nel 1957, il Fondo del*l'American Research and Development Corporation* investì 70.000 dollari nella *Digital Equipment Corporation*, un'azienda pionieristica del settore informatico, apportando anche le proprie competenze commerciali e manageriali e dopo undici anni, nel 1968, quando la società finanziata divenuta un colosso venne quotata in Borsa, il capitale investito raggiunse un valore di 335 milioni di dollari, moltiplicandosi cinquemila volte. Oggi remunerazioni simili sono impensabili, ma comunque il *private equity* può giovare agli investitori così come alle imprese che finanzia ed assiste.

Spesso il disinvestimento avviene con la quotazione dell'impresa partecipata in Borsa, giacché uno dei modi di disinvestire è proprio il debutto in Borsa dell'impresa partecipata, ma nella realtà può anche accadere che imprese quotate, dopo l'ingresso di un Fondo, siano avviate al *delisting* volontario. Gli economisti si sono chiesti perché avvenga questo ed hanno cercato di trovare una motivazione che giustifichi quello che sembrerebbe il contrario di ciò che un Fondo dovrebbe fare, ossia traghettare un'impresa verso l'ingresso in Borsa. Il *delisting*, infatti, può essere interpretato come la volontà, da parte dell'impresa, di sottrarsi a scalate ostili o per rispondere all'esigenza di sottrarsi ad alcuni svantaggi della quotazione, come ad esempio la sottovalutazione del titolo, o gli oneri eccessivi che la quotazione comporta. Per alcuni Autori, la decisione di un *delisting* può originare anche dalla necessità delle imprese di intraprendere complesse operazioni di ristrutturazione aziendale che potrebbero influire in modo negativo sul proprio corso azionario, e si sceglie questa strada in modo che il mercato non abbia a condizionare la possibilità di portare a termine determinate strategie aziendali.

Anche nel *delisting* è determinante la partecipazione degli operatori di *private equity*, che possono svolgere un ruolo fondamentale al fine di garantire la buona riuscita di queste operazioni. Negli USA, il fenomeno del *delisting*, nel decennio che va dal 2005 al 2015, ha visto superare in numero di aziende, le cui quotazioni sono uscite dal listino di Borsa, il numero di quelle che si sono quotate ed oltre la metà dei *delisting* è stato condotto da fondi di *private equity*, che si sono sostituiti agli operatori del settore industriale di appartenenza delle varie società *target*.

Il *private equity*, nella sua declinazione di *venture capital* può avere un impatto positivo anche sulle dinamiche industriali delle *star up*, visto che molte di queste emergenti realtà di successo, senza l'apporto di un Fondo di *venture capital* non sarebbero proprio venute ad esistenza. Il *venture capital*, che per gli investitori rappresenta una percentuale ben più alta di rischio rispetto al *private equity*, che investe in imprese già esistenti, è, tuttavia, quello che può dare una più elevata remunerazione del capitale investito. Per le *start up*, il supporto del *venture capital*, più che il ricorso a forme di prestito tradizionale, è fondamentale al di là delle risorse economiche messe a disposizione dal Fondo per l'avvio e l'incremento delle attività, poiché un Fondo ha un *network* di attori del sistema imprenditoriale del settore di riferimento e può accompagnare gli *startupper* ad entrarvi, giovandosi sia per l'ingresso in un mercato che poco conoscono, sia per instaurare rapporti commerciali. Inoltre, è determinante l'apporto di consulenza professionale del Fondo, visto che una *start up* parte da una *business idea*, ma spesso i suoi fondatori sono assolutamente carenti in quanto a competenze commerciali e gestionali.

Uno studio del 2006, proposto nel testo, ha rilevato che la *performance* delle *start up* partecipate da un *venture capitalist* sia più brillante su fatturato, EBITDA, occupazione e legittimazione dell'impresa, rispetto alle *start up* non partecipate. Le *venture backed*, inoltre, si giovano del Fondo anche in termini di legittimazione agli occhi della comunità economica, perché la *business idea*, sulla quale si è sviluppato il progetto che ha portato alla creazione dell'impresa, si dimostra così efficace da essere stata in grado di attrarre un investimento connotato da un alto rischio. La *start up* viene perciò riconosciuta da associazioni di categoria e dalle istituzioni, l'accesso al capitale

di debito risulta meno difficoltoso, la nascita di relazioni commerciali con altri imprenditori è facilitata.

Purtroppo, per ciò che riguarda le PMI familiari non vi è una diffusa propensione ad aprire il proprio capitale ad un Fondo di *private equity* e questo non è un bene, perché esse potrebbero trarre grandi vantaggi da questo. Spesso vi è il timore di mettersi "il padrone in casa", giacché è impensabile che un Fondo investa dei capitali senza pretendere di partecipare al *management* aziendale e si teme anche che l'ingresso del Fondo possa turbare equilibri nella partecipazione dei familiari al capitale ed alla gestione dell'impresa. Invece, l'apertura ai Fondi potrebbe affrancare le PMI dalla dipendenza dal sistema bancario, soprattutto in un momento di *credit crunch* come quello attuale, apportare competenze manageriali, gestionali, commerciali e portare le PMI a successi insperati.

Per la PMI familiare *Piquadro*, i cui proprietari hanno visto con favore l'ingresso dei Fondi di *private equity* nel loro capitale sociale, questo ha rappresentato, in pochi anni, il passaggio da piccola a media impresa, con un fatturato che ha superato i cinquanta milioni di euro, aiutando l'impresa ad internazionalizzarsi. Invece, per l'impresa *The Bridge*, acquisita dalla *Piquadro,* il mancato sviluppo in tal senso è stato dovuto proprio al fatto di avere sempre fatto ricorso all'autofinanziamento ed al capitale di debito.

La competenza dei Fondi è utile anche nel risanamento di imprese in crisi, come è accaduto nel rilancio dell'impresa *Ducati*, la fabbrica di moto *made in Italy,* esistente da oltre novanta anni, che grazie all'ingresso dei Fondi di *private equity* oggi è di nuovo una realtà di successo internazionale, sia sulle piste da corsa che nella vendita delle moto.

Concludendo, la domanda iniziale che mi sono posto circa l'incisività positiva del *private equity* sulle dinamiche industriali di un'impresa, ha trovato risposta: le imprese, nascenti o esistenti, che riescono ad attrarre un Fondo, nella maggior parte dei casi accelerano la loro *expansion*, anche internazionale, il percorso che le porta alla quotazione in borsa ed il conseguimento di risultati positivi. Certo, vi sono anche casi in cui ciò non è avvenuto, soprattutto per le *start up* i fallimenti non si contano, ma si

può affermare che, in linea generale, le imprese possano giovarsi dell'ingresso di un Fondo nella loro compagine sociale.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV.. *Il passaggio generazionale*, (a cura di) Lodi M., Zanaboni M., Edicatt, Milano, 2014

Adduci E., Sparano R., *I profili legali dell'operazione di Mlbo*, Halley Editrice. Matelica (MC), 2006

Arcangeli A., Bellavia G., Simmons & Simmons, *Gli impatti organizzativi della AIFMD sulle SGR*, Pubblicato in *Diritto Bancario*, il 25/11/2015

Ardizzone L., *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018

Arrow K.J., *The Economic Implications of Learning by Doing*, in *Review of Economic Studies*, vol. 29, 1962

Baseggio L. (a cura di), *Finanza d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2004

Bentivogli, C. et al., *Il private equity in Italia*, Occasional Papers n. 41 del febbraio 2009, Banca d'Italia, Roma, 2009

BNL – Investire Impresa, Rendiconto al 31 dicembre 2007, all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F35743.pdf

Capizzi V. et al, *Il contributo del private equity nei processi di crescita e di ristrutturazione: quali evidenze dai casi di delisting*, Studio pubblicato su *Bancaria*, Bancaria Editrice-ABI, Roma n. 12/2012

Cerved Rating Agency SpA, *Rating Pubblico Rigoni di Asiago srl*, 10/02/2017

Cicchetti A. (a cura di), *Ricerca scientifica e trasferimento tecnologico*, FrancoAngeli, Milano, 2007

D'Adda A., *Open Innovation: in Italia (finora) funziona così*, articolo pubblicato su *Il Sole24Ore*, 6 giugno 2017

Donativi V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, Borsa, tit. cred.* , I, 2008

Feld B., Mendelson J., *Start up e venture capital*, FrancoAngeli, Milano, 2014

Festa C., *I fondi di private equity sbloccano i deal sulle PMI*, Articolo pubblicato su *Il Sole24Ore* del 16 aprile 2018

Fidanza B., *Private equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese*, in Boffa F., Galeazzi G., *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*; McGraw Hill; Milano, 2010

Franciosi L. M., *Trattative e due diligence*, Giuffrè, Milano, 2009

Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital*. *Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione, Guerini Next Editore, Milano, 2015

Gervasoni A., *L'impatto economico del private equity nel processo di sviluppo delle aziende familiari*, in De Vecchi G. et al, *Dinamiche di sviluppo e di internazionalizzazione del family business,* Il Mulino, Bologna, 2009

Gervasoni A. et al, *Economia reale nel nuovo scenario politico*, Atti del Convegno 23-25 marzo 2018, Borgo Egnazia, (Brescia), 2018

Gervasoni A. et al., *AIFI*. *Il private equity come motore di sviluppo*, Egea, Milano 2012

Gianfelice E., *L'operazione di MBO porta il Management Team alla guida della Società*, ODCEC, 2010

Girino E., *I contratti derivati*, II ed., Giuffrè, Milano, 2010

Granturco M., Miele M.G., *Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target",* Occasional Papers n. 98, Banca d'Italia, Roma, 2011.

Gubitta P., *Imprese familiari e private equity, una questione di feeling*, Fondazione CUOA Business School, Padova, 27 febbraio 2018

Liberatore L., *Fondi di private equity: mai così tanti attivi sul mercato*, Articolo pubblicato su *Wall Street Italia* il 25 aprile 2018

Mazza G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Egea, Milano, 2017

Mazzoleni A., *Il finanziamento dell'impresa. La scelta tra debito e capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2016

Meles A., *Private equity e sviluppo dell'impresa,* FrancoAngeli, Milano, 2013

Meles A. et al, *L'impatto del private equity per l'impresa target: benefici transitori o strutturali?* - Impresa Progetto, in *Electronic Journal of Knowledge Management*, n. 1, 2016

Onesti T. et al, *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore*, FrancoAngeli, Milano, 2012

Palazzi F, *Medie Imprese italiane, sviluppo e corporate finance*, FrancoAngeli, Milano, 2013

Politecnico di Milano, Intermonte, *Le IPO venture backed sul mercato italiano*, Roma, n. 1 Marzo 2016

Raffaelli E.A. (a cura di), *Antitrust tra diritto nazionale e diritto europeo*, Atti del X Convegno Antitrust del 17-18 Maggio 2012, Giuffrè, Milano, 2013 (*e*-book)

Redazione Smau, *Open innovation: puntare sulla contaminazione tra aziende e startup per rendere competitive le imprese consolidate e far crescere le giovani imprese innovative*, 2018

Rigamonti G., *Private equity. Operazioni e tipologie di investimento,* in *Mercati e Investimenti*, 2014

Rija M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano, 2012

Roggi O., *Le imprese venture backed, la quotazione e gli effetti del monitoraggio del Fondo*, in AA.VV. *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria,* Il Mulino, Bologna, 2009

Romano G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012

Saxenian A., *Il vantaggio competitivo dei sistemi locali nell'era della globalizzazione, (ed. it. a cura di Vacca V.),* FrancoAngeli, Milano, 2002

Scuro N., Scuro U., *Il contratto a formazione progressiva*, Giuffrè, Milano, 2009

Soldavini P., *Banche centrali ed economia reale*, in *Il Sole24Ore*, il 25 luglio 2017

Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *American Economic Review*, vol. 71, 1981

Tartaglia E., *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, Rimini, 2009

SITOGRAFIA

www.abruzzosviluppo.it

www.aifi.it

www.alajmo.it

www.bancaditalia.it

www.bankpedia.org

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.corrierecomunicazioni.it

www.cnbc.com

www.dirittobancario.it

www.ducati.it

www.economia.unical.it

www.ferragamo.it

www.finanza.economia-italia.com

www.impresaprogetto.it

www.ilpuntopensionielavoro.it

www.ilsole24ore.com

www.mercatieinvestimenti.it

www.orangefiber.it

www.papers.ssrn.com

www.piquadro.com

www.pmi.it

www.ratingagency.cerved.com

www.rigonidiasiago.com

www.smartstart.invitalia.it

www.smau.it

www.startupbusiness.it

www.sviluppoeconomico.gov.it

www.valoresrl.it

www.wallstreetitalia.com

www.wikipedia.com

RINGRAZIAMENTI

Alla fine del mio percorso in questa prestigiosa Università desidero ringraziare per prima la mia Relatrice, Professoressa Francesca Lotti, per la fiducia che mi ha accordato, lasciandomi libero nella scelta del percorso per la realizzazione dell'elaborato e dandomi preziosi consigli e suggerimenti. Ad ogni parte della Tesi che ho sottoposto alla sua attenzione ho avuto un immediato riscontro e ricevuto complimenti che mi hanno spronato a fare sempre meglio, ad approfondire la ricerca con rigore ed a non cadere nella superficialità e nell'approssimazione. A questa fiducia, che con grande sensibilità umana e professionale la Relatrice mi ha accordato, devo la conclusione del mio percorso di studi e di questa Tesi che mi appariva come una vetta insormontabile. Ringrazio altresì la Professoressa Meliciani, correlatrice.

Voglio esprimere tutta la mia gratitudine ai miei genitori che hanno fatto sì che io potessi realizzare i miei desideri non solo con i mezzi messi a disposizione ma soprattutto con il loro affetto. Ringrazio i nonni, Martina, Roberta e tutti gli amici che mi hanno accompagnato durante questo percorso.

Marco Alfonso Caputo

Dipartimento di economia e direzione delle imprese

Cattedra: dinamiche industriali

L'INFLUENZA DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI DELLE IMPRESE PARTECIPATE

RELATORE

Prof.ssa Francesca Lotti

CORRELATORE

Prof.ssa Valentina Meliciani

CANDIDATO Marco Alfonso Caputo

Matr. 684431

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

L'INFLUENZA DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTIALI DELLE IMPRESE PARTECIPATE

INDICE

INTRODUZIONE

Capitolo I

IL PRIVATE EQUITY.

1,1 Definizione, origini ed evoluzione del *private equity*

1.2 Il mercato del *private equity* in Europa

1.3 Il mercato del *private equity* in Italia

1.4 I fondi di *Private Equity*: struttura, gestione, policies

Capitolo II

LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

2.1 Tipologie di investimento

2.1.1 Le operazioni di management buy outs

2.1.2 Le operazioni di leveraged buy outs . .

2.2 Gli investimenti in *venture capital*

2.3 Gli operatori .

2.4 Le fasi di *Origination, implementation, closing*

Capitolo III

L'IMPATTO DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI

3.1 I vantaggi per le imprese quotande .

3.2 L'impatto del *venture capital* sulle dinamiche industriali delle *start up*

3.3 Il *delisting*

3.4 L'impatto del *private equity* sulle dinamiche industriali delle PMI familiari .

Capitolo IV

L'INCIDENZA DEL *PRIVATE EQUITY* E DEL *VENTURE CAPITAL* SULLO SVILUPPO DELLE IMPRESE. CASI EMPIRICI.

Premessa

4.1 *Piquadro Spa*: la piccola impresa cresce grazie all'intervento del *private equity*

4.2 *Orange Fiber Srl*: l' idea vincente di un particolare prodotto, tra finanziamenti di *Business angels* e *Venture capital*

4.3 *Alajmo Spa*: il ristorante stellato diventa gruppo imprenditoriale internazionale grazie al *private equity*

4.4 *Ducati*: i Fondi di *private equity* risanano un'impresa in crisi

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

L'INFLUENZA DEL PRIVATE EQUITY SULLE DINAMICHE INDUSTRIALI DELLE IMPRESE PARTECIPATE

La Tesi tratta del *private equity* e pone una domanda alla quale si è cercato di dare una risposta approfondendo la ricerca: questa forma di finanziamento alternativa al capitale di debito, ha un'influenza sulle dinamiche industriali? Accelera quei processi quali l'*expansion*, l'internazionalizzazione, l'accesso alla quotazione in Borsa, le acquisizioni, il passaggio dimensionale da piccola a media impresa? Per le imprese nascenti, quali le *startup*, attrarre un Fondo, in questo caso di *venture capital* - un investimento assimilabile del tutto al *private equity* - è proficuo? Una *start up venture backed* riesce ad ottenere *performance* migliori ed in tempi più brevi rispetto ad una *non-venture backed*?

Certo, per le *start up* i fallimenti non si contano, per questo il *venture capital* è ritenuta una forma di investimento molto rischiosa, ma nei casi di successo le *start up* finanziate da un *venture capitalist* si presentano al mercato ed alla comunità economica in generale, con credenziali diverse, giovandosi dunque dell'ingresso di un Fondo nella loro compagine sociale?

Il lavoro è stato suddiviso in quattro capitoli, di cui i primi due si soffermano su un piano teorico, definendo origine ed evoluzione del *private equity*, nonché il suo mercato in Europa ed in Italia, le politiche e le strutture dei Fondi ed, infine, le fasi che caratterizzano l'ingresso e l'uscita, o disinvestimento, del Fondo. Con gli ultimi due capitoli, invece, si passa ad esaminare l'impatto di questi finanziamenti alternativi sulle dinamiche industriali, prima in generale, poi analizzando casi empirici che dimostrino l'influenza dell'entrata di un Fondo nel capitale sociale di un'impresa.

Nel primo capitolo la ricerca si è focalizzata innanzitutto sull'origine del *private equity*, che è molto risalente, essendo nato negli Stati Uniti già dai primi anni dello scorso secolo. Vi era già l'uso, infatti, da parte di famiglie con eccedenza di capitali, di finanziare imprese promettenti, cercando di ottenere una remunerazione dei capitali investiti più alta degli interessi bancari sui depositi. Nella nascente industrializzazione della Nazione, che non può assolutamente essere confrontata con le economie del Vecchio Continente, vi era già un mercato azionario sviluppato e le banche di affari prestavano danaro alle imprese senza pretendere requisiti specifici e troppo stringenti, tuttavia il *private equity*, ancora *in nuce*, prese piede e i successi di questa forma di investimento furono tali da spingere investitori, accademici del *Massachusetts Institute of Technology* ed esperti *manager* a costituire, nel 1946, la prima società, che all'epoca non era definita quale "fondo", pur avendo tutte le caratteristiche di quello che oggi è definito tale, l*'American Research and Development Corporation.*

La peculiarità di questi investimenti-finanziamenti, a differenza di quelli familiari, era che, oltre all'apporto di risorse economiche, la società inseriva delle persone nel *management* dell'impresa finanziata, per apportare altresì competenze commerciali, *know how* tecnico, strategico e manageriale, che potessero aiutare l'impresa a compiere i giusti

passi per mettere a frutto le somme ricevute. Allora come oggi, prima si verificava se quell'impresa, che oggi è detta "target", avesse un progetto valido che facesse presagire il successo e poi si finanziava, accompagnandola nel processo di crescita. I primi successi delle imprese finanziate dall' *American Research and Development Corporation* incoraggiarono banche ed istituti assicurativi ad investire in aziende che operavano nel settore delle tecnologie, soprattutto nello Stato del New England, la cui economia si basava sull'industria più avanzata tecnologicamente. Nel 1957, *l'American Research and Development Corporation* investì 70.000 dollari nella *Digital Equipment Corporation*, un'azienda pionieristica del settore informatico. La cifra, rapportata ai tempi era veramente notevole, ma questo finanziamento a lungo termine divenne un caso eclatante: quando la società finanziata venne quotata in borsa, nel 1968, aveva raggiunto un valore di 335 milioni di dollari, moltiplicando i 70.000 dollari investiti per ben cinquemila volte in soli undici anni.

Questo ed altri successi spinsero molte banche ad interporsi come intermediari tra i propri risparmiatori e le imprese emergenti, creando delle proprie società finanziarie che fecero sviluppare il *private equity*. La prima banca a creare una finanziaria per il *private equity* era stata la *Bank of Boston,* già nel 1957. Furono anche emanate varie leggi in materia fiscale che favorirono i finanziamenti privati alle piccole imprese ed, alla fine degli anni Sessanta ben settecento società di *private equity* erano operanti nel territorio degli States. Lo sviluppo del private equity ebbe un forte impulso dal 1979, con la legge *Employee Retirement Income Security Act,* che dispose nuove regole di "buona gestione" dei fondi pensione ai quali, fino a quel momento, per legge, era stato precluso di investire le proprie risorse in attività caratterizzate da un elevato profilo di rischio, tra le quali rientrava anche il *private equity*. La normativa del 1979 rimosse tale preclusione e permise l'investimento da parte dei fondi pensione nel capitale di rischio di imprese non quotate. Un notevole afflusso di capitali confluì nel mercato del capitale di rischio e furono costituite molte *limited partnership* per gestire questi capitali. L' incremento del mercato del *private equity,* negli anni Ottanta e Novanta, diede l'opportunità ad imprese tecnologiche ed innovative come *Microsoft* ed *Apple* di venire ad esistenza e crescere, ma anche imprese minori beneficiarono di finanziamenti che le avrebbero portate alla quotazione in borsa ed al successo. L'attività economica del *private equity* non è un contratto, né un progetto, anche se sottende sia ad un accordo che ad un'attività di progettazione. Astrattamente, concerne tutte le tipologie aziendali e tutte le fasi dello sviluppo dell'impresa ed oltre alle capacità finanziarie, richiede anche capacità manageriali, giuridiche ed economiche. All'origine del finanziamento vi è sempre l'esigenza di un'impresa da soddisfare: l'imprenditore o il *management* si rivolgono all'operatore del Fondo ed illustrano le caratteristiche dell'attività e gli obiettivi che intendono perseguire. Il Fondo valuta la fattibilità del progetto, la qualità dell'investimento prospettato e la sua eventuale redditività, oltre che l'affidabilità del soggetto o dei soggetti che hanno la responsabilità della gestione. Il progetto di sviluppo richiede acquisizione di risorse e deve poter garantire la capacità di restituzione; l'accordo tra imprenditore ed operatore si conclude, sulla base del progetto, con il precipuo scopo che quest'ultimo si realizzi.

Al private equity va riconosciuto un grande merito: esso è maggiormente correlato all'andamento generale dell'economia reale, rispetto alle *performance* del mercato borsistico. Nel 2017 il valore complessivo delle Borse globali ha superato il valore del PIL mondiale, segno che l'economia finanziaria ha superato quella reale e che i valori borsistici sono sopravvalutati, ma a produrre ricchezza e benessere diffuso restano sempre e soprattutto le imprese. Lo sganciamento degli investimenti dall'economia reale è avvenuto a partire dagli ultimi decenni del secolo scorso, anche grazie alla diffusione di Internet e dei sistemi di negoziazione telematici basati su di algoritmi ultraveloci. In questo modo è stato possibile, per gli speculatori, approfittare di una volatilità anche minima dei corsi per ottenere profitti. Il problema è che questi profitti non vengono ridistribuiti nell'economia reale e si cerca di produrre danaro dal danaro stesso, così da far viene meno lo scopo, economicamente valido e legittimo, per il quale erano nati strumenti finanziari come ad esempio i derivati di copertura sulle materie prime, con l'effetto negativo di trasformare gradualmente un mercato nato con la finalità di contenere il rischio d'impresa per una parte delle attività economiche reali, in un'occasione di profitto per le banche d'affari in danno degli operatori economici. Si è così giunti alla predominanza del sistema finanziario su quello produttivo. Un ruolo decisivo è stato ricoperto anche dal fenomeno della delocalizzazione produttiva e manifatturiera che ha fatto transitare enormi flussi di capitale verso le aree ove la produzione si spostava e, data la deindustrializzazione e terziarizzazione delle economie mature, gli investitori non hanno trovato più sufficienti margini di redditività nell'alveo tradizionale dell'economia produttiva ed hanno investito sui mercati finanziari originando la finanziarizzazione dell'economia.

Il *private equity*, dunque, è saldamente ancorato all'economia reale ed è un'importantissima leva di sviluppo, soprattutto in momenti di *credit crunch* da parte delle banche. La visione di medio lungo periodo tipica del *private equity* è quella di far crescere le aziende e si traduce nella creazione di valore, nel mantenimento dell'occupazione e della redditività d'impresa; con questa forma di finanziamento-investimento si immette capitale nella produttività del sistema-paese.

Per ciò che concerne il *private equity* in Europa, secondo i dati resi noti dal *Report* di *Invest Europe,* sul mercato europeo, nel 2017, il settore è ben sviluppato, contando ottomila fondi di investimento, sessantaquattromila "*portfolio companies*" e duecentocinquantamila operazioni tracciate, anche se ben lontano dai numeri degli Stati Uniti. Per ciò che concerne la normativa europea, il legislatore comunitario ha sempre prestato molta attenzione ai Fondi di investimento, al fine di garantire agli investitori un discreto margine di sicurezza. Ciò è avvenuto gradualmente, sempre nell'ottica della creazione di un mercato unico di capitali. Le varie Direttive OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) sono state il fulcro intorno cui si è sviluppato con successo il settore europeo dei fondi d'investimento. Nella Direttiva OICVM, denominata OICVM IV, adottata dall'UE nel 2009 ed entrata in vigore il 1° luglio 2011, sono state incluse, tra le nuove disposizioni, norme sulle informazioni fornite agli investitori, che devono essere in un formato semplice e di facile comprensione, compiendo così un decisivo passo in avanti, sul piano della trasparenza e della chiarezza delle informazioni d'offerta. Entrando più nello specifico, per il tema del presente lavoro, è da

menzionare la Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2011/61/UE, cosiddetta AIFM, che disciplina l'attività dei *Gestori di Fondi di Investimento Alternativi* (GEFIA). L'intento del legislatore comunitario è stato quello di creare un mercato interno per i GEFIA e un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato e rigoroso per quanto riguarda le attività all'interno dell'Unione di tutti i GEFIA, non solo di quelli aventi sede legale in uno Stato membro (GEFIA UE) ma anche di quelli aventi sede legale in un Paese terzo (GEFIA non UE). La direttiva AIFM è stata recepita nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 4 marzo 2014 n. 44, in vigore dal 9 aprile 2014, con il quale sono state apportate profonde modifiche al TUF, nella parte riguardante il quadro della disciplina della gestione collettiva. Inoltre, il processo di recepimento è stato completato con una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Banca d'Italia e della Consob.

In Italia, tuttavia, il mercato del *private equity* è ancora limitato, forse anche perché molto "giovane", visto che la nascita di un vero e proprio settore di operatori professionali e specializzati nell'attività di investimento nel capitale di rischio è della metà degli anni Ottanta, esattamente del 1986, quando nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si raggrupparono per dare vita ad un'associazione di categoria, l'AIFI (*Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital*), costituita con l'obiettivo di rappresentare gli interessi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio.

L'avvio delle attività di *private equity,* in Italia, è avvenuta in ritardo rispetto agli altri Paesi europei ed un grosso ruolo in questo ritardo è stato ricoperto dalle banche, anzi dall'ostilità del sistema bancario che temeva di perdere il controllo dell'intermediazione finanziaria. Sicuramente al mancato sviluppo del *private equity* in Italia ha concorso anche la scarsa propensione del risparmiatore medio ad investire i propri risparmi in capitale di rischio, preferendo l'acquisto di titoli di Stato o il deposito bancario e postale, caratterizzati da interessi bassi ma da un'elevata sicurezza. In secondo luogo è mancata una cultura del *private equity* ed, inoltre, un grosso ostacolo è rappresentato dal tessuto imprenditoriale italiano, composto da una miriade di piccole e medie imprese, spesso a conduzione familiare, che pur potendo trarre benefici dal diventare imprese *target*, spesso o non sono in grado di proporre progetti innovativi che attraggano questo investimento alternativo, o temono che far entrare un Fondo nella propria compagine societaria, ne sconvolga gli equilibri. Solo dagli anni Novanta in poi si può rilevare un'attività stabile con un numero crescente di *advisor* di fondi chiusi sia internazionali che nazionali, ma comunque in Italia il numero di operazioni di *private equity* non è mai cresciuto come in altri Paesi europei e, nel 2017, si attesta ad 1/5 della Francia, 1/4 della Germania e Regno Unito ed a circa la metà della Spagna.

Dai dati di mercato rilevati nel 2017 e diffusi dall'AIFI nel 2018 è venuto in evidenza che, tra le operazioni finanziate da Fondi di *private equity*, il *buy out* è il primo per ammontare, poiché il 70% delle risorse è stato investito in questa tipologia di operazione, mentre è in calo il finanziamento per l'*expansion* che nell'ammontare si riduce del 52% Degli oltre cinque miliardi di euro di raccolta complessiva, oltre quattro sono stati raccolti

da tre grandi investitori istituzionali: *F2i SGR*, *QuattroR SGR* e *Fondo Italiano d'Investimento SGR.*

In Italia, nel decennio che va dal 1992 al 2002 nacquero le prime società di *private equity* istituzionalizzate. La struttura di questi fondi è molto complessa, nonché variabile da fondo a fondo, a seconda delle loro specifiche esigenze, ma con caratteristiche strutturali comuni, a livello societario. Il fondo ha una struttura chiusa, poiché da un lato, l'ammontare del fondo ed il numero delle relative quote è fissato nel momento in cui il fondo viene costituito, mentre dall'altro, il rimborso delle quote interviene alla scadenza della durata del fondo; gli importi sottoscritti non vengono versati all'atto della sottoscrizione, ma nel corso del tempo, a seconda delle esigenze di liquidità del fondo.

Nel secondo capitolo si descrivono le principali tipologie di investimento dei fondi di *private equity* prendendo come parametro di riferimento il ciclo di vita dell'impresa da finanziare: la classificazione di base si suddivide in: operazioni di finanziamento all'avvio dell'impresa (*early stage financing*) quindi di *venture capital*, che si può definire un sotto-segmento del *private equity*; operazioni di finanziamento dello sviluppo (*expansion o development capital*) e operazioni di finanziamento per il cambiamento (*buy out*). Le due fattispecie più rilevanti tra le operazioni di *buy out* sono i *management buy outs* (MBOs) e i *leveraged buy outs* (LBOs). Sono state poste in evidenza le differenze, per l'impresa, tra capitale di debito, e dunque finanziamento tradizionale, e capitale privato, ossia finanziamento da fondi di *private equity*. La prima differenza saliente è che, mentre il capitale di debito, essendo una fonte rigida di finanziamento, prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa, dai suoi risultati economici, il capitale *private* non prevede scadenze di rimborso e il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa. Per tale motivo il capitale investito dal Fondo è stato definito"paziente". La seconda differenza risiede nella corresponsione regolare di interessi prestabiliti dovuti al capitale di debito che non seguono i risultati aziendali. ma devono essere versati alle scadenze prefissate, con conseguenze più o meno gravi per eventuali irregolarità e ritardi nel rimborso, sia della sorta capitale che degli interessi. Il capitale proveniente da investimenti di *private equity*, invece, è remunerato non con interessi, né a scadenze prestabilite contrattualmente, ma dalla crescita di valore dell'impresa e dal suo successo, una volta che la situazione ed i tempi siano maturi per il disinvestimento del Fondo. Infine, il capitale di debito non fornisce alcuna assistenza all'impresa, se non di tipo meramente accessorio al finanziamento, mentre l'investitore, nel secondo caso, diventa un *partner* che apporta consulenza strategica e finanziaria e quindi contribuisce al successo dell'impresa, poiché egli deve necessariamente perseguire questo obiettivo. Basta essere "appetibili" sul piano della crescita per accedere al finanziamento da un fondo di *private equity,* mentre per accedere al finanziamento tradizionale, a causa della rigidità, si richiedono all'imprenditore precise garanzie e generazione di *cash flow*. In questo capitolo sono descritte le fasi "tecniche" che portano un Fondo ad entrare ed operare in un'impresa; esse sono dette *origination, implementation, closing*. Sono descritte le operazioni di *venture capital*, in un paragrafo dedicato, ed i settori in cui questa forma di investimento alternativo, che

interviene nell'*early stage* di un'impresa, dove più si concentrano gli investimenti come il *biotech*-farmaceutico l'*hitech,* l' *Ict.* la *robotica*.

Con il terzo capitolo si lascia la parte teorica riguardante il *private equity* e si passa ad esaminare il suo impatto sulle dinamiche industriali delle imprese partecipate. L'ingresso di un fond**o** di *private equity*, quali socio finanziatore in un'impresa non quotata, spesso costituisce il preludio per il futuro ingresso di essa in Borsa, poiché, il Fondo pianifica, sin dall'inizio, la sua futura *exit*, ed uno dei modi di disinvestire è proprio il debutto in Borsa dell'impresa partecipata. Il *private equity*, fin'ora, si è rivelato un ottimo *partner* per le imprese quotande, basta guardare al successo delle cosiddette *venture-backed IPO*, finalizzate alla prima quotazione in borsa, organizzate da imprese nel cui azionariato erano presenti fondi di *venture capital* o *private equity*. I vantaggi della presenza di un Fondo per le imprese quotande sono indubbi, giacché essa consente di ridurre l'*underpricing,* dal momento che permette loro di presentarsi con più informazioni per gli investitori *retail* ed una veste di professionalità e successo aziendale *in nuce*, che giova alla loro reputazione. È difficile, infatti, per un'impresa media, magari a conduzione familiare e con un *management* debole, programmare e soprattutto sostenere, anche nei costi, le fasi che precedono la quotazione sul mercato borsistico, con tutte le consulenze esterne da impiegare in tali fasi, mentre ciò è facilitato quando nell'impresa vi è un gruppo di professionisti che, oltre ad apportare risorse finanziarie, mette a disposizione le proprie competenze per questo delicato passaggio. Per ciò che riguarda l'influenza sulle dinamiche delle *start up,* il fenomeno delle "imprese innovative" rivelò che sia i fondatori di nuove imprese nel campo delle telecomunicazioni e di Internet, sia gli imprenditori potenziali nel campo dell'elettronica e del *bio-tech* farmaceutico, indicavano quale ostacolo più importante alla costituzione della propria impresa la difficoltà di raccolta dei primi fondi. Gli altri ostacoli di rilievo erano costituiti dalla carenza di relazioni sinergiche con gli altri attori del sistema imprenditoriale innovativo e la carenza di competenze in campo organizzativo-gestionale e commerciale. Gli ostacoli appena descritti sembrano poter essere superati con il supporto del *venture capital*, più che con il ricorso a forme di prestito tradizionale, poiché oltre alle risorse economiche per l'avvio e l'incremento delle attività, un Fondo ha già agganci con gli attori del sistema imprenditoriale del settore di riferimento e può accompagnare gli *startupper* ad entrare in un *network* di contatti utili sia all'ingresso in un nuovo mercato che all'instaurazione di rapporti commerciali; inoltre, con l'apporto di consulenza professionale del Fondo, anche l'ostacolo costituito dalla carenza di competenze commerciali e gestionali del neoimprenditore può essere superato. Si fa anche cenno ad un fenomeno in crescente evoluzione: il CVC, *Corporate Venture Capital,* che in Italia ha già raggiunto numeri ragguardevoli in fatto di risorse impiegate ed iniziative, forse anche a causa di un mercato del *venture capital* ancora debole. La *closed innovation*, ossia fare innovazione dentro l'impresa, non è più considerata un paradigma, e le imprese mature stanno abbandonando i timori di non essere più gli esclusivi "proprietari" delle invenzioni di prodotto, di processo e di sistemi. Si è aperta, così, la strada ai saperi ed ai nuovi *business model* introdotti dalle *start up*, con le quali, per le imprese mature, è proficuo collaborare, dato l'avanzato approccio di esse con tecnologie innovative e dirompenti. La R&S, l'innovazione aziendale, da *closed* si sta trasformando in *open* mediante accordi inter-aziendali, sostegno economico per *start-up,* acquisizione,

da parte di grandi imprese, di *start up* innovative, creazione di *corporate accelerator* per *startup.* Si tratta di una sorta di "matrimonio di interesse" tra grande impresa e *start up*: entrambi i soggetti devono ricavarne un vantaggio. Per avviare un processo innovativo al suo interno, un'impresa, può decidere di costituire incubatori o acceleratori di *start up* che gestisce direttamente, offrendo a quelle scelte le strutture aziendali per sostenere i loro sforzi iniziali e accompagnarle nella loro crescita, fornendo strumenti e spazi utili a sviluppare un *business* efficace. In altri casi, si interviene con un finanziamento che funziona alla stregua di un fondo di *venture capital* o *private equity*: si finanzia, si aiuta con le proprie competenze, si attendono i risultati "pazientemente", così come fanno gli investitori *private*. I vantaggi sono per entrambi i "nubendi": le grandi aziende possono avvantaggiarsi del talento e della creatività degli *startupper*, giacché le *startup* diventano un vero e proprio reparto di R&S esterno all'azienda; per le *start up* ciò che la grande impresa mette a disposizione, con risorse patrimoniali e non patrimoniali, è un'occasione di crescita, di ingresso di nuovi capitali, ma anche di acquisizione di esperienza gestionale e di conoscenza del mercato. Un paragrafo è dedicato al *delisting,* poiché una delle principali funzioni del *private equity* è quella di condurre l'impresa partecipata alla quotazione in Borsa, ma può accadere anche il contrario e cioè che l'impresa partecipata sia già una Spa e si proceda al *delisting*, dopo l'ingresso del Fondo, per una serie di ragioni e strategie descritte nel paragrafo. Si cita brevemente, a tal proposito, la vicenda di *Rigoni di Asiago*, oggi Srl, *leader* nella produzione e commercio di miele e confetture biologiche a livello internazionale. Si approfondisce, poi, il tema delle PMI familiari e l'impatto positivo che l'ingresso di un Fondo nel loro capitale sociale può avere, ma questa tipologia di imprese ha sempre guardato con sospetto l'apertura del proprio capitale sociale ad operatori finanziari specializzati come i Fondi di *private equity*. I fattori che inibiscono la crescita di molte piccole imprese familiari sono numerosi e interconnessi tra loro: tra questi in primo luogo si annovera proprio la natura familiare della proprietà da cui deriva la scarsa propensione ad avvalersi di amministratori esterni alla cerchia familiare dei proprietari. Molti Fondi di *private equity* si sono specializzati proprio ad investire nelle PMI, spesso in quelle familiari, a patto che esse posseggano particolari requisiti: solidi fondamentali, elevate potenzialità di crescita, vocazione all'*export* ed evidenti elementi di competitività che le distinguono sul mercato. Così operando, i Fondi, possono diventare il miglior *partner* per supportare le strategie di crescita delle piccole e medie imprese, basta che queste ultime superino le diffidenze, anche perché il Fondo permane nell'azienda partecipata lungo un orizzonte temporale che va mediamente dai tre agli otto anni e propone di apportare capitali per realizzare un preciso piano di crescita basato su un *business plan* che indichi in modo chiaro gli obiettivi da raggiungere. Il Fondo, però, pur potendo apportare grandi benefici all'impresa partecipata, non è un benefattore-filantropo: pretende che il *business plan* sia attuato e, anche al fine di accelerare il recupero del *gap* di conoscenza e professionalità tipico delle piccole imprese familiari, pretende l'innovazione del modello di *governance* dell'impresa *target*, che deve perciò aprirsi alla cooptazione, nel Consiglio di Amministrazione, di persone esterne alla compagine sociale familiare-proprietaria. Se si pensa che il Fondo ha, in effetti, gli stessi scopi aziendali, le diffidenze dovrebbero venir meno, giacché all'attuazione del *business plan* aziendale, alla crescita e all'aumento di valore dell'impresa corrisponderà il disinvestimento del Fondo che

recupererà i capitali impiegati con un'adeguata remunerazione. In più, le persone che entrano nel *management* aziendale possono apportare competenze manageriali e gestionali che vanno ad integrare quelle della compagine proprietaria, accelerando il recupero dei *gap* di conoscenza necessari per cogliere le opportunità di mercato. Nel processo di ricambio generazionale, ad esempio, il Fondo può diventare il principale fautore del passaggio da impresa familiare ad impresa manageriale o, almeno, può riuscire a traghettarla da una generazione all'altra senza particolari traumi, che inevitabilmente andrebbero a ripercuotersi sulla redditività e sullo sviluppo dell'impresa. L'intervento dei Fondi nella PMI aiuta ad affrancare questi soggetti dalla dipendenza dal sistema bancario, poiché sono proprio la scarsa diversificazione delle fonti di debito ed il forte ricorso al prestito bancario a breve scadenza ad accrescere la vulnerabilità delle PMI ed impedire loro di innovare e di crescere.

Nell'ultimo capitolo si è cercato di dare corpo alla parte teorica approfondendo l'incidenza sulle dinamiche industriali dell'ingresso dei Fondi di *private equity* e *venture capital* nelle imprese oggetto della ricerca, al fine di valutare quanto abbia influito questa forma di finanziamento sull'evoluzione delle stesse. Il primo caso riguarda l'impresa Piquadro, una piccola impresa familiare che non ha avuto esitazione a cercare un *partner* in un Fondo di *private equity*, anzi in questo caso in due che si sono succeduti uno all'altro, e da piccola è riuscita a diventare media impresa, raggiungendo in pochi anni un fatturato di oltre cinquanta milioni ed un'ottima internazionalizzazione produttiva e distributiva.

Il secondo caso riguarda una *start up* innovativa, Orange Fiber Srl, le cui imprenditrici hanno progettato e realizzato un tessuto altamente sostenibile, giacché prodotto estraendo la cellulosa dagli scarti della lavorazione delle arance, altrimenti destinati al compostaggio. Solo dopo l'ingresso di un Fondo internazionale di *venture capital*, specializzato nei finanziamenti del *fashion,* la piccola Srl, ha avuto quella tale visibilità nel settore dell'alta moda che ha concluso il suo primo contratto importante con un *brand* che ha usato i suoi tessuti per una collezione. Il fatturato di questa *start up* nata solo da tre anni ha raggiunto, nel 2017, i quattrocentomila euro. Il terzo caso è stato scelto perché, in Italia, rappresenta il primo ingresso di un Fondo di *private equity* nel settore della ristorazione di alto livello e riguarda Alajmo Spa, che nel 2006, anno di ingresso del Fondo Venice Spa fatturava cinque milioni di euro e nel 2017 ha un fatturato di quindici milioni, oltre ad avere costituito una galassia di locali che dal Veneto, terra di origine dei fratelli Alajmo, è arrivata fino a Parigi. L'ultimo caso è quello dell'impresa costruttrice di moto Ducati, che ha avuto tanti passaggi di proprietà, da impresa familiare, alla gestione statale, ed era in declino, fino all'intervento di un Fondo statunitense che ha rimesso le moto Ducati sulle piste da corsa, ridando all'impresa quella visibilità mondiale che aveva perso e all'ingresso del Fondo Investindustrial di Andrea Bonomi che l'ha risanata. In conclusione, è possibile affermare che l'influenza del *private equity* sulle dinamiche industriali delle imprese partecipate sia senz'altro positiva in quanto accelera quei processi di sviluppo che un'impresa decide di percorrere.

Pertanto, la domanda iniziale circa l'incidenza positiva del *private equity* sulle dinamiche industriali di un'impresa, ha trovato risposta: le imprese, nascenti o esistenti, che riescono ad attrarre un Fondo, nella maggior parte dei casi accelerano la loro *expansion*, anche internazionale, compiono più facilmente e brevemente il percorso che le

porta alla quotazione in borsa e conseguono risultati positivi in termini di crescita, consolidamento e fatturato.

Marco Caputo

BIBLIOGRAFIA

AA.VV.. *Il passaggio generazionale*, (a cura di) Lodi M., Zanaboni M., Edicatt, Milano, 2014

Adduci E., Sparano R., *I profili legali dell'operazione di Mlbo*, Halley Editrice. Matelica (MC), 2006

Arcangeli A., Bellavia G., Simmons & Simmons, *Gli impatti organizzativi della AIFMD sulle SGR*, Pubblicato in *Diritto Bancario*, il 25/11/2015

Ardizzone L., *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018

Arrow K.J., *The Economic Implications of Learning by Doing*, in *Review of Economic Studies*, vol. 29, 1962

Baseggio L. (a cura di), *Finanza d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2004

Bentivogli, C. et al., *Il private equity in Italia*, Occasional Papers n. 41 del febbraio 2009, Banca d'Italia, Roma, 2009

BNL – Investire Impresa, Rendiconto al 31 dicembre 2007, all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F35743.pdf

Capizzi V. et al, *Il contributo del private equity nei processi di crescita e di ristrutturazione: quali evidenze dai casi di delisting*, Studio pubblicato su *Bancaria*, Bancaria Editrice-ABI, Roma n. 12/2012

Cerved Rating Agency SpA, *Rating Pubblico Rigoni di Asiago srl*, 10/02/2017

Cicchetti A. (a cura di), *Ricerca scientifica e trasferimento tecnologico*, FrancoAngeli, Milano, 2007

D'Adda A., *Open Innovation: in Italia (finora) funziona così*, articolo pubblicato su *Il Sole24Ore*, 6 giugno 2017

Donativi V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI,* in *Banca, Borsa, tit. cred.* , I, 2008

Feld B., Mendelson J., *Start up e venture capital*, FrancoAngeli, Milano, 2014

Festa C., *I fondi di private equity sbloccano i deal sulle PMI*, Articolo pubblicato su *Il Sole24Ore* del 16 aprile 2018

Fidanza B., *Private equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese*, in Boffa F., Galeazzi G., *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*; McGraw Hill; Milano, 2010

Franciosi L. M., *Trattative e due diligence*, Giuffrè, Milano, 2009

Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione, Guerini Next Editore, Milano, 2015

Gervasoni A., *L'impatto economico del private equity nel processo di sviluppo delle aziende familiari*, in De Vecchi G. et al, *Dinamiche di sviluppo e di internazionalizzazione del family business,* Il Mulino, Bologna, 2009

Gervasoni A. et al, *Economia reale nel nuovo scenario politico*, Atti del Convegno 23-25 marzo 2018, Borgo Egnazia, (Brescia), 2018

Gervasoni A. et al., *AIFI. Il private equity come motore di sviluppo,* Egea, Milano 2012

Gianfelice E., *L'operazione di MBO porta il Management Team alla guida della Società*, ODCEC, 2010

Girino E., *I contratti derivati*, II ed., Giuffrè, Milano, 2010

Granturco M., Miele M.G., *Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target",* Occasional Papers n. 98, Banca d'Italia, Roma, 2011.

Gubitta P., *Imprese familiari e private equity, una questione di feeling*, Fondazione CUOA Business School, Padova, 27 febbraio 2018

Liberatore L., *Fondi di private equity: mai così tanti attivi sul mercato*, Articolo pubblicato su *Wall Street Italia* il 25 aprile 2018

Mazza G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Egea, Milano, 2017

Mazzoleni A., *Il finanziamento dell'impresa. La scelta tra debito e capitale*, FrancoAngeli, Milano, 2016

Meles A., *Private equity e sviluppo dell'impresa,* FrancoAngeli, Milano, 2013

Meles A. et al, *L'impatto del private equity per l'impresa target: benefici transitori o strutturali?* - Impresa Progetto, in *Electronic Journal of Knowledge Management*, n. 1, 2016

Onesti T. et al, *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore*, FrancoAngeli, Milano, 2012

Palazzi F, *Medie Imprese italiane, sviluppo e corporate finance*, FrancoAngeli, Milano, 2013

Politecnico di Milano, Intermonte, *Le IPO venture backed sul mercato italiano*, Roma, n. 1 Marzo 2016

Raffaelli E.A. (a cura di), *Antitrust tra diritto nazionale e diritto europeo*, Atti del X Convegno Antitrust del 17-18 Maggio 2012, Giuffrè, Milano, 2013 (*e*-book)

Redazione Smau, *Open innovation: puntare sulla contaminazione tra aziende e startup per rendere competitive le imprese consolidate e far crescere le giovani imprese innovative*, 2018

Rigamonti G., *Private equity. Operazioni e tipologie di investimento,* in *Mercati e Investimenti*, 2014

Rija M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano, 2012

Roggi O., *Le imprese venture backed, la quotazione e gli effetti del monitoraggio del Fondo*, in AA.VV. *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria,* Il Mulino, Bologna, 2009

Romano G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012

Saxenian A., *Il vantaggio competitivo dei sistemi locali nell'era della globalizzazione, (ed. it. a cura di Vacca V.),* FrancoAngeli, Milano, 2002

Scuro N., Scuro U., *Il contratto a formazione progressiva*, Giuffrè, Milano, 2009

Soldavini P., *Banche centrali ed economia reale*, in *Il Sole24Ore*, il 25 luglio 2017

Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *American Economic Review*, vol. 71, 1981

Tartaglia E., *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, Rimini, 2009

SITOGRAFIA

www.abruzzosviluppo.it

www.aifi.it

www.alajmo.it

www.bancaditalia.it

www.bankpedia.org

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.corrierecomunicazioni.it

www.cnbc.com

www.dirittobancario.it

www.ducati.it

www.economia.unical.it

www.ferragamo.it

www.finanza.economia-italia.com

www.impresaprogetto.it

www.ilpuntopensionielavoro.it

www.ilsole24ore.com

www.mercatieinvestimenti.it

www.orangefiber.it

www.papers.ssrn.com

www.piquadro.com

www.pmi.it

www.ratingagency.cerved.com

www.rigonidiasiago.com

www.smartstart.invitalia.it

www.smau.it

www.startupbusiness.it

www.sviluppoeconomico.gov.it

www.valoresrl.it

www.wallstreetitalia.com

www.wikipedia.com