



RISORSE PER LO SVILUPPO/2 | IL DIFFICILE DECOLLO DEI FONDI

LA FAMIGLIA RESISTE AL PRIVATE EQUITY

La raccolta disponibile per investire nel capitale di rischio di aziende medio-piccole è in continuo aumento, ma il numero di operazioni resta stabile. Perché in Italia il business è anche una questione affettiva.

di ILARIA MOLINARI

Forse la speranza è che diventino realtà le previsioni contenute nell'indagine della merchant bank **La Compagnia Finanziaria**: su 250 top manager di medie imprese, il 48% valuterà l'ingresso nel capitale di un fondo di private equity. Meglio se con quote di minoranza.

«Il segnale è positivo» spiega Stefano Di Tommaso, amministratore delegato della banca d'affari, «c'è una ricerca da parte delle aziende di accedere al mercato dei capitali per poter scegliere gli strumenti, anche ibridi, che possano fare al caso loro».

Eppure, di speranze di tratta. Perché

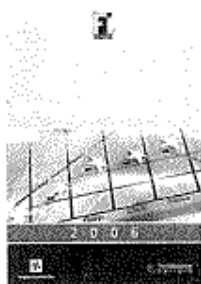
è vero che nel 2006, stando ai dati dell'Associazione italiana del private equity e venture capital (**Aifi**), la raccolta è cresciuta del 20,7% (da 3 a 3,7 miliardi), ma il numero di operazioni è rimasto sotto le 300, proprio come l'anno scorso (281). In più, su 400 accordi di fusioni o acquisizioni (un dato stabile da oltre tre anni) il private equity è stato protagonista solo nel 10% dei casi.

RUOLO MARGINALE. Insomma, un mercato ancora ristretto: su 400 miliardi di euro di operazioni chiuse nel 2006 a livello mondiale, l'Italia occupa solo una percentuale che sfiora l'1%. «Abbiamo ▶

ATTUALITÀ

► un bacino potenziale di 22 mila aziende piccole e medie» spiega a *Economy* Giampio Bracchi, presidente di Aifi, «eppure le famiglie che le guidano non si sono ancora decise ad aprire le porte al capitale di rischio a cui continuano a preferire il debito bancario».

Un dato che preoccupa non poco, se è vero che in tutto il mondo anglosassone è il private equity ad aver fatto la differenza. «In America o in Inghilterra l'azienda è solo uno strumento per fare soldi, mentre da noi è anche un affetto familiare» aggiunge Bracchi.



La Guida agli operatori del venture capital in Italia realizzata dalla finanziaria Finlombarda.

SERVONO CAPITALI. Ma oggi la dimensione fa la differenza in termini di competitività e, per crescere, un'impresa ha bisogno «o di risorse in eccesso che la famiglia decide di investire nel business, o di capitali di rischio» spiega Stefano Caselli, docente

di economia dei mercati e degli intermediari finanziari presso l'Università Bicconi di Milano.

«Ciò che può aiutare sono i capitali che sostengono un processo di internazionalizzazione: finanziamenti all'export e copertura di rischi, per esempio, due settori in cui il nostro sistema bancario è colpevolmente assente» aggiunge Caselli.

Non tutte le imprese, infatti, anche volendo, possono accedere al private equity: la soglia minima di fatturato per esse-

LE «AZIONI SVILUPPO»

Più forti, ma senza perdere il controllo

Si chiamano «azioni sviluppo», una rivisitazione in chiave moderna dei titoli di risparmio.

Dietro la loro emissione e sottoscrizione si cela un patto tra investitore e imprenditore a capo, per lo più, di società di medie dimensioni già quotate: una volta emesse, infatti, le azioni potranno essere convertite in ordinarie se il patron dell'azienda non avrà raggiunto nei tempi previsti i risultati promessi nel piano industriale presentato alla comunità finanziaria al momento della loro emissione. In più le azioni sviluppo potranno essere

oggetto di Opa in caso di perdita di controllo da parte dell'imprenditore e, nel frattempo, godranno di un dividendo maggiorato rispetto alle azioni ordinarie (di quanto, si stabilirà di caso in caso) anche se non daranno diritto di voto assembleare per l'approvazione di bilancio e per la nomina del consiglio di amministrazione. Ma la vera caratteristica è che la loro emissione non compromette il controllo dell'azienda da parte dell'imprenditore: le azioni sviluppo, infatti, possono essere emesse nel rapporto di 1 a 1 con le

azioni ordinarie. Per molti, si tratta di uno strumento in più per l'imprenditore a cui viene data una chance importante in termini di capitali da investire per la crescita senza fargli perdere il controllo dell'azienda. Per altri, si tratta solo di un modo per rinviare un problema. Non è sempre detto, hanno commentato molti esperti tra cui anche Salvatore Bragantini, promotore del Mac, che voler bene a un'azienda significhi lasciarci dentro chi l'ha fondata. Con il rischio di distruggerne ulteriormente il suo valore. (i.m.)

re appetibili, infatti, è 30 milioni di euro e molte delle società italiane sono più piccole. «L'operatore ha dei costi fissi che si ripagano solo se l'azienda ha dimensioni interessanti» spiega Caselli.

Ai piccoli operatori ancora in fase embrionale, i cosiddetti *early stage*, si rivolgono soprattutto i fondi pubblici e di derivazione bancaria che investono in quote di minoranza.

Si tratta di fondi di venture capital (capitale di rischio) che, come dimostra

un'analisi di **Finlombarda** – la finanziaria della Regione Lombardia – partecipano a un mercato in crescita ma, anche in questo caso, in forte ritardo: su 699 operazioni realizzate dal 2000 al 2006 in Italia, più dell'80% (576) portano la firma di soggetti europei e solo il 20% (123) di player domestici. Dai dati Aifi emerge che queste operazioni sono la maggioranza in termini numerici, ma non in volumi. In questo caso, la medaglia d'oro spetta alle acquisizioni di quote di maggioranza (buy out) per realizzare profitti (almeno il 30%) nel corso di tre-cinque anni. E dopo?

«La via d'uscita naturale è la quotazione in Borsa» spiega Bracchi «ma i numeri ci dicono che la vendita ad altri operatori del settore (*trade sale*, ndr) o ad altri fondi specializzati va per la maggiore». La Borsa, infatti, ha un costo importante: tra pubblicazioni periodiche sui giornali, revisori, avvocati, pubbliche relazioni, informazioni obbligatorie, l'investimento richiesto è a sei zeri, una cifra che non si giustifica a meno che non si riescano a raccogliere sul mercato diverse decine di milioni di euro. **B**

AL MERCATO PIACCONO I BUY OUT

Nella tabella in alto, le quattro tipologie di investimento che contraddistinguono l'attività dei fondi di private equity. Sotto, l'andamento della raccolta, che per la prima volta in Italia ha superato quota 3,7 miliardi di euro.

EVOLUZIONE DEL NUMERO DI INVESTIMENTI

	2006	2005	VAR. %
NUMERO DI INVESTIMENTI	799	261	+49%
EARLY STAGE	62	56	+11%
EXPANSION	105	135	-22%
REPLACEMENT	25	15	+67%
BUY OUT	100	75	+33%

I PRINCIPALI NUMERI DEL MERCATO (EURO MLN)

	2006	2005	VAR. %
RISORSE INVESTITE	3.731	3.065	+22%
RISORSE DISINVESTITE	1.763	906	+95%
RISORSE RACCOLTE	2.275	1.345	+69%

FONTE: AIFI - PRICEWATERHOUSECOOPERS