

**Paolo Martini**



# **L'arte**



# **di fare**



# **impresa**

**Come e perché  
investire in  
economia reale**

 **AZIMUT**  
LIBERA IMPRESA

 **AZIMUT**  
CAPITAL MANAGEMENT

Vorremmo, attraverso questo libro, farti conoscere un modo "alternativo" ma più che mai concreto per pianificare i tuoi prossimi investimenti.

Si tratta del mondo degli investimenti in economia reale, che mette al centro il valore delle imprese su cui gli investimenti sono effettuati e non il prezzo che hanno sul mercato. Acquistando parti di aziende e soprattutto identificando quelle nei business a più alta crescita, si diventa a tutti gli effetti imprenditori. Avere azioni o debito privato di un'azienda può, con il giusto orizzonte temporale (e la corretta diversificazione), offrire grandi opportunità di rendimento andando a cogliere trend che possono stravolgere le regole a cui siamo abituati nel mondo del quotato.

Nei Paesi più evoluti gli investimenti nei mercati privati sono una realtà ormai consolidata (ad esempio nel Regno Unito valgono 630 miliardi di dollari, in Francia 172 miliardi contro i 27 in Italia) e sono in costante crescita. In Italia ci sono enormi opportunità, basti pensare che ci sono 337 mila imprese e 145 mila PMI che rappresentano circa il 70% del PIL e garantiscono l'80% dell'occupazione.

La predisposizione degli italiani al private market già esiste ed è rilevante, si pensi che gli investimenti delle famiglie italiane in aziende quotate ammontano a circa 60 miliardi di euro mentre in aziende non quotate arrivano a 10 volte tanto. La maggior parte di questi ultimi è frutto però di operazioni casuali, non organizzate, il che porta a disperdere questa "vocazione". L'investimento sul non quotato, in economia reale, permette di intercettare questa pluralità di aziende/iniziative caratterizzate da grandi capacità imprenditoriali, alti tassi di crescita e di innovazione. In questa logica, Azimut Libera Impresa persegue due principali obiettivi: aiutare le imprese italiane (e in futuro, quelle dei Paesi nel mondo dove Azimut da tempo ha scelto di investire) nel reperire nuove forme di finanziamento e idee per crescere senza necessariamente il supporto di un partner bancario e trovare nuove forme di investimento per i risparmiatori nel mondo a tasso zero in cui viviamo e vivremo ancora per tanto tempo.

La proposta di Azimut Libera Impresa si basa anche su un'altra radicale innovazione rappresentata dalla "democratizzazione" della gamma di prodotti offerta, aprendo agli investitori retail un mondo tradizionalmente riservato agli investitori professionali e istituzionali e abbassando la soglia di investimento minima rispetto alle attuali molto elevate.

# Introduzione

“Oggi la gente conosce il prezzo di tutto  
e il valore di nulla”

(Oscar Wilde)

“Il prezzo è quello che paghi.  
Il valore è quello che ottieni”

(Warren Buffett)

Per spiegare meglio le due affermazioni  
qui sopra facciamo un gioco.  
Questa è una banconota da 100 euro...  
nuova, alla domanda “la vuoi?”  
sicuramente nessuno avrebbe esitazioni.



Ora la stropicciamo per bene,  
la calpestiamo pure in modo  
da rovinarla per bene. E rifaccio  
la stessa domanda “la vuoi?”.

Il suo valore non cambia. Ma probabilmente cambia il numero di persone che vogliono la banconota nuova, rispetto quella rovinata.

Il motivo? Probabilmente sta nel fatto che spesso non riusciamo ad associare il giusto valore alle cose perché ci fermiamo alla prima impressione.

Ci capita spesso di leggere giornali, o sentir dire alla radio o in televisione, che in particolari giornate di borsa vengono scambiati, o peggio, in giornate di ribasso, “bruciati” centinaia di miliardi di euro<sup>1</sup>.

È immaginabile che, dopo aver sentito o letto queste cose, ci facciamo la domanda “ma dove andrà a finire tutta questa enorme montagna di denaro?”

Non è affatto facile rispondere concretamente. Sarebbe bello sapere che tutti questi soldi finiscono in un luogo, oppure servono per finanziare le economie del mondo, ma ahimè non è proprio così.

Il guadagno  
o la perdita  
è sul prezzo,  
non su quello  
che si pensa sia  
il valore

È vero d'altro canto che quando si parla di scambi che avvengono nei mercati finanziari, si tratta di passaggi che avvengono, per semplificare, da chi vende a chi compra.

E chi vende e chi compra è attento ad una sola cosa: il prezzo dell'attività che viene venduta e contemporaneamente comprata da qualcun altro. Il guadagno o la perdita è sul prezzo, non su quello che si pensa sia il valore.

Difficoltà  
ad associare  
il giusto  
valore



1 - Il Foreign Exchange Market è il mercato finanziario più grande del mondo. Questo mercato è capace di scambiare oltre 4mila miliardi di dollari in un solo giorno (cifra che è quasi pari al doppio del prodotto interno lordo dell'Italia di un anno).



Il valore del bene scambiato rimane un fatto secondario, tranne quando scoppiava una bolla o una crisi.

Tutti ricordiamo il caso Tiscali. Nel giro di alcuni mesi (ottobre '99, marzo 2000) il prezzo di una azione passò da 46 euro a 1.197 euro. Bastarono solo 2 mesi (aprile, maggio 2000) ai massimi per tornare a 40 euro. E non finì lì, come sappiamo.

È sottile il confine che separa l'investimento dalla speculazione, perché alla fine sui mercati finanziari quotati, che quindi hanno la quotazione dei titoli espressa in prezzo dei titoli stessi, ciò che conta è fare "margine" e questo avviene negoziando sui prezzi. O meglio sui movimenti dei prezzi.

Nei mercati  
finanziari quotati  
per fare margine  
si negozia  
sul prezzo

Sui mercati finanziari è il prezzo che guida le vendite e gli acquisti e i prezzi si muovono continuamente. Questa logica, in verità poco comprensibile per i non addetti ai lavori, allontana il mondo della finanza dal mondo dell'economia.

Ecco spiegato perché spesso la finanza appare "sospetta", distante e talvolta antagonista al mondo dell'economia reale. Basta ricordarci che la più grande crisi finanziaria dopo la crisi del '29 è scoppiata perché i mutui dei proprietari di case che non riuscivano più a pagare le banche, sono stati trasformati in prodotti finanziari al fine di trasformare "magicamente" i debiti in profitti per coloro che diffusero i cosiddetti mutui sub-prime.

I titoli tossici si diffusero sino ad arrivare a toccare anche l'economia reale e le imprese, che dovettero alla fine fare i conti con pesanti conseguenze. Ma questa storia la conosciamo.

È per questo, ed altri motivi, che abbiamo deciso, attraverso questo libro, di farti conoscere un modo “alternativo” ma più che mai concreto per pianificare i tuoi prossimi investimenti.

Si tratta del mondo degli investimenti in economia reale, che mette al centro il valore delle imprese su cui gli investimenti vengono effettuati e non il prezzo che hanno sul mercato. Acquistando parti di aziende e soprattutto identificando quelle nei business a più alta crescita, si diventa a tutti gli effetti imprenditori. Avere azioni o debito privato di un'azienda può, con il giusto orizzonte temporale (e la giusta diversificazione), offrire grandi opportunità di rendimento andando a cogliere trend che possono stravolgere le regole a cui siamo abituati nel mondo del quotato.

È necessario  
un approccio  
alternativo  
per pianificare  
i propri  
investimenti

Investire  
in economia  
reale  
per mettere  
al centro  
il valore  
delle imprese

Investire  
in economia  
reale  
per supportare  
lo sviluppo

Possedendo parti di un'azienda si riescono a cogliere i trend di accelerazione della produttività e quindi dell'utile che, anche grazie alla tecnologia, caratterizzerà le aziende più virtuose nei prossimi anni. Rimanendo azionisti di un'azienda fin dalla sua nascita, ad esempio investendo in start-up, ci permette di beneficiare della crescita del valore nel tempo anche grazie all'effetto dell'interesse composto.

Investire in economia reale significa investire in aziende attive sul territorio, quotate e non quotate.

Le aziende italiane quotate sono all'incirca 340 contro circa 300 mila aziende, vive e vegete, che fatturano e che non sono rappresentate in borsa. E soprattutto contro circa 140 mila aziende, piccole e medie imprese, che rappresentano la spina dorsale dell'economia del nostro Paese, e che rendono ricca l'Italia rendendola una delle principali economie al mondo, con buona pace del debito pubblico italiano. Nei Paesi più evoluti gli investimenti nei mercati privati sono una realtà ormai consolidata (ad esempio nel Regno Unito valgono 630 miliardi di dollari, in Francia 172 miliardi contro i 27 in Italia) e in costante crescita.

# 140

**mila**

**Le piccole e medie  
imprese  
che rappresentano  
la spina dorsale  
dell'economia italiana**

# Tutti

**vincono**

**Gli investimenti  
in private capital  
sono un'opportunità  
sia per le aziende  
sia per i risparmiatori**

Nel nostro Paese ci sono un mare di opportunità che necessitano solo di essere maggiormente presidiate in modo professionale e industriale per offrire opportunità ad aziende e risparmiatori in uno schema “win win” per tutti.

Bisogna dare uno sguardo a ciò che sta accadendo nel mondo degli investimenti finanziari, a partire dagli Stati Uniti sino ad arrivare in Europa e in Italia, per avere evidenze di come gli investimenti in economia reale stiano dando in termini di rendimento e di avvicinamento, finalmente, di chi investe. Parliamo della crescita degli investimenti che sino a ieri erano prerogativa dei soli investitori istituzionali, con grandi potenzialità di investimento, ma che oggi iniziano a diventare possibili anche per chi non appartiene a questa categoria di investitori.

Cambiare è logico quando è opportuno. Una migliore performance per l'investitore è ottenibile solo con strumenti diversi, che rispondono a logiche di investimento diverse. Questa può essere una cosa buona, oltre che opportuna, soprattutto in momenti in cui il mercato è molto volatile e i ritorni sono sempre più difficili da ottenere senza esporsi a rischi più elevati.

Grazie alla diffusione di nuovi strumenti, più “democratici” e con soglie molto più contenute rispetto al mercato abituale dei private markets, sarà possibile accedere a queste nuove asset class nel mondo del non quotato che oggi in Italia è già molto più grande del mondo quotato (600 miliardi di euro contro 60 miliardi di euro).

Si tratta di nuove forme di investimento che contribuiscono al rilancio del sistema paese Italia offrendo nel contempo nuove alternative ai risparmiatori e alle aziende che cercano strumenti per la crescita lontani dal tradizionale mondo del credito bancario ormai sempre più limitato e lontano dalle vere esigenze delle aziende.

Strumenti  
e logiche diverse  
per migliorare  
le performance  
degli investimenti

**600**

**miliardi di euro  
è il totale degli  
investimenti in azioni  
e obbligazioni di  
aziende non quotate**

# E dunque cosa troverai in questo libro?

In questo libro troverai tutto quello che ti serve per capire che cosa significa investire nell'economia reale senza passare dalla borsa, dove le quotazioni dei titoli possono essere influenzate da tante variabili che hanno poco o nulla a che fare con il vero stato di salute delle aziende quotate.

Ti diremo che cosa si guadagna, ma anche che cosa si rischia a investire nell'economia reale, a partire dal fatto che gli investimenti non sono liquidi e che quindi non si può disinvestire quando si vuole e come si viene tassati. Cercheremo insomma di fare un po' di chiarezza su questo mondo che sino ad oggi è stato riservato ai soli investitori istituzionali e professionali, lasciando fuori il risparmiatore privato, che a nostro avviso invece oggi può essere coinvolto attraverso nuovi veicoli di investimento dedicati.

Guida per diventare "soci e azionisti" o per conoscere nuove opportunità di sviluppo per la propria azienda

Investire nell'economia reale senza passare dalla Borsa

Il nostro auspicio è quello di offrire una buona guida a tutti gli investitori privati, soprattutto di suscitare in loro la giusta motivazione per investire nelle aziende (quasi comprandone un pezzo) diventandone soci azionisti, ai finanziatori, ma anche ai finanziatori e agli imprenditori che cercano di individuare l'interlocutore giusto con cui dare nuova progettualità alla propria azienda.

# INDICE



01

## **Le prime luci dell'alba**

Conquiste ed errori dei pionieri del private capital nel mondo e in Italia



02

## **Un mercato in forte espansione**

Quanto vale e quanto rende investire in economia reale



03

## **Come ragionano gli investitori di fondi in private capital**

I diversi approcci per investire in economia reale



04

## **Come i privati possono investire in economia reale**

Investimenti in economia reale come opportunità di diversificazione e di partecipazione alla creazione del valore



05

## **La fiscalità degli investimenti in economia reale**

Gli incentivi e le novità fiscali





# 01

## **Le prime luci dell'alba**

Conquiste ed errori dei pionieri del private capital nel mondo e in Italia. Tutte le opportunità del mercato

---

Hic sunt Leones	16
I pionieri del mercato negli Stati Uniti	21
Barbarians at the gate	24
Le prime grandi operazioni di private equity in Italia	28
Bolla internet e sboom del venture capital	33
Fondi e banche hanno imparato la lezione	35
L'interlocutore giusto per ogni imprenditore	38
Grandi opportunità per gli investitori, ma occhio ai rischi	42

# Hic sunt leones

## 1976

**Nascita di KKR,  
una delle prime  
società d'investimento  
indipendenti  
americane**

F. Ross Johnson alla fine degli anni Ottanta era a capo di RJR Nabisco, una società conglomerata nordamericana con attività nel settore del tabacco e dei prodotti alimentari, quotata a Wall Street. Un bel giorno il manager decise di comprarsi l'azienda con l'aiuto di una banca d'affari molto nota allora, la Shearson Lehman Hutton.

Per la cronaca quella stessa banca, 15 anni dopo, nel 2008 implode sotto il peso dei titoli "tossici", cioè obbligazioni nelle quali erano stati "impacchettati" (in gergo finanziario si direbbe "cartolarizzati") i famigerati "mutui sub-prime", cioè i mutui erogati alla clientela meno affidabile (clientela che a un certo punto non riuscì più a far fronte ai propri debiti) scatenando una reazione a catena di portata planetaria. Ma su questa storia torneremo dopo.

Ebbene quel manager, Ross Johnson, era stato troppo ottimista. Ad avere la stessa idea su RJR Nabisco, infatti, erano stati anche Henry Kravis e suo cugino George R. Roberts, fondatori di KKR, una delle prime società di investimento indipendenti nordame-

ricane, che allora era già diventata un colosso del settore. KKR era stata fondata nel 1976 da Jerome Kohlberg insieme appunto a Kravis e Roberts (da cui la sigla KKR), tutti ex manager dell'allora Bear Sterns (banca d'affari molto nota al tempo). Undici anni dopo, nel 1987, Kohlberg lasciò il gruppo in disaccordo con i suoi soci per fondare la sua casa d'investimento personale Kohlberg & Co., così sull'operazione RJR Nabisco rimasero soltanto i due cugini Kravis e Roberts.

KKR ebbe la meglio su Ross Johnson e Shearson Lehman Hutton, dopo una vera e propria battaglia condotta a colpi di opa e contro-opa<sup>2</sup>. Così RJR Nabisco nel 1988 finì nel portafoglio di KKR per 25,1 miliardi di dollari, grazie a un'opa a ben 109 dollari per azione, rispetto ai 55 dollari a cui quotava il titolo prima che iniziasse la battaglia finanziaria qualche mese prima.



2 - In gergo finanziario, opa è una sigla che sta per **offerta pubblica d'acquisto**, cioè una proposta di acquisto di azioni quotate in borsa da parte di un investitore. La contro-opa è invece un'opa lanciata da un altro investitore che si mette in concorrenza con il primo.



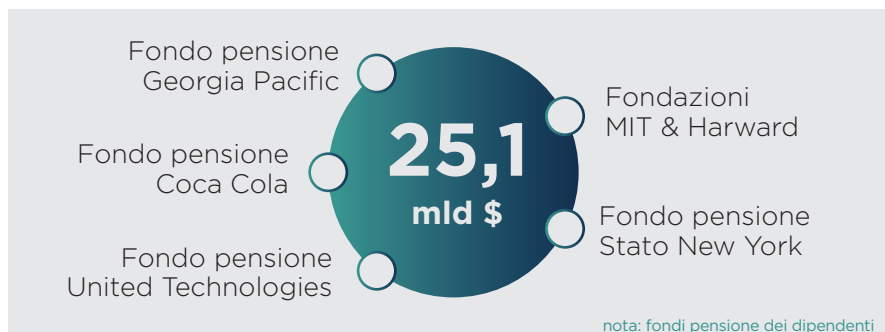
3 - un altro grande gruppo di investimento statunitense, che come KKR continua anche oggi a essere un protagonista del settore.

Si tratta di una cifra da capogiro non solo per quei tempi, ma anche per gli standard di oggi. Per capirci, il valore d'acquisto del colosso Usa dei pagamenti elettronici con carte di credito First Data nel 2007, sempre a opera di KKR, era stato da 25,7 miliardi di dollari e quello del gruppo elettrico statunitense TXU Energy, sempre nel 2007 a opera di KKR, in questo caso in tandem con Texas Pacific Group<sup>3</sup>, è stato da 32,8 miliardi.

Questi numeri sarebbero però impalliditi di fronte ai 71,3 miliardi di dollari che sarebbero stati necessari per togliere dal listino di Wall Street Tesla, il colosso produttore delle auto elettriche, a 420 dollari per azione, così come il suo fondatore, Elon Musk, aveva inizialmente annunciato nell'agosto del 2018, prima di cambiare idea.

In ogni caso, tornando a RJR Nabisco, anche KKR non aveva messo sul piatto i 25,1 miliardi di dollari da sola. Anzi. Si era fatta finanziare dai fondi pensione dei dipendenti di Coca-Cola, di Georgia-Pacific (tra i leader mondiali nella produzione di cellulosa) e di United Technologies (produttore di motori aeronautici e caldaie), dalle fondazioni delle università MIT e Harvard e dal fondo pensione dei dipendenti pubblici dello Stato di New York.

## Come è stata strutturata l'operazione KKR/RJR Nabisco

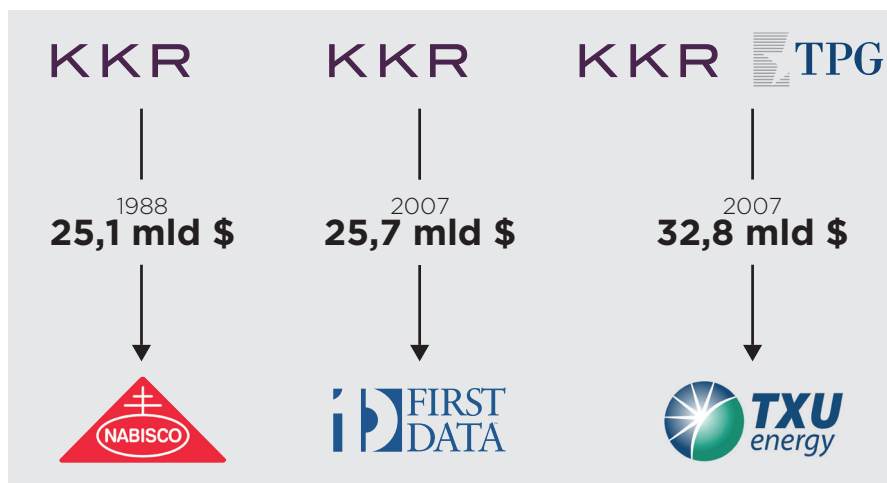


Il tutto secondo uno schema che i fondatori di KKR avevano sperimentato personalmente su scala più piccola, quando ancora lavoravano per Bear Sterns. E che finì su tutti i giornali quando nel 1964 Orkin Exterminating, quotata a Wall Street e specializzata in servizi di disinfestazione, fu oggetto di un'opa lanciata da Rollins Broadcasting, gruppo radio-televisivo che fatturava 9,1 milioni di dollari. Per contro, per gli standard di allora, Orkin era una grande società, con ricavi per circa 37,3 milioni nel 1963. Ebbene, Rollins pagò Orkin 62,4 milioni, ma si fece finanziare per 60, mettendo sul piatto quindi soltanto 2,4 milioni di dollari di capitali propri. A finanziare la maggior parte dell'operazione fu allora il colosso assicurativo Prudential Insurance Company, con un assegno da ben 40 milioni di dollari. Fu il primo LBO della storia. (Vedi approfondimento a pagina successiva)

**2,4**  
milioni \$

La cifra investita nel 1964 da Rollins Broadcasting per comprare Orkin su un totale di 62,4 mln \$. I restanti 60 mln \$ erano a debito

## Gli LBO più grandi della storia



## Cos'è un LBO (Leveraged Buy Out)

LBO è una sigla che sta per leveraged buyout, da “buy”, cioè compro; “out”, cioè metto fuori dal capitale chi c'era prima; e “leveraged”, cioè vado a leva, mi faccio finanziare. In sostanza chi compra lo fa utilizzando una società costituita al solo scopo di condurre quella operazione (newco o società veicolo). Chi compra deve dotare la newco dei capitali necessari all'acquisto, ma questi capitali sono solo in parte mezzi propri di chi compra. Una gran parte di essi, spesso anche più della metà, proviene dalle banche o da altri finanziatori. Una volta comprata la società in questione (target), l'acquirente decide di fondere la newco con la target, che, essendo una società operativa, produce margini e quindi sarà in grado di ripagare il debito che all'improvviso si è ritrovata sul groppone. L'importante, perché il gioco funzioni, è caricare di debito l'azienda per una cifra che non sia eccessiva rispetto alla capacità di quell'impresa di generare margini. Così in pochi anni il debito lo ripaga l'azienda stessa.



Il modo sano di condurre un LBO è infatti quello di indebitare il veicolo e quindi poi l'azienda acquisita solo sino a un certo punto, in modo tale da permettere all'azienda di generare margini in grado, non solo di ripagare i debiti, ma contemporaneamente di investire in crescita, con beneficio finale di tutti, sia dell'azienda stessa sia degli azionisti, che quando decideranno di disinvestire (in genere dopo 3-5 anni dall'ingresso nel capitale), potranno mettere sul mercato un'azienda che nel frattempo vale ben di più di prima. Se però per qualche motivo i margini aziendali si riducono, allora il gioco non funziona più. E bisogna iniziare a vendere beni o aziende controllate per recuperare i capitali necessari a pagare gli interessi e rimborsare il debito.



# I pionieri del mercato negli Stati Uniti



## **Passaggio generazionale**

**Già negli anni '60 e '70 gli imprenditori si trovavano di fronte a questo problema**

Ai tempi dei primi esperimenti del futuro team di KKR, gli LBO erano chiamati investimenti “bootstrap”, un termine inglese, che significa “tirarsi fuori dai guai, senza aiuti esterni, con le proprie forze”. L'idea alla base dei “bootstrap investments” era quella di investire in aziende familiari, molte delle quali erano state fondate negli anni successivi alla seconda guerra mondiale e che tra gli anni '60 e '70 si trovavano a fare i conti con il passaggio generazionale degli imprenditori. Un po' quello che sta accadendo ora a tante piccole e medie imprese italiane. Quelle aziende erano troppo piccole per poter pensare di quotarsi in Borsa e i fondatori non avevano alcuna intenzione di vendere l'azienda ad altri imprenditori loro concorrenti, così trovavano interessante accettare come socio, anche di controllo, un investitore finanziario, che li aiutasse a tirarsi fuori d'impaccio.

Kohlberg, Kravis e Roberts portarono a termine con i loro soldi personali sette o otto investimenti bootstrap quando ancora lavoravano per Bear Sterns, ma poi entrarono in rotta di collisione con i loro capi, che intimarono loro di scegliere se lavorare per la banca come tutti gli altri oppure se mettersi in proprio e quindi

lasciare Bear Sterns. I tre decisero per la soluzione più rischiosa, se ne andarono e fondarono KKR.

Contestualmente a KKR nacquero in quegli anni altre società di investimento simili: Thomas H. Lee Partners è stata fondata nel 1974 e Clayton, Dubilier & Rice Llc nel 1978, mentre ancora prima erano nate TA Associates (1968) e Sequoia Capital (1972). L'esempio di questi pionieri nel corso degli anni '80 è stato seguito da vari altri banchieri d'affari che si sono messi in proprio. Nel 1984 è nato Bain Capital, l'anno dopo è nato Blackstone Group, mentre Carlyle è stato fondato nel 1987. Intanto, anche in Europa nascevano le prime case di private equity: Cinven è stata fondata nel 1977, Candover nel 1980, BC Partners nel 1986, ma prima era già attiva nel settore come divisione private equity di Barings. Sempre nei primi anni '80 è nata Apax Partners, con uffici aperti contemporaneamente sia nel Regno Unito sia negli Usa.

# 1977

**Nasce Cinven.  
Primo operatore  
di private equity  
in Europa**



## Venture Capital

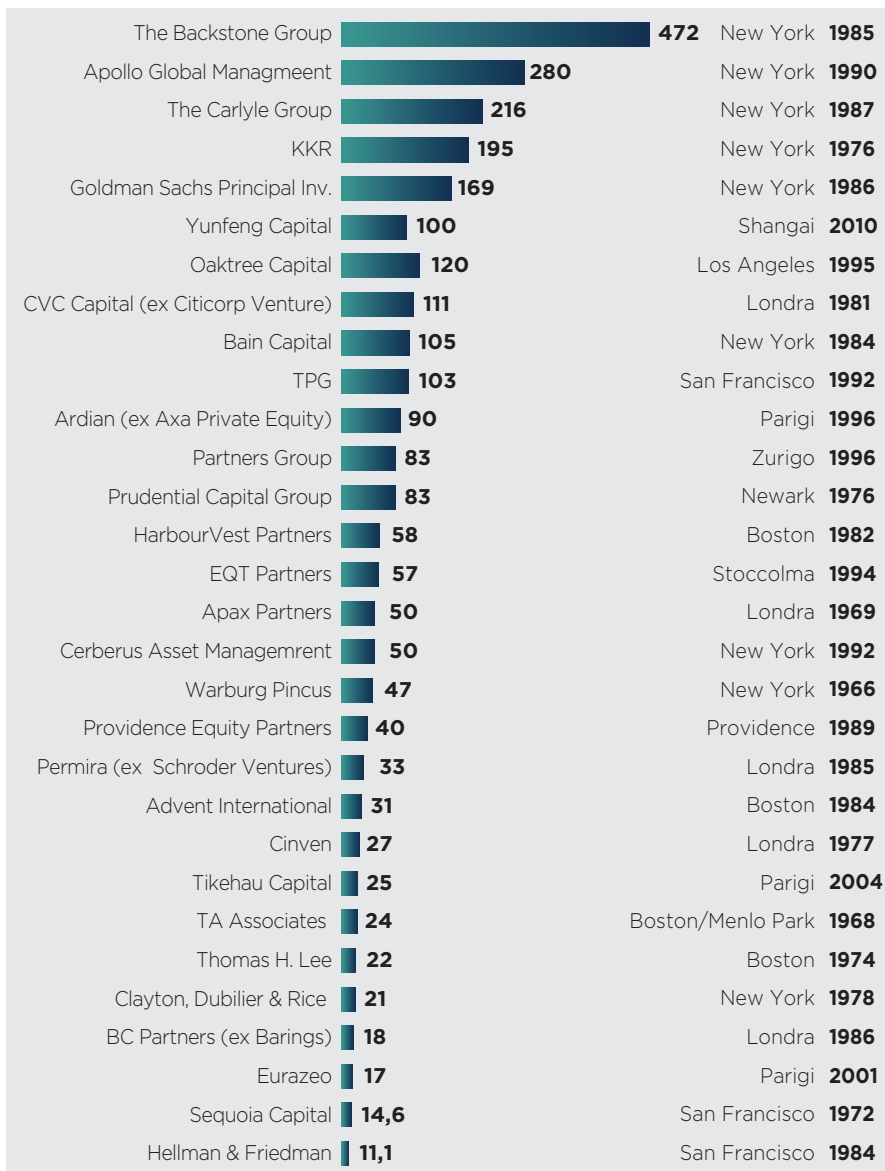
**Investimento  
in aziende nelle  
prime fasi di vita**

TA Associates e Apax inizialmente avevano un approccio più da venture capital, letteralmente “capitale di ventura”. Nel tempo hanno poi ampliato la loro strategia al buyout.

Sequoia, invece, è rimasta a operare solo nel venture capital ed è tuttora uno dei colossi mondiali del settore. CB Insights, uno dei più noti fornitori di analisi e dati sul mercato del venture capital e delle startup negli Stati Uniti, nella primavera del 2017 aveva pubblicato la classifica dei principali investitori di venture capital.

## Alcuni dei principali operatori di private capital del mondo

Per Assets under Management in miliardi al 30 dic 2018 - anno di fondazione



Note: Investitori non governativi; assets under Management al 30 dic 2018, cioè capitali in gestione, come somma del valore degli investimenti nei portafogli dei vari fondi attivi oggi e degli impegni di investimento sottoscritti dagli investitori, ma ancora da investire. Fonte: Elaborazioni di BeBeez su dati di bilancio e siti web delle società

# “Barbarians at the gate”

Le obbligazioni high yield sono chiamate così perché pagano all'investitore un alto rendimento a fronte di un alto rischio a cui lo espongono

Contemporaneamente alle società di investimento specializzate in LBO, alla fine degli anni '80 del secolo scorso nascevano soggetti specializzati nel finanziamento degli LBO. Inizialmente erano banche d'affari con quel preciso focus, poi sono nati fondi di investimento ad hoc.

La prima banca d'affari ad aprire la strada è stata negli Usa la Drexel Burnham, fondata da Michael Milken, l'inventore dei junk bond, cioè delle obbligazioni (bond) cosiddette spazzatura (junk), perché agli inizi di quel mercato i bond di cui si parlava erano per la verità spesso emessi da società davvero a grande rischio per gli investitori, in quanto erano molto indebitate e potenzialmente non in grado di rimborsare i loro debiti. Proprio per questo i loro bond offrivano un grande rendimento.

Negli anni poi si è via via preferito assegnare a queste obbligazioni l'aggettivo “high yield”, cioè appunto “ad alto rendimento”, con l'universo di emittenti che, oltre a comprendere aziende ad altissimo rischio, ne includeva anche delle altre più solide, sebbene molto indebitate, tipicamente aziende che erano state oggetto di LBO.

Si è trattata di un'invenzione deflagrante per i tempi, perché era stato trovato il modo per permettere anche alle aziende con un profilo di credito non particolarmente invitante, e spesso non quotate, di accedere al mercato dei capitali e trovare quindi nuova finanza. Non a caso si racconta che, grazie al successo di quell'intuizione, Milken abbia incassato 295 milioni di dollari dalla banca tra stipendi e bonus nel 1986 e che l'anno dopo sia stato pagato 550 milioni di dollari.

Il private equity in senso moderno, quindi, ha preso piede negli Stati Uniti alla fine degli anni '80, quando il mercato ha iniziato a popolarsi di nuovi attori e l'utilizzo dello schema LBO è diventato uno standard. Purtroppo, però, quello schema è stato applicato allora spesso in modo troppo aggressivo e le conseguenze sono state pesanti per le aziende.



### **Fine anni '80**

**Negli USA prende piede il private equity moderno**

## **Con l'LBO basta poco capitale per comprare un'azienda**



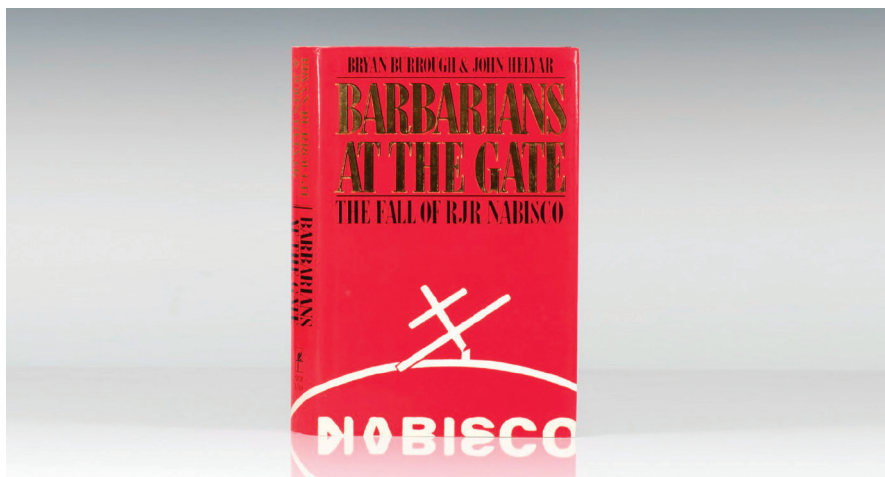


## Il giusto equilibrio

**Il modo sano  
di condurre un LBO  
è quello  
di non caricare  
troppo debito  
sulle spalle  
dell'azienda  
comprata**

Il modo sano di condurre un LBO (argomento già trattato nel box a pag. 20) è infatti quello di indebitare il veicolo e quindi poi l'azienda acquisita solo sino a un certo punto, in modo tale da permettere all'azienda di generare margini in grado, non solo di ripagare i debiti, ma contemporaneamente di investire in crescita, con beneficio finale di tutti, sia dell'azienda stessa sia dei fondi azionisti. Ma questo non è stato per esempio il caso del buyout sulla nostra RJR Nabisco, su cui ritorniamo perché è stata una storia che ha segnato un'epoca.

La storia della conquista della RJR Nabisco è stata raccontata con dovizia di dettagli in una serie di articoli da Bryan Burrough e John Helyar, giornalisti del Wall Street Journal, e poi in un libro, diventato un must nel suo genere, intitolato evidentemente non a caso "Barbarians at the gate" (I barbari alle porte). Un titolo che ben rappresenta l'immagine che "grazie" a quell'operazione si erano creati presso il pubblico i fondi alla KKR.





Quei fondi sono poi stati classificati sotto l'etichetta di fondi specializzati in investimenti in private equity (da "equity", cioè capitale, e "private", cioè privato, nel senso anglosassone di non quotato in borsa), che però si è visto subito che non disdegnavano scorribande su aziende quotate con l'obiettivo di renderle private, cioè di acquisirle lanciando un'opa amichevole o ostile che fosse, e toglierle dal listino. E, se non riuscivano a convincere tutti gli azionisti ad aderire all'opa, almeno speravano di assicurarsi un pacchetto azionario che permettesse loro di governare l'azienda.



## Private equity

**cioè investimento  
in aziende  
non quotate**

# 2008

**anno nero**

**La crisi finanziaria  
globale ha fatto  
fallire molte società  
che erano state  
oggetto di LBO  
costruiti con troppo  
ricorso al debito**

Negli anni successivi RJR Nabisco ha ceduto via via diversi rami di business, in una serie di operazioni che avevano il fine ultimo di portare cassa in azienda sia per ripagare il debito sia per pagare ricchi dividendi straordinari ai soci. Tutto-  
ra esiste la Nabisco Biscuit Company, interamente controllata da Mondelēz International. È un colosso del settore, che produce, tra gli altri, i noti biscotti Oreo. La storia di RJR Nabisco ha comunque alimentato la costruzione di un'immagine di KKR certo poco lusinghiera, che ha coinvolto dunque un po' tutti i fondi che lavoravano nello stesso settore e che non è stato facile cambiare. Soprattutto perché la crisi finanziaria globale del 2008 ha aggravato quell'immagine, portando a galla non solo negli Usa, ma anche in Europa, operazioni di leveraged buyout che si sono rivelate "troppo leveraged" e di cui hanno fatto le spese le aziende che erano state oggetto di acquisizioni negli anni precedenti la crisi.

# Le prime grandi operazioni di private equity in Italia

**5,65**  
**miliardi di euro**

**Il valore della  
mega-opa del 2003  
lanciata su Seat Pagine  
Gialle da una cordata  
di fondi italiani  
e internazionali**

Un esempio su tutti è stato in Italia quello di Seat Pagine Gialle, un gruppo attorno al quale si sono riuniti quasi tutti i primi protagonisti del private equity italiano della prima ora. Il gruppo è imploso nel 2013, dopo una lunga agonia iniziata nel 2008, sotto il peso di un debito pesantissimo. Ma nell'estate del 2003 tutti i giornali avevano celebrato la mega-opa lanciata sul gruppo quotato a Piazza Affari da una cordata composta dai fondi BC Partners, CVC Capital Partners, Investitori associati e Permira. Seat era stata valutata 5,65 miliardi di euro.

La cordata in questione aveva sbaragliato la concorrenza di tanti altri fondi interessati all'operazione, molto probabilmente perché conosceva Seat molto meglio di tutti i concorrenti. A parte Lorenzo Pelliccioli, l'ex amministratore delegato di Seat, che invece aveva scelto di fare da consulente alla cordata Blackstone-KKR-TPG.

I protagonisti di quello che allora era stato il più grande buyout mai chiuso in Europa erano infatti per larga parte gli stessi che alla fine del 1997, in occasione della privatizzazione di Seat, promossero l'acquisizione della quota del 61,27% del capitale di Seat di proprietà dell'IRI. La cordata di otto investitori che vinse la

gara nel 1997 rivendette poi la società a Telecom nel 2000, incassando per la propria partecipazione circa 18 mila miliardi delle vecchie lire, con un guadagno stratosferico rispetto al prezzo di acquisto pagato nel 1997 al Ministero del Tesoro che era stato di 1.655 miliardi, di cui 450 miliardi in equity e 1.200 in debito, sulla base di una valutazione dell'intero gruppo di 3.200 miliardi di lire. Il catalizzatore dell'operazione del 1997 fu Gianfilippo Cuneo che con la sua Bain, Cuneo e associati aveva promosso insieme a Comit (Banca Commerciale Italiana) il primo fondo di una delle prime società di private equity italiane, Investitori associati.

**1.655**  
miliardi di lire

**Il valore al quale  
l'IRI aveva venduto  
nel 1997**

**il 61,27% di Seat  
a investitori privati,  
che lo rivendettero  
nel 2000 a Telecom  
per 18 mila mld di lire**



**Investitori  
Associati  
è stata una delle  
prime società  
di private equity  
italiane**

Il cuore della cordata del 2003 vedeva all'opera i due fratelli Tazartes, Alberto e Antonio, allora alla guida, rispettivamente, delle attività italiane di BC Partners e di Investitori associati. In più per Investitori associati a seguire l'operazione c'erano anche i partner Dario Cossutta e Michele Marini, che nel frattempo avevano lasciato Comit, ma che in Comit avevano seguito l'operazione su Seat del 1997.

All'acquisizione del 1997, poi, aveva partecipato anche CVC, la società nata dal management buyout operato dai manager sulla divisione di private equity di Citibank nel 1993 e il partner italiano che nel 1997 seguì l'acquisizione per CVC, Luigi Lanari (lo stesso che la seguì nel 2003). Accanto agli investitori finanziari nel 1997 c'erano anche il gruppo De Agostini e Telecom (con il 20%) e venne nominato amministratore delegato Lorenzo Pellicoli. Gli stessi uomini che avevano creduto nella prima tornata, ci riprovavano nel 2003. L'unico volto nuovo era quello di Guido Paolo Gamucci, managing director di Permira in Italia. Permira, colosso paneuropeo del private equity, nato da un management buyout originato in quel caso da Schroders, era già noto allora in Italia per aver tolto dal listino di Piazza Affari il gruppo produttore di yacht Ferretti. In quell'occasione a curare l'operazione era stato invece Paolo Colonna, un altro dei grandi nomi del private equity italiano della prima ora.

La nuova avventura su Seat ebbe però risultati ben diversi per gli investitori e per l'azienda rispetto a quelli del 1997. Questo perché il peso del debito caricato sul gruppo fu fatale con lo scoppio della crisi finanziaria del 2008. Accadde a gran parte degli investitori specializzati in LBO mondiali. I fondi negli anni precedenti avevano fatto i conti senza pensare che la cuccagna del credito a basso costo non sarebbe durata in eterno. Invece, è arrivata una crisi fra le più dure della storia, da far saltare tutti i piani di sostenibilità del debito, compresi quelli stilati sulla base degli scenari più pessimisti.

# 1997

Nel gruppo di investitori di Seat della prima ora c'erano anche De Agostini e Telecom

## Come si è iniziato a fare private equity e venture capital in Italia

Oddio sono passati ormai più di 30 anni! Ero assistente in università a Jody Vender che allora insegnava a Milano in Bocconi e teneva un corso sulla finanza per le piccole e medie imprese. Un bel giorno mi chiese se volevo occuparmi di una piccola associazione che stava nascendo, non avevo capito bene cosa avrei dovuto fare, poi mi ha mandato in ufficio uno scatolone pieno di libri e riviste americane. Ho studiato, e sotto la guida del presidente che ha avviato AIFI, Marco Vitale, è nato il primo libro sul venture capital, su un mondo che in Italia già esisteva, ma che agiva sotto traccia, senza strutture.

Era il 1986 e all'idea di Vender si aggregarono i pionieri di questo mestiere, quelli che sono diventati i primi associati di AIFI, l'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento. Un acronimo che oggi suona un po' stretto rispetto a tutto quanto ormai fanno gli associati, che sono operatori di private equity, venture capital e private debt, ma che ci è piaciuto mantenere inalterato negli anni.

Prima, infatti, il mestiere del private equity, anzi, meglio, del venture capital, lo facevano degli imprenditori illuminati che, da soli o in gruppo, spesso in una logica che oggi chia-

miamo di club deal, cercavano nuove idee da finanziarie e nuove tecnologie sulle quali scommettere. Ci si strutturava in società finanziarie e si cercavano aziende con imprenditori brillanti a cui dare i capitali per partire e svilupparsi. Attorno alla SOPAF e alla Finnova di Vender, si aggregarono, prima altre 2 finanziarie di partecipazione, poi altre 3... si arrivò a 7 e AIFI partì.

Quel tipo di venture capital via via si ampliò anche al supporto a piccole imprese o ai manager che desideravano comprare rami d'azienda che venivano dismessi dalle multinazionali. A questi primi investitori, più uomini d'impresa che di finanza, si affiancarono finanziarie bancarie. Una delle prime battaglie di AIFI fu proprio il riconoscimento di questa attività, che avvenne nel 1987, che battezzò le FIP - finanziarie italiane di partecipazione,

aprendo il mercato alle costole bancarie. Molto attive in quegli anni furono SIGE e Sofipa. Questi istituti allora si occupavano di finanziamenti a medio termine, ma la loro attività di supporto allo sviluppo delle imprese anche sul fronte dell'equity non era codificata dalla normativa, volevano che fosse pienamente riconosciuta. E poi ci fu la battaglia per i fondi



**Anna Gervasoni**  
ha fondato AIFI,  
l'Associazione Italiana  
del Private Equity,  
Venture Capital  
e Private Debt nel  
1986 e da allora ne  
è il direttore generale

chiusi: i primi di diritto italiano sono arrivati soltanto nel 1996, dieci anni dopo la nascita di AIFI, quando è entrata in vigore la normativa ad hoc, frutto di lungo confronto politico.

Comunque, alla fine, ce l'abbiamo fatta. Non è stato facile convincere i vari governi che si sono succeduti e far accettare il concetto di fondo mobiliare chiuso dedicato agli investimenti in capitale azionario di società non quotate. Il timore era che si trattasse di un modo – sicuramente stravagante – di eludere le tasse e non un nuovo strumento per investire nello sviluppo dell'economia reale. In questo ci ha dato una mano importante Confindustria, che allora era guidata dal presidente Luigi Abete e dal direttore generale Innocenzo Cipolletta (che oggi è presidente di AIFI, ndr).

Intanto in Italia iniziavano ad aprire uffici anche i grandi operatori esteri. Il primo è stato 3i. Allora già un colosso che investiva in ottica paneuropea, ma che in origine era partito nel dopoguerra con focus soltanto sul Regno Unito, con capitali messi a disposizione dalla Bank of England e dal governo britannico. I grandi fondi internazionali utilizzavano già la tecnica del LBO, che importarono in Italia. Si affermò il mercato del vero e proprio private equity. Alcuni degli operatori italiani più grandi iniziarono a loro volta a condurre LBO, ma nel nostro Paese non si arrivò mai agli eccessi di leva che si videro altrove negli Stati Uniti e in Europa. Certo, anche in Italia abbiamo avuto delle operazioni andate male dopo il 2008, ma per problemi legati alla crisi mondiale che ha colpito interi settori. Vero è che quel periodo critico ha portato a un cambiamento di logica e di approccio, che è torna-

to ad essere più industriale e meno finanziario, e ha inevitabilmente comportato un ricambio nella compagine degli operatori.

Anche nella storia del venture capital italiano, quello dedicato alle start up, a un certo punto abbiamo avuto una cesura. Come dicevo prima, in Italia è partito prima il venture capital del private equity, ma poi il venture ha lasciato il passo ai grandi volumi del private equity. Del resto i pionieri erano pochi, alcune prime operazioni non andarono come previsto, e ci fu un cambiamento di rotta. Si è dovuto attendere l'arrivo della cosiddetta new economy per vedere la seconda onda di entusiasmo. A fine anni '90 Elserino Piol si consacrò come il vero guru del venture capital all'italiana, fondando la sua Pino Venture Partners e lanciando i fondi Kiwi (Piol investì in quegli anni anche tre miliardi di lire in Yoox e quattro miliardi in Tiscali e fece risultati straordinari, ndr). Poi la bolla internet scoppiò nel mondo e in Europa sparirono dal mercato decine di operatori di venture capital. Ricordo che nel 2001 l'associazione tedesca vide dimezzarsi il numero degli associati, semplicemente perché avevano chiuso i battenti, travolti dal crollo del mercato. Noi in Italia accusammo il colpo, ma gli operatori erano ancora pochi, quindi perdemmo qualche operatore, ma non fu una *débâcle*. In ogni caso per una decina di anni di venture in Italia non si è quasi più parlato. Poi timidamente hanno fatto capolino nuovi team, più strutturati e soprattutto aperti a investimenti in parecchi settori tecnologici, quindi non solo Ict, ma anche life science, nanotecnologie, nuovi materiali.



# Bolla internet e sbloom del venture capital

Anche il mondo del venture capital aveva avuto un brutto risveglio allo scoppio della bolla internet dopo il 2000. In Italia la fine del 1999 era coincisa con la nascita del Nuovo Mercato lanciato da Borsa Italiana e soprattutto era il momento di Tiscali. Il provider internet era sbarcato sul listino nell'ottobre 1999 a 46 euro per azione, per una capitalizzazione di 697 milioni di euro, e le quotazioni erano cresciute vertiginosamente fino ad arrivare a 1.197 euro per azione a marzo 2000, con una capitalizzazione superiore ai 18 miliardi di euro. Questo fu il massimo storico, dopodiché il trend si invertì repentinamente, alla fine dello stesso mese il prezzo era già tornato a 575 euro e a maggio a soli 40 euro. E non finì lì, come sappiamo. La parabola di Tiscali ben racconta quello che hanno vissuto le borse mondiali in



**1999**

**Borsa Italiana lancia il Nuovo Mercato dedicato alle promettenti aziende della new economy, con Tiscali in prima linea**

## La parabola di Tiscali





## Marzo 2000

**Crollano i mercati finanziari in tutto il mondo. I bilanci delle aziende della new economy svelano che a crescere vertiginose del numero di utenti web non corrisponde crescita di ricavi e redditività**

quel periodo e con loro i fondi di venture capital, che a quel punto non trovavano più sbocco sui listini internazionali per quotare le loro partecipate, prima valutate a multipli impossibili.

Cosa è successo? Semplicemente in tutto il mondo era scoppiata la bolla internet. Ben lo ricorda P101 sgr, uno dei più grandi operatori italiani di venture capital, nel suo primo report sul venture capital redatto in collaborazione con BeBeez e pubblicato nel 2016, dove è tracciata la storia del venture capital italiano dal 2000 a oggi. Tutto è accaduto contemporaneamente in tutto il mondo negli stessi giorni di marzo 2000, perché in tutto il mondo in quei giorni le società quotate della new economy avevano presentato i bilanci annuali e trimestrali, che mettevano nero su bianco il fatto che queste società, pur macinando crescita vertiginose di utenti sul web, non traducevano questa presenza online in fatturato e redditività. Così, gli investitori più accorti decisero di abbandonarle, dando il via a quello che divenne un crollo planetario delle quotazioni.

Il report di P101-BeBeez ricorda anche che per loro natura numeri e redditività delle start-up sono, e continuano a essere anche oggi, proiezioni di quello che avverrà e di dinamiche e consumi che stanno cambiando. Tuttavia, le valutazioni sono condotte su basi e metriche più solide di una volta, con attenzione alle variabili fondamentali e, soprattutto, all'interno di uno scenario in cui digitale e disintermediazione sono ormai un dato di fatto che permea tutti i settori industriali e che facilita e condiziona la vita dei consumatori di tutti le età.

# Fondi e banche hanno imparato la lezione

Una volta ripresi dallo sbloom di internet, in maniera più accorta e così anche il modo di utilizzare la leva nelle operazioni di private equity è cambiato e diventato meno aggressivo, anche perché a fare le spese degli LBO troppo leveraged sono state non solo le aziende e i fondi coinvolti, ma anche chi li aveva finanziati, cioè le banche, che quindi da allora hanno iniziato a diventare più caute.

In Italia le banche avevano retto al primo tsunami che nel 2008 aveva colpito il sistema finanziario internazionale, perché non avevano nei portafogli tutti quei titoli “tossici” nati dalle cartolarizzazioni dei mutui subprime. Ma il peso della crisi finanziaria aveva intaccato i conti delle aziende e le banche che avevano dato facilmente troppo credito e si sono ritrovate con oltre 300 miliardi di euro di crediti deteriorati a bilancio, tra vere e proprie sofferenze, cosiddette inadempienze probabili e crediti scaduti.

Un bel problema da gestire, aggravato dal fatto che anche le regole di vigilanza bancaria internazionale sono diventate più severe imponendo alle banche di mettere da parte più

**>300**  
**miliardi di euro**  
**i crediti deteriorati**  
**sui bilanci delle**  
**banche italiane**  
**al picco della crisi**

capitale a fronte di impieghi considerati a rischio, come i prestiti alle piccole e medie imprese non quotate e ancora di più gli investimenti nel capitale di quelle stesse pmi. Il risultato è stato quindi che le banche hanno tirato i remi in barca e sono diventate molto più caute nelle loro decisioni, lasciando senza ossigeno un numero crescente di pmi, ma creando nel contempo opportunità di sviluppo interessanti per operatori diversi dalle banche.

La crisi ha insegnato che per portare a casa risultati non si può prescindere dal far crescere davvero le aziende acquisite. E così il settore ha via via cambiato pelle. Certo, il rischio di eccedere nell'utilizzo del debito è sempre dietro l'angolo, soprattutto quando i tassi di interesse sono bassi e quando, oltre alle banche, ci sono tanti altri soggetti pronti a offrire finanza.

Con la crisi del 2008 i fondi hanno capito che per far crescere il valore delle aziende acquisite i semplici trucchi finanziari non possono bastare



## Private Equity

**Il private equity affianca l'imprenditore nello sviluppo delle imprese**

Peraltro in Italia i fondi di private equity nella maggior parte dei casi hanno sempre lavorato con un approccio più improntato all'apporto di capitale per lo sviluppo dell'impresa, in affiancamento all'imprenditore.

Il fatto comunque che le banche abbiano lasciato spazi di manovra ad altri operatori ha fatto sì che oggi le aziende italiane si trovino davanti un ventaglio davvero ampio di soluzioni per trovare i partner giusti a seconda del ciclo di vita in cui si trovano e degli obiettivi di crescita industriale che si pongono. Si sono sviluppate infatti varie forme di private capital ("private", sempre nel senso di non quotato; e "capital", cioè capitale in senso lato, sia nel senso di capitale di rischio cioè azioni o quote societarie, sia nel senso di nuova finanza a debito). L'importante, però, è rivolgersi agli interlocutori giusti.

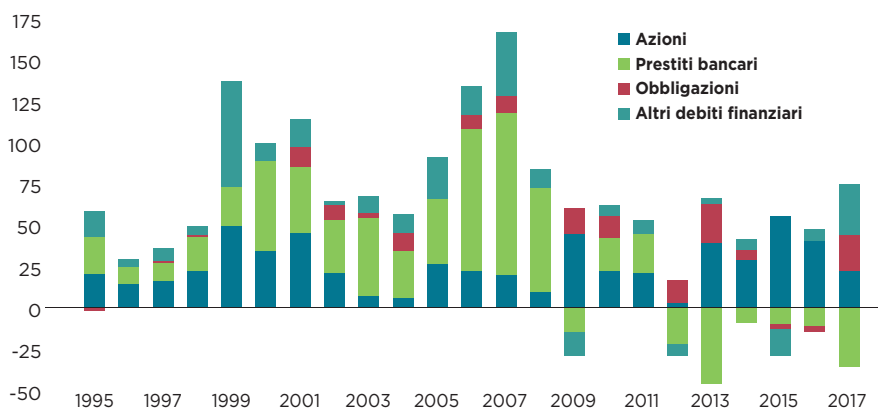


## Private capital

Deriva da "private" come privato nel senso anglosassone di non quotato.

E "capital" come capitale in senso lato, cioè sia di capitale di rischio sia di nuova finanza a debito

## Le fonti di finanziamento delle aziende italiane



dati in miliardi di euro - Fonte: elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia

**Si sta riducendo sempre di più il ricorso al finanziamento bancario**

**La crisi finanziaria ha generato profonde ristrutturazioni societarie**

**La struttura finanziaria delle imprese sta migliorando sempre di più**

# L'interlocutore giusto per ogni imprenditore

Un imprenditore che fonda una nuova azienda dal nulla non può pensare di chiedere capitali ai grandi fondi di venture capital internazionali. Questi ultimi sono fondi che di mestiere investono sì in aziende ai primi stadi di vita, che quindi per definizione sono investimenti rischiosi (non a caso si parla di “capitali di ventura”), ma che pretendono almeno che quelle aziende abbiano già dimostrato di aver sviluppato un modello di business che funziona, in grado di generare ricavi e coinvolgere numerosi clienti. Questi fondi investono svariati milioni di dollari o di euro per volta.

L'imprenditore alle prime armi deve sapere, quindi, che deve chiedere i primi soldi ad amici e conoscenti o ... ai “matiti incoscienti” (i family, friends&fools come dicono gli americani) oppure ai cosiddetti “business angel” (investitori privati che aiutano l'attività a decollare), agli incubatori (organizzazioni in grado di “incubare” l'azienda) e ai fondi di “seed capital” (capitale di “semina”, che aiuta a far sbocciare l'azienda). Oppure, ancora, in alternativa lo startupper può lanciare una campagna di equity crowdfunding, cioè una raccolta (funding) di capitali (equity) presso il pubblico (crowd) tramite una delle piattaforme web specializzate. Per con-

## Seed capital

**letteralmente “capitale di semina”, che aiuta a far partire l'azienda**



tro, se l'imprenditore ha già dimostrato che la sua idea funziona, può iniziare a proporsi a fondi di venture capital domestici che investono in realtà già strutturate e non più quindi ai primissimi stadi del ciclo di vita. Via via poi che le dimensioni dell'impresa crescono, a questi fondi si possono affiancare quelli internazionali di maggiori dimensioni<sup>4</sup>.



4 - Si veda approfondimento sui vari tipi di venture capital nel capitolo 3.

Un imprenditore titolare di una piccola o media impresa affermata, invece, si deve domandare prima se quello di cui ha bisogno è capitale oppure se invece può indebitarsi ulteriormente, magari sperimentando nuove fonti di finanziamento diverse dalla banca. Per esempio, potrebbe decidere di cercare denaro su piattaforme web che inter-mediano prestiti a medio-lungo termine (lending) o fatture commerciali (invoice financing). Una simile soluzione può avere assolutamente senso, soprattutto tenendo conto della velocità di risposta di queste piattaforme fintech (dall'unione delle parole finance e technology, finanza e tecnologia) rispetto ai tempi

## fintech piattaforme

**dove gli imprenditori  
possono trovare  
finanziamenti  
a medio-lungo termine  
o cedere le proprie  
fatture commerciali**



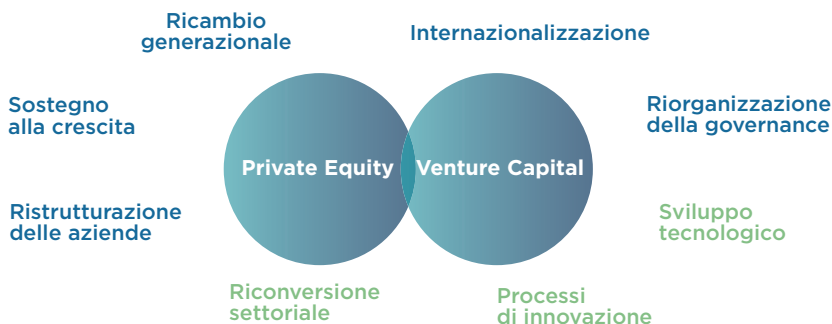
5 - Si veda approfondimento sui vari tipi di finanziamento tramite piattaforme fintech nel capitolo 3.

6 - Si dice minibond perché, quando si parla di una piccola e media impresa, l'emissione obbligatoria è di dimensioni contenute, in genere sotto i 50 milioni, più probabilmente attorno a 5-7 milioni; si veda l'approfondimento nel capitolo 3.

normali degli interlocutori bancari<sup>5</sup>. In tema di finanziamento del circolante, poi, oltre all'invoice financing (la versione fintech dello sconto fatture), c'è anche l'opzione dell'emissione di minibond short-term, cioè obbligazioni di piccolo taglio (minibond<sup>6</sup>) a scadenza entro un anno (per questo short-term, cioè a breve termine). Se invece l'obiettivo è finanziare un investimento che genererà ritorni in 3-5 anni, come potrebbe essere la costruzione di una nuova linea produttiva o di un nuovo stabilimento, meglio un minibond tradizionale a medio termine.

Ma non è detto che il minibond sia lo strumento adatto a finanziare altri tipi di investimenti. Per esempio, se un imprenditore vuole crescere all'estero e intende contemporaneamente investire per aprire nuovi mercati, magari conducendo una campagna di m&a (merger & acquisition, cioè fusioni e acquisizioni), allora meglio farsi affiancare da un fondo di private equity. Quest'ultimo a sua volta può decidere di finanziare parte

## Cosa finanzia il capitale di rischio





dell'operazione con l'emissione di un bond, sottoscritto da uno o più investitori specializzati in private debt (anche in questo caso “private” perché si tratta di titoli di debito emessi da società non quotate<sup>7</sup>).

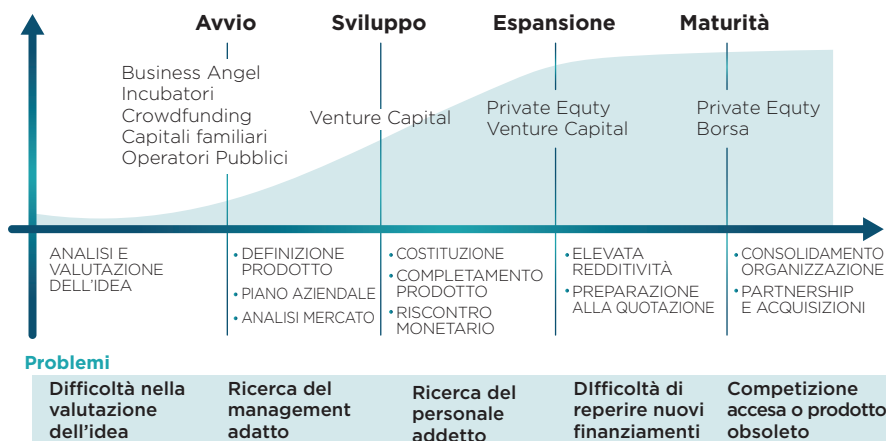
E se un imprenditore si trova in crisi di liquidità perché magari ha avuto problemi di ritardi di pagamento o si trova ad avere un debito troppo elevato rispetto a margini che si sono ristretti, ma dimostra che il business è comunque valido, allora quell'imprenditore può trovare una sponda presso gli operatori specializzati in ristrutturazioni aziendali (cosiddetti fondi di turnaround o di special situation<sup>8</sup>), che si prendono in carico l'onere di trovare un accordo con le banche e che sono in grado di dare di nuovo respiro all'azienda, iniettando nuova finanza, in cambio di un passo indietro dell'imprenditore.



7 - Si tratta di investitori che finanziano aziende non quotate, sottoscrivendo quindi obbligazioni emesse da queste imprese o erogando direttamente prestiti a queste aziende;

8 - Si veda approfondimento nel capitolo 3.

## L'investitore più adatto alle varie fasi della vita aziendale



# Grandi opportunità per gli investitori, ma occhio ai rischi

## Profilo rischio/rendimento

**È diverso a seconda  
della diverse strategie  
di investimento  
di private capital**

Questo ventaglio di opportunità per le aziende è anche a vantaggio degli investitori, che a loro volta forniscono ai fondi di private capital il denaro per condurre i loro investimenti.

Ogni strategia di investimento, infatti, ha un suo preciso profilo di rischio e di rendimento. Così gli investitori a monte possono scegliere la proposta che più si adatta a loro. Stiamo parlando di banche, compagnie assicurative, fondi pensione, fondazioni, famiglie di imprenditori che agiscono tramite i loro family office e fondi di fondi (cioè soggetti che invece di investire direttamente nelle aziende, investono in altri fondi e sono questi ultimi a investire direttamente nel capitale o nel debito delle aziende).

Gli investitori privati, invece, sono stati a lungo tempo esclusi da questo tipo di investimenti, perché i fondi di private capital prevedono spesso un taglio minimo di investimento di 500 mila euro o anche più elevato. Solo ultimamente molte case di investimento stanno strutturando prodotti destinati proprio agli investitori retail, come Azimut ed è per questo che è stato pensato questo libro.



## 02

### **Un mercato in forte espansione**

Quanto vale e quanto rende  
investire in economia reale

---

Quanto vale e quanto rende Investire in economia reale	44
I fondi di private equity e il venture capital	52
I fondi di private debt	55
L'esperienza dei grandi investitori nei fondi pensione	56
Focus Europa	57
Focus Italia: i fondi di private equity e venture capital	59
Focus Italia: i fondi di private debt	64
I grandi investitori in Italia	66
Conclusioni	69

# Quanto vale e quanto rende investire in economia reale

Investire in economia reale offre rendimenti più interessanti a riparo dai rischi di luna borsistica



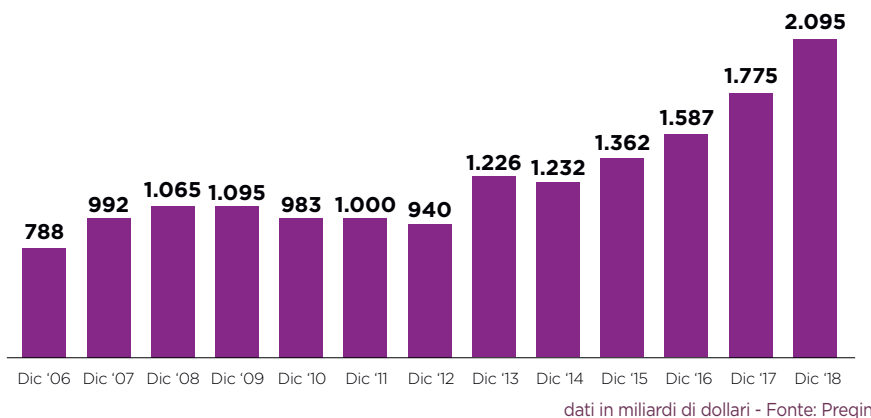
9 - Sono considerati fondi di private capital, ossia i fondi che investono in strumenti finanziari non quotati; in particolare di fondi di private equity, di private debt, di fondi infrastrutturali, di fondi immobiliari o dedicati a investimenti in risorse naturali.

Le aziende non quotate in Borsa sono ancora la stragrande maggioranza delle imprese nel mondo, ma non è vero che se non sono quotate non meritano l'attenzione dei grandi investitori. Anzi. I numeri indicano proprio il contrario. A disposizione di queste aziende c'è una mole di denaro enorme e crescente. Perché è dimostrato che investire in economia reale (nel senso di non quotato) ha rendimenti molto interessanti e soprattutto al riparo dai rischi di luna borsistica. Certo, si tratta di investimenti che richiedono pazienza, perché non permettono rapidi acquisti e rivendite, come invece è per definizione possibile fare sui mercati tradizionali sia azionari sia obbligazionari. Richiedono un impegno di anni, per questo sono considerati più rischiosi di altri tipi di investimenti. Ma il gioco vale la candela. Altrimenti non si spiegherebbero i numeri che vi riassumiamo qui di seguito.

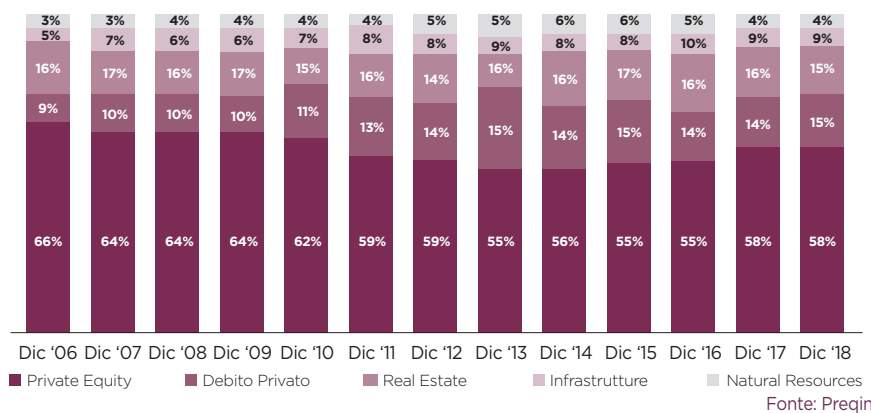
I fondi di private capital<sup>9</sup> a metà 2018 avevano quasi 2.100 miliardi di dollari di capitali pronti da investire (gli anglosassoni usano la locuzione “dry powder” nel senso di munizioni ancora da utilizzare, che rende molto bene l'idea).

Lo calcola Preqin, una società britannica che di mestiere mappa l'attività dei fondi di investimento alternativi a livello globale cioè i fondi che investono in economia reale.

## La potenza di fuoco dei fondi di private capital



## La potenza di fuoco dei fondi di private capital per tipo di strategia



Stiamo parlando insomma di una montagna di denaro, che cresce di anno in anno e che si è quasi triplicata nel corso di un decennio.

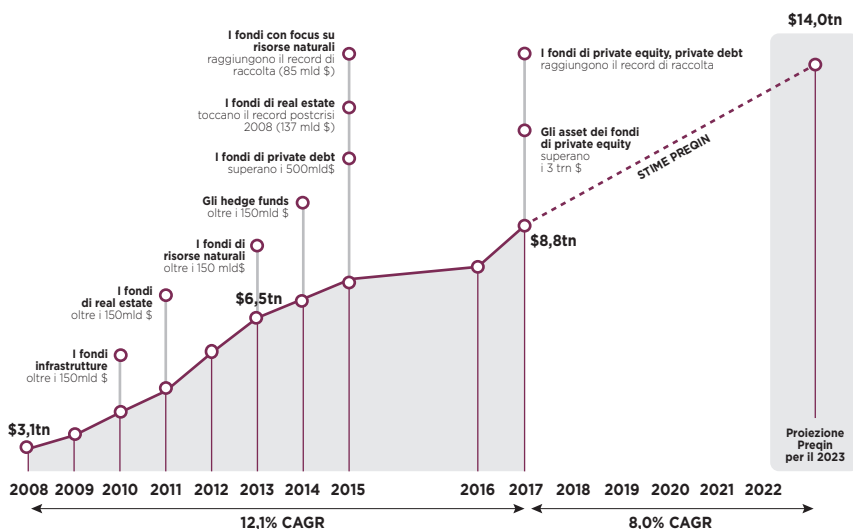
Ma se, oltre ai capitali ancora da investire, andiamo a considerare anche quelli già investiti nelle aziende in portafoglio ai vari fondi, allora la cifra di cui parliamo diventa ben più grande e lo diventerà ancora di più.

Preqin calcola infatti che il mondo degli asset alternativi in gestione ai fondi specializzati<sup>10</sup>, raggiungerà le dimensioni di 14 mila miliardi di dollari nel 2023, dagli 8,8 mila miliardi di fine 2017. La crescita non sarà proporzionale per le varie classi di asset e vedrà infatti il patrimonio in gestione ai private equity superare quello in gestione ai fondi hedge e diventare la più grande asset class alternativa.

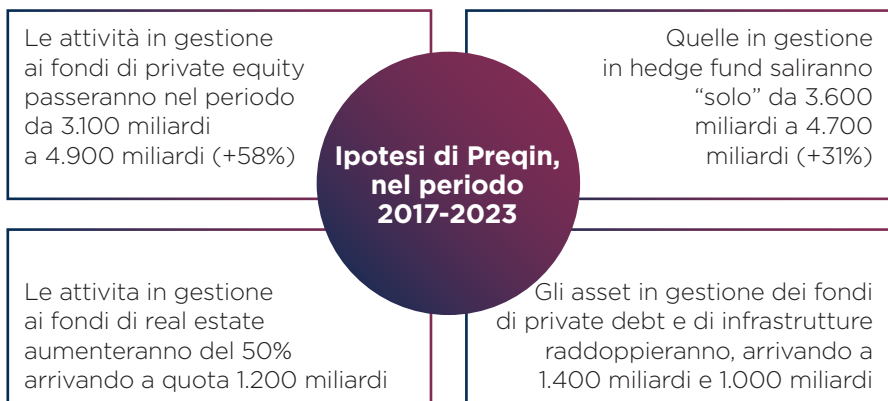


10 - Sono inclusi nel calcolo di Preqin i fondi hedge, quindi quelli che investono anche in titoli quotati, ma utilizzano strumenti finanziari complessi per gestire il rischio).

## La timeline degli asset alternativi



Fonte: Preqin



dati espressi in dollari

# 2.410

**Sono i fondi  
che nel 2017  
hanno effettuato  
il loro closing**

Questi numeri sono il risultato di interviste effettuate da Preqin con 420 gestori di fondi e investitori ai quali è stato chiesto quali fossero le loro previsioni di crescita per ciascuna classe di attività alternativa nel 2023.

Intanto i fondi continuano a raccogliere denaro da investire. Preqin calcola che nel 2018 abbiano effettuato il loro closing 1.733 nuovi fondi per un totale di 757 miliardi di dollari raccolti. Sembra una cifra enorme, ma il 2017 era stato un anno molto più ricco con ben 925 miliardi di impegni di investimento spalmati su 2.410 fondi.

D'altra parte, esistono dei cicli nella raccolta: se un fondo ha appena incassato impegni da parte degli investitori, dovrà avere il tempo di investire quei capitali, prima di tornare dagli investitori e chiedere altri soldi per un nuovo fondo. Anche perché, per tornare dagli investitori, dovrà mostrare quanto sarà stato bravo nel frattempo a far rendere i loro soldi.

Per il mondo del “non-quotato” la performance è quella individuata dall'Irr (internal rate of return o tasso interno di rendimento), in sostanza, il rendimento percentuale annuo dell'investimento (al netto o al lordo delle commissioni), che va letta insieme ai capitali redistribuiti dal fondo agli investitori in termini di multipli del capitale investito. Per capirci, se compro oggi a 10 e tra un anno rivendo a 20, incasso 2 volte il capitale investito e ottengo un Irr del 100% in un anno. Se invece compro oggi a 10 rivendo a 20 tra 5 anni, ho sempre un multiplo di 2 volte il capitale, ma per incassare quel denaro ci ho messo 5 anni e quindi ho avuto circa un Irr del 20% all'anno. Che certo non è niente male, ma rispetto all'ipotesi precedente è ben diverso.



### Irr

**Indica la performance di un investimento di private equity. Va letto insieme al multiplo del capitale investito**

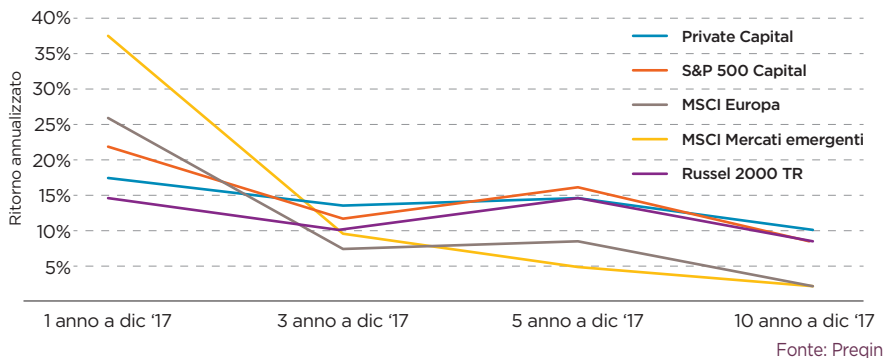
**>10%**  
**all'anno**

**È il rendimento medio degli investimenti di private capital in un'ottica di 10 anni**

L'investimento in private capital deve avere in ogni caso un'ottica di lungo termine. Il periodo di vita di un fondo di questo tipo infatti è in genere di 10 anni, di cui i primi 5 sono impiegati per investire e gli altri 5 per disinvestire. In media, in un'ottica di 10 anni, il private capital (la linea blu del grafico sotto) batte gli investimenti azionari quotati, con rendimenti medi di oltre il 10% all'anno in un'ottica di 10 anni, contro quelli portati a casa dall'indice statunitense S&P500 (la linea arancione) e dall'indice tecnologico Usa Russell 2000, entrambi poco sotto il 10%, ma soprattutto molto oltre i rendimenti degli indici MSCI Europe e MSCI Emerging Markets, entrambi attorno solo al 2,5% all'anno.

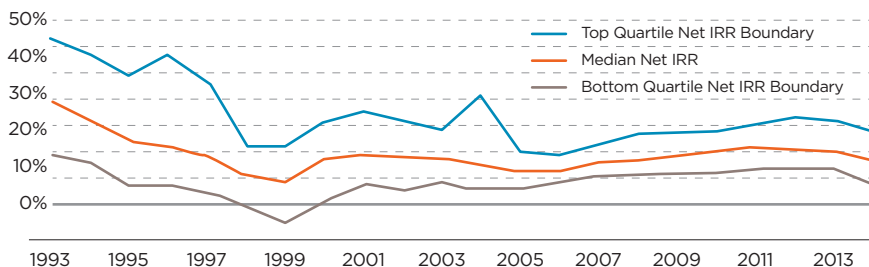


## Private capital e indici azionari a confronto



Certo, stiamo parlando della media del pollo. Il private capital, abbiamo detto, a sua volta rappresenta strategie di investimento ben diverse tra loro, che hanno profili di rendimento differenti. E poi i bravi gestori sono in grado di distaccare i mediocri con distanza di anni luce. Un esempio per tutti in tema di private equity? Prequin ha calcolato che a giugno 2017 i fondi migliori lanciati nel 2013 avessero già offerto un rendimento medio annuo al netto delle commissioni di gestione di ben il 20%, contro una media del settore di poco sopra il 10%, mentre i peggiori gestori avevano portato a casa solo qualcosa più del 5%.

## Differenze di performance tra fondi di private equity



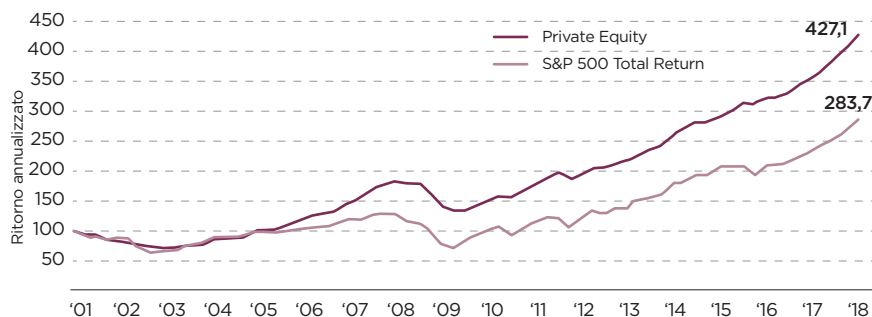
Fonte: Preqin Private Equity Online

In media, comunque, Preqin ha calcolato che, considerando tutti i fondi di private equity del mondo, compresi quelli mediocri, il loro rendimento dal 2000 al 2017 è stato circa una volta e mezza quello dell'indice statunitense S&P500<sup>11</sup>.



11 - Considerando tutti i tipi di fondi di private equity del mondo, l'indice Preqin Private Equity, calcolato con base 100 al 31 dicembre 2000, si è apprezzato infatti sino a 427,1 punti a fine 2017, ben al di sopra dell'indice S&P Total Return, che nello stesso periodo si è apprezzato sino a soli 283,7 punti.

## Rendimenti di private equity vs. S&P500



Fonte: Preqin

Non solo. L'investimento in private equity mostra un andamento meno volatile rispetto alla borsa americana. Il che significa che l'investimento in

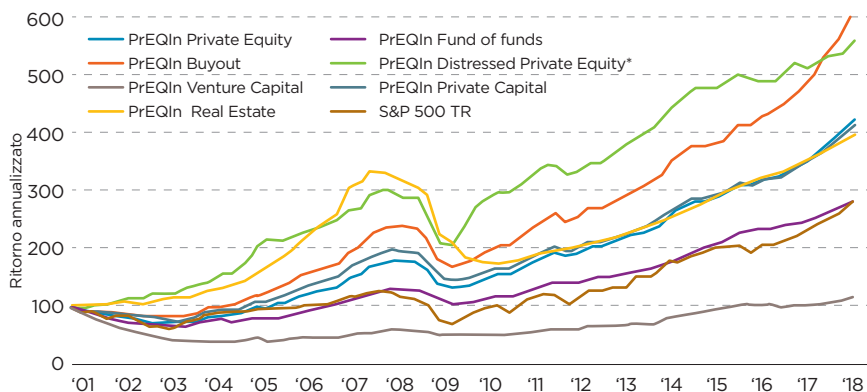
economia reale risulta essere più efficiente, sul piano finanziario, dell'indice azionario Usa, nel senso di una minore volatilità e maggior rendimento. Ecco un'ulteriore buona ragione per considerare l'investimento in economia reale come un'asset di investimento da affiancare agli investimenti quotati più tradizionali, all'interno di un portafoglio di investimento ben diversificato, sia per gli investitori professionali, che per gli investitori retail, nei limiti e modalità consentite da un buon servizio di consulenza finanziaria. Ma private equity vuol dire a sua volta una molteplicità di approcci diversi all'investimento, ciascuno con profili di rischio e di rendimento diversi. Sempre Preqin ci viene in soccorso con una mappatura delle performance dei fondi distinte per strategia, inserite in altrettanti indici che considerano come base l'anno 2000. E quella di buyout batte tutti.



## Diversificazione

**Investire in economia reale come asset da affiancare ai più tradizionali investimenti**

### I fondi di buyout battono tutti per performance



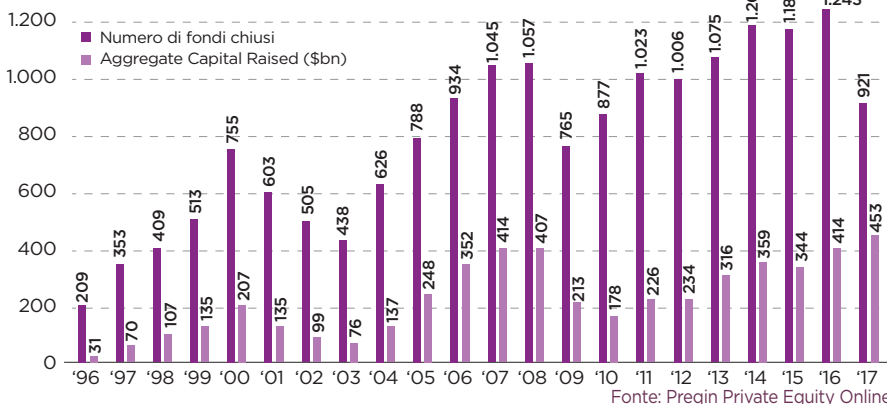
Fonte: Preqin

Andiamo ora un po' più nel dettaglio delle varie strategie di investimento di questi fondi di private capital e soprattutto quanto siano diffuse nel mondo, in Europa e in Italia.

# I fondi di private equity e venture capital

A livello globale gli operatori di private equity a fine 2017 hanno raccolto complessivamente 453 miliardi di dollari per 921 nuovi fondi, il massimo mai registrato nei 20 anni precedenti e una cifra superiore a quella di 414 miliardi raccolta nel 2016 e prima ancora nel 2007.

## Raccolta dei fondi di private equity nel mondo



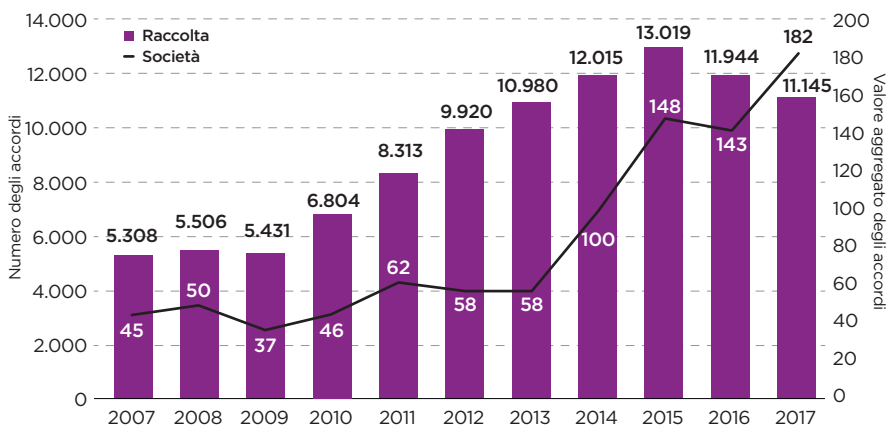
Quanto al venture capital, nel 2017 Preqin ha contato invece a livello globale 11.145 investimenti per un valore complessivo di 182 miliardi di dollari. Quest'ultima cifra rappresenta il massimo storico degli ultimi dieci anni, a fronte invece di un numero di deal in calo dal 2016, quando erano stati chiusi 11.944 investimenti.

# 182

**miliardi di \$**

**Valore complessivo degli investimenti in venture capital**

## Investimenti dei fondi di venture capital nel mondo

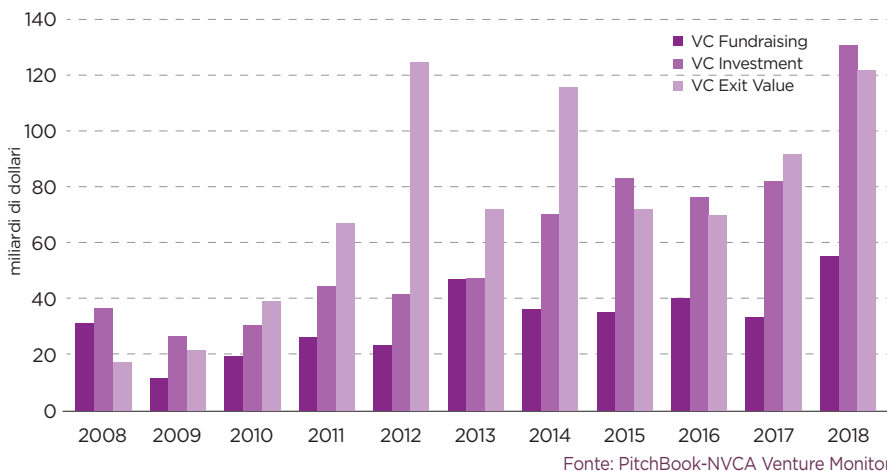


Fonte: AIFI e PwC - dati di investimenti e raccolta in milioni di euro

I dati globali del mercato per il 2018 non sono ancora disponibili mentre questo libro va in stampa, ma ci sono buoni motivi per ritenere che il trend di crescita nel valore delle acquisizioni di private equity e di venture capital sia continuato. In particolare, il 2018 è stato un anno record per gli investimenti di venture capital negli Usa. Le startup Usa hanno infatti incassato investimenti dagli operatori di venture capital per ben 130,9 miliardi di dollari, superando il massimo storico del 2000, che era stato di 120 miliardi di dollari. Il calcolo è contenuto nel rapporto trimestrale di inizio 2019 PitchBook-NVCA Venture Monitor. I fondi di venture capital Usa avevano iniziato l'anno con una dotazione complessiva di 75,7 miliardi di dollari che hanno investito a un ritmo record nel corso del 2018, ma nel contempo hanno anche disinvestito in maniera importante, per un valore complessivo di 122 miliardi di dollari, la metà dei quali rappresentati da incassi ottenuti a valle di quotazioni in borsa.

**Negli Usa nel 2018 le startup hanno incassato investimenti dai venture capital per 130,9 mld \$, il massimo storico in un anno**

## L'attività dei fondi di venture capital negli Usa



Il 2018 è stato anche l'anno d'oro per la raccolta dei fondi di venture capital Usa, che hanno incassato impegni da parte degli investitori internazionali per oltre 55,5 miliardi di euro spalmati su 256 veicoli, la più grande raccolta mai registrata in un anno.

# I fondi di private debt

# 100

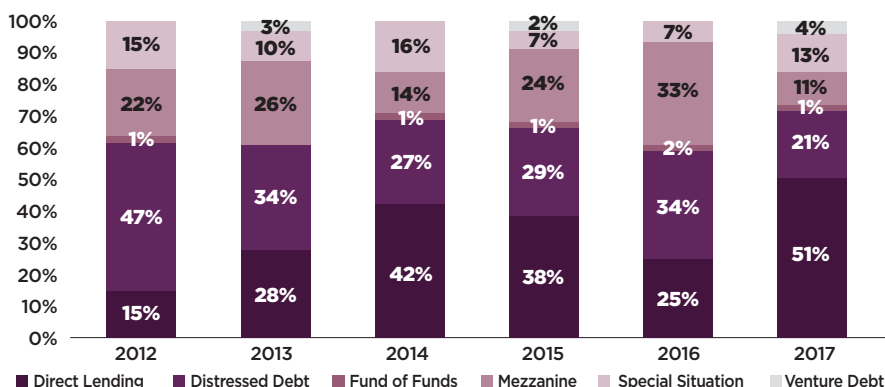
**miliardi di dollari**

**La raccolta di capitali da parte dei fondi di private debt nel mondo nel 2017**

Sono impressionanti anche i numeri relativi alla raccolta di capitali da parte dei fondi di private debt. La loro raccolta ha superato i 100 miliardi di dollari nel 2017 per la prima volta nella storia.

Prequin evidenzia che, più della metà dei capitali sono stati raccolti da fondi di direct lending, cioè che erogano prestiti direttamente alle aziende (anche nella forma di obbligazioni) mentre il resto è stato diviso tra fondi che comprano debito di aziende in dissesto (distressed) o in una situazione finanziaria critica (special situation), fondi che erogano finanziamenti “mezzanini” (cioè a metà strada tra il capitale di rischio e il debito). E poi ci sono i fondi di venture debt, specializzati nell'erogare credito alle startup, in genere sempre con una qualche partecipazione al capitale. Infine, abbiamo i fondi di fondi di private debt (approfondiremo il tema nel capitolo 4).

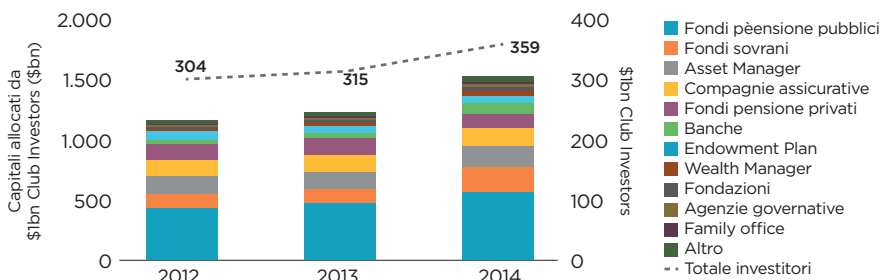
## Destinazione dei capitali raccolti dai fondi di private debt



# L'esperienza dei grandi investitori nei fondi pensione

Quello che oggi è cambiato rispetto a qualche anno fa è che gli investimenti in economia reale non sono più un'esclusiva prerogativa degli investitori professionali e istituzionali. Potenzialmente tutti possono approfittare dei vantaggi di questi investimenti. Vale la pena ricordare che parallelamente alla "democratizzazione" di questi investimenti, sono in forte espansione quelli fatti dai grandi investitori (fondi pensione pubblici internazionali, fondi di investimento governativi e fondi pensione privati). Prequin ha calcolato che a maggio 2018 nel mondo c'erano ben 359 grandi investitori istituzionali che avevano un'esposizione al private equity del loro portafoglio di almeno un miliardo di dollari ciascuno. In totale, quello che Prequin ha battezzato il "Billion Dollar Club". I fondi pensione sono gli investitori più numerosi per numero e per valore degli investimenti. In cima alla classifica, c'è un fondo pensione canadese, il CPP Investment Board, che a Maggio 2018 contava ben 54,8 miliardi di dollari di investimenti in private equity.

## Raccolta di fondi private capital



Fonte: Prequin



## Focus Europa

**97**

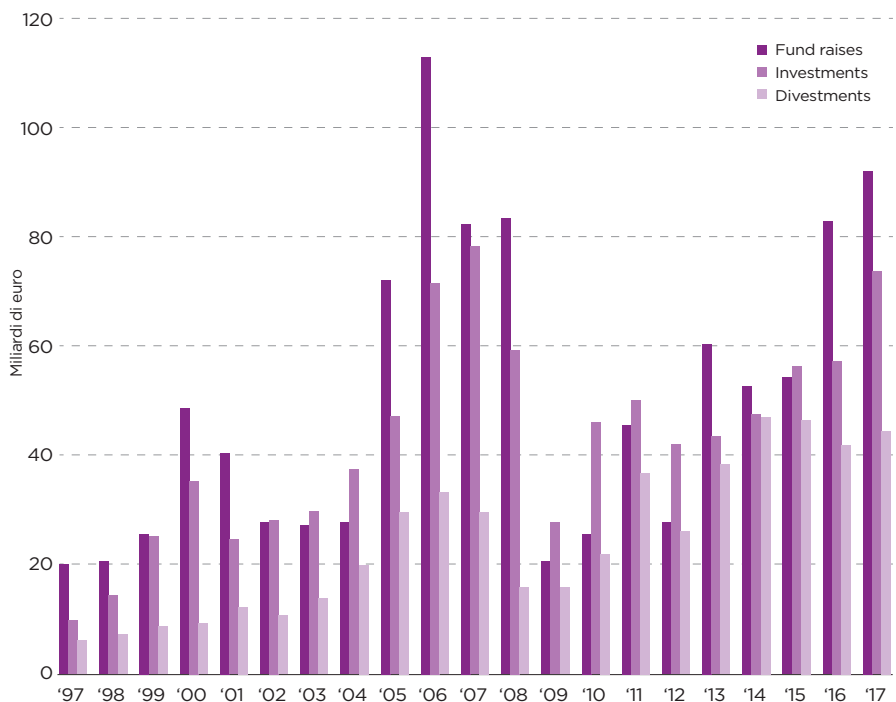
**miliardi di euro**

**La raccolta dei fondi  
di private equity  
e Venture Capital  
in Europa**

I numeri stanno tornando importanti anche in Europa, dove i fondi di private equity e di venture capital nel 2018 hanno raccolto oltre 97 miliardi di euro dagli investitori, il massimo degli ultimi 20 anni, a eccezione dell'anno boom che era stato il 2006, quando la raccolta aveva toccato i 112 miliardi di euro.

I dati, diffusi da Invest Europe, l'associazione di categoria europea, mostrano che la crisi del 2007-2008 aveva progressivamente chiuso il mercato e che solo nel 2016 si era tornati ai livelli pre-crisi. L'anno scorso, poi, le cose sono andate ancora meglio. I fondi che hanno annunciato closing totali o parziali sono stati 581, di cui 229 sono stati fondi di venture capital e 108 fondi di buyout. Come al solito la maggior parte della raccolta in termini di volumi è andata a fondi di buyout (66,5 miliardi), sebbene nel 2018 la quota percentuale si sia ridotta (dai 72,7 miliardi del 2017). I fondi di venture capital hanno invece incrementato la raccolta a 11,4 miliardi (da 10,3 miliardi).

## I numeri del private equity e venture capital Europa



Fonte: Invest Europe / Thomson Reuters (2000 - 2006) & Invest Europe / EDC (2007 - 2017)

Contemporaneamente nel 2018 le aziende europee, startup comprese, hanno raccolto investimenti per 80,6 miliardi di euro da parte dei fondi di private equity e di venture capital, dopo i 75,7 miliardi di investimenti del 2017. Un bel salto, se si pensa che 20 anni prima, nel 1997, gli investimenti avevano raggiunto soltanto quota 10 miliardi e che i fondi avevano raccolto 20 miliardi dagli investitori.

**80,6**  
miliardi di euro

Gli investimenti  
dei fondi in Europa  
nel 2018

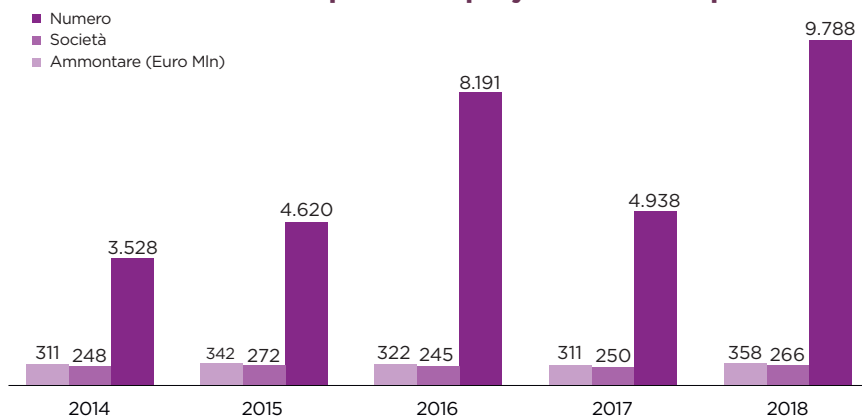
# Focus Italia: i fondi di private equity e venture capital

L'Italia da parte sua ha registrato un boom di investimenti e di raccolta per private equity e venture capital nel 2018, con gli investimenti che, secondo i calcoli di AIFI (Associazione Italiana del private equity, venture capital e private debt) hanno toccato il massimo storico di 9,78 miliardi di euro, un valore quasi doppio rispetto ai 4,93 miliardi investiti nel 2017.

Il forte aumento nei volumi è dovuto soprattutto al ritorno dei cosiddetti mega-deal, cioè delle operazioni per le quali i fondi hanno impegnato oltre i

Il 2018 è stato un anno di vero e proprio boom per investimenti e raccolta per il mercato del private equity e venture capital italiano

## Investimenti e raccolta private equity e venture capital italiani



Fonte: AIFI

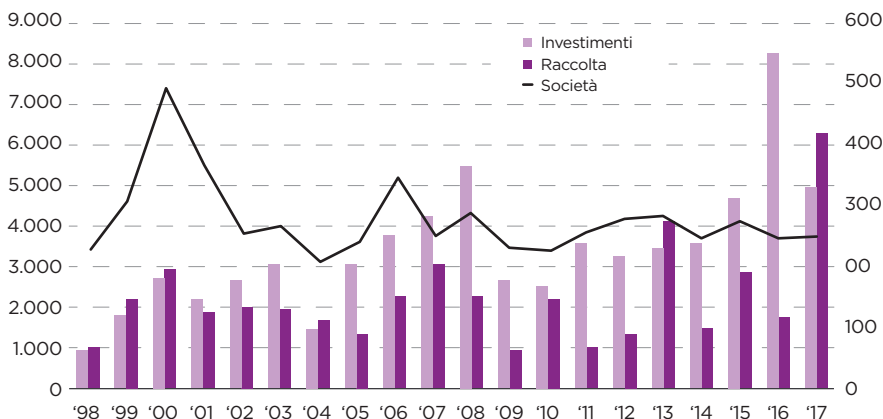
300 milioni di euro di capitali propri. Nel 2018 ce ne sono stati 13 per un valore complessivo di 5,925 miliardi di euro. Sul fronte del venture capital, gli investimenti hanno segnato un vero e proprio balzo nel 2018, salendo a 324 milioni di euro spalmati su 110 società dai 133 milioni e 99 società del 2017.

Ma, se si tiene conto oltre che degli investimenti dei fondi di venture, anche di quelli di business angel altri investitori privati e della raccolta sulle piattaforme di equity crowdfunding, allora BeBeez calcola che nel 2018 startup e scaleup italiane o fondate da italiani abbiano annunciato aumenti di capitale per ben 480 milioni di euro spalmati su 178 aziende. Si tratta di numeri anni luce più grandi rispetto a quelli di 20 anni fa. Nel 1998 i fondi italiani avevano investito poco meno di un miliardo. La raccolta di capitali da parte dei fondi, invece, secondo i calcoli di AIFI è scesa a 3,4

**5,93**  
miliardi di euro

Il valore complessivo  
dei 13 mega-deal  
del 2018 condotti  
da fondi di private  
equity in Italia

## Vent'anni di attività di private equity in Italia



miliardi di euro nel 2018 dai 6,23 miliardi del 2017. Ma tra il 2018 e inizio 2019 i fondi di private equity e di venture italiani hanno incassato 7,5 miliardi di euro di impegni dagli investitori<sup>12</sup>.

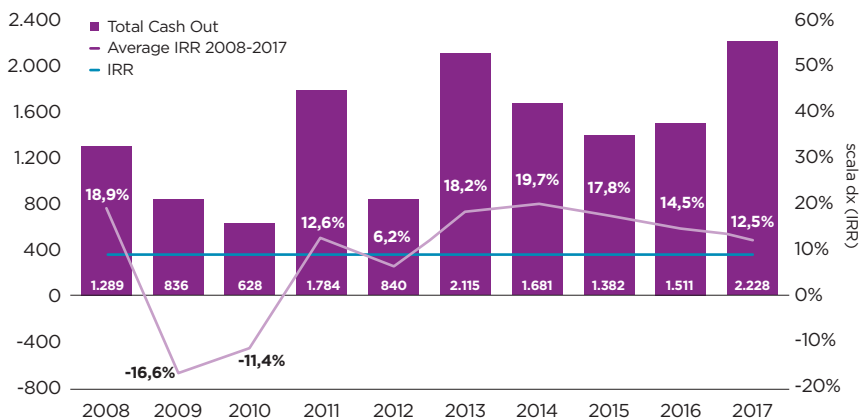
In ogni caso l'investimento in capitale di rischio di società italiane non quotate paga bene. Lo ha calcolato la società di consulenza KPMG per AIFI. Si parla di un Irr lordo del 12,5% nel 2017, sebbene sotto il 14,5% del 2016 e sotto il picco del 19,7% del 2014. Per trovare un dato inferiore bisogna andare al 2012, quando l'Irr era stato del 6,2. I dati AIFI tengono però conto solo dell'attività di private equity e di venture capital condotta dai fondi.

Ma gli investitori con approccio di private equity e venture capital sono in realtà, come detto, molti di più. Su questo fronte bisogna infatti considerare anche che ci sono gruppi di investitori privati organizzati in cosiddetti "club



12 - Fonte BeBeez, compresi fondi di private debt, il cui contributo è comunque minimo

## Quanto rendono private equity e venture capital in Italia



Fonte: AIFI - KPMG

deal” da soggetti specializzati e che negli ultimi anni si sono affacciate sul mercato le SPAC<sup>13</sup> (Special Purpose Acquisition Company).

Si tratta di società costituite appositamente per acquisire un'altra società, che raccolgono denaro dagli investitori, si quotano in Borsa, investono il denaro raccolto in un'azienda non quotata e si fondono con l'azienda acquisita, che a quel punto si ritrova automaticamente quotata.

Tenendo conto di tutto questo, BeBeez ha calcolato che gli investitori di private equity, considerati in questa accezione più ampia, nel 2018 hanno annunciato 188 investimenti, contro 150 nel 2017.



13 - Si veda approfondimento nel capitolo 3

# 188

**Gli investimenti condotti nel 2018 dagli investitori di private equity con aziende italiane come protagoniste, considerando tutti i tipi di operatori, anche non strutturati come fondi**



14- Ci riferiamo alle startup che hanno scalato di dimensione e sono diventate quindi “scaleup”; gli investimenti in queste scaleup sono detti di “late early stage”, cioè condotti nello stadio finale della prima fase di vita.

Quanto al venture capital, anche qui ci sono vari tipi di attori da considerare. Non ci sono infatti solo i classici fondi di investimento, che possono a loro volta avere come obiettivo aziende appena nate, aziende già operative da qualche tempo o aziende in fase di crescita<sup>14</sup>.

Ci sono, come si accennava nell'introduzione, anche soggetti che affiancano le imprese nelle fasi iniziali della loro vita e che non sono strutturati come fondi.

Si tratta per esempio dei cosiddetti “business angel”, cioè manager o im-

prenditori che amano investire personalmente in progetti di nuovi business da soli oppure organizzati in network. Ma si tratta anche degli incubatori di aziende, cioè soggetti che supportano le startup offrendo loro una vasta gamma di servizi di supporto che includono spazi fisici, attività per lo sviluppo del business e opportunità di integrazione e networking.

Infine ci possono essere anche gli investitori che popolano le piattaforme di equity crowdfunding, cioè piattaforme web dove le aziende lanciano la loro campagna di raccolta (funding) di capitali (equity) presso il pubblico (crowd), che può aderire online.

Queste piattaforme erano nate inizialmente per le imprese nella loro fase iniziale di avviamento. Ma l'evoluzione della normativa italiana e ha permesso anche alle piccole e medie imprese di accedere oggi a questo canale di raccolta.

**I business angel sono manager o imprenditori che amano investire personalmente in progetti di nuovi business da soli oppure organizzati in network**

# 632

**milioni di euro**

**È la raccolta delle 178 aziende che hanno fatto un aumento di capitale nel 2018**

Se il private equity ha mostrato una grande attività nel 2018 in Italia, anche il venture capital non è stato meno importante. Come accennato più sopra, secondo BeBeez Private Data, le aziende italiane o fondate da italiani nella fase di lancio della loro attività hanno annunciato aumenti di capitale (cosiddetti round di investimento) per ben 480 milioni di euro nel 2018. I round hanno riguardato 178 aziende, che dall'inizio della loro operatività hanno raccolto nel complesso 632 milioni. Questi dati tengono conto degli investimenti dei fondi di venture ma anche di business angel e altri investitori.

## Focus Italia: i fondi di private debt

Le aziende italiane non quotate nel 2018 hanno raccolto oltre 10 mld euro in private debt, cioè senza ricorrere alle banche

Quanto al mondo del debito privato, in Italia nel 2018 si sono raccolti circa 10,1 miliardi di euro. La cifra è la somma delle nuove emissioni di private debt e dei prestiti erogati direttamente alle aziende da soggetti non bancari, il cosiddetto direct lending (Fonte: BeBeez Private Data).

Nel 2018 infatti le società italiane non quotate (o le loro holding estere) hanno emesso circa 8,8 miliardi di euro di obbligazioni, in aumento dai 7 miliardi del 2017. (Fonte: BeBeez Private Data)

Sempre sul fronte del debito, ma in tema di direct lending, anche qui l'attività ha registrato numeri importanti: 753 milioni di euro da piattaforme fintech, comprendendo sia quelle che erogano prestiti a medio-lungo termine, sia quelle che intermediano l'acquisto di fatture commerciali.

Di questo totale, quasi 62 milioni sono stati intermediati da piattaforme fintech estere, e 6 milioni sono stati erogati da fondi di private debt attivi anche sul lending.

Quanto ai fondi di private debt italiani, sette operatori hanno raccolto 297 milioni di euro nel 2018 dagli investitori, in calo dai 322 milioni del 2017.

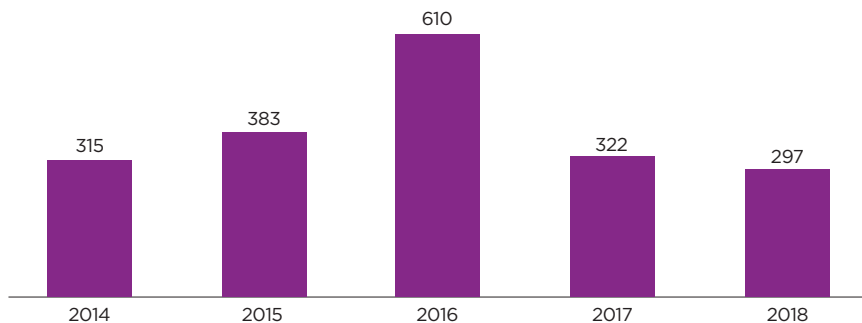
# 753

**milioni di euro**

I finanziamenti erogati nel 2018 ad aziende italiane tramite piattaforme fintech



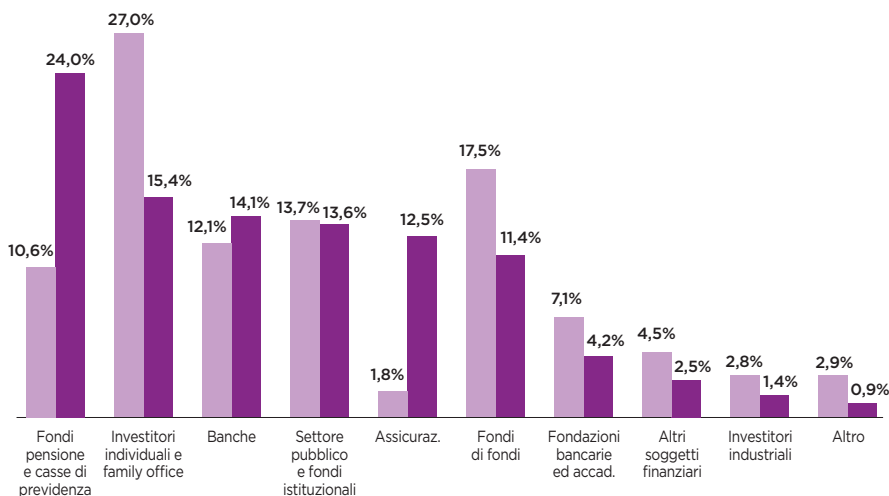
## La raccolta dei fondi di private debt in Italia



Fonte: AIFI - Deloitte

Il calcolo è di AIFI e Deloitte, che hanno precisato che la raccolta è scesa negli ultimi semestri, perché i fondi hanno raccolto molto tra il 2013 e il 2015. È ragionevole aspettarsi, però, che a partire da quest'anno alcuni operatori tornino a bussare alla porta degli investitori per un nuovo fondo.

## Evoluzione dei capitali raccolti da soggetti privati



Nota: elaborazione realizzata per il 2017 sul 79% (728 Euro mln) e per il 2018 sull'85% (2.341 Euro Mln) della raccolta di mercato dei soggetti privati per il quale è disponibile il dato.

■ 2017  
■ 2018

# I grandi investitori In Italia

“L’obiettivo (di Progetto Iride) in una fase caratterizzata da una bassa redditività prospettica, è quello di realizzare un’ulteriore diversificazione dei portafogli e delle fonti di rendimento finalizzata a consolidare il raggiungimento degli obiettivi previdenziali degli aderenti.”

Fonte: Finance Community,  
9 aprile 2019

In Italia, nel 2018 stati raccolti più capitali rispetto al 2017 da fondi pensione e casse di previdenza (24% contro il 10,6% della raccolta nel 2017) e dalle assicurazioni (12,5% da 1,8%). In netto calo, invece, la raccolta derivante dai family office (15,4% dal 27%).

Tra i fondi pensione, Solidarietà Veneto è stato il primo fondo pensione contrattuale ad avere avviato un programma di investimenti in private equity.

Nel 2019 cinque fondi pensione si sono uniti per lanciare un bando congiunto di gara per la selezione di un soggetto a cui affidare la gestione di mandati di private equity.

L’iniziativa si chiama “Progetto Iride”, ed è promossa dai 5 fondi pensione Foncer, Fondenergia, Fondo Gomma Plastica, Pegaso e Previmoda, con l’obiettivo di realizzare un investimento nel private equity da attuarsi tramite l’affidamento di mandati di gestione ad un Gestore di Fondi di Investimento Alternativi.

È emerso infatti, attraverso un percorso di approfondimento, un apprezzabile contributo alla performance del portafoglio dei fondi derivante da queste classi di investimento.

Alla data del 31 dicembre 2018, il patrimonio complessivo di tali fon-

di ammontava a € 6.122.872.593 e gli aderenti a 166.378 unità. La parte destinata agli investimenti in private equity ammonta a 216 milioni di euro complessivi.

Ma certamente, è il private debt che a parte i più tradizionali investimenti in real estate e infrastrutture, al momento continua ad attrarre più interesse da parte di questi soggetti. La spiegazione della preferenza per il private debt rispetto al private equity è che quest'ultimo sembra fatto apposta per le compagnie assicurative e i fondi pensione perché genera flussi di cassa di lungo periodo che sono perfettamente coerenti con quelli di questi soggetti in termini di duration e prevedibilità, caratteristica che invece non ha il private equity.

# 216

**milioni di euro**

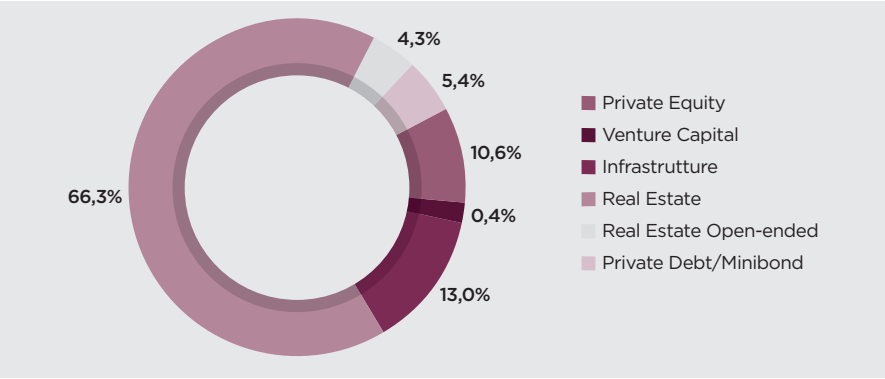
la parte di investimenti  
in private equity  
stabilita per  
il progetto “Iride”

**Cassa forense  
è uno tra i più  
grandi investitori  
italiani di private  
equity**

Un altro grande investitore italiano di private capital è Cassa Forense. Il bilancio 2018 evidenzia che il patrimonio della Cassa (pari a quasi 12 miliardi di euro a fine 2018) è investito in più di 80 fondi alternativi per un totale impegnato che supera i 2 miliardi di euro. La distribuzione delle attività investite nel portafoglio prevede che il peso degli investimenti illiquidi in private equity, private debt e infrastrutture cresca fino a raggiungere il 10,5% del patrimonio, e prevede anche che si incrementino gli investimenti nel settore real estate fino al 14,5% del patrimonio.

Che dire?  
Se lo fanno i fondi pensione, che hanno forti responsabilità verso centinaia di migliaia di aderenti, ci sarà un motivo!

Asset illiquidi della cassa forense



ASSET CLASS	COMMITMENT
Private Equity	647.464.728
Venture Capital	98.000.000
Private Debt/Minibond	175.000.000
Infrastrutture	417.428.221
Real Estate Open-ended	80.000.000
Real Estate close-ended	1.376.752.740
Totale PTF illiquido	2.794.465.690

Fonte: bebeez.it

Diversificare e aumentare la capacità del portafoglio investito di generare rendimento nel tempo, sono gli elementi chiave che stanno alla base di queste scelte operate da questi grandi investitori. La stessa cosa, cambiando i pesi e le proporzioni, vale per tutti gli altri investitori.

# Conclusioni

Le aziende italiane partecipate dai fondi crescono più di quelle che nel loro capitale non hanno investitori di private equity o venture capital

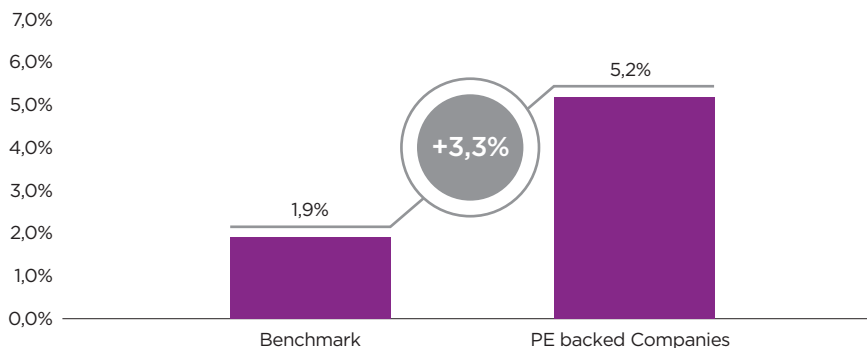
Ora è più chiaro che il mondo dei capitali privati vale migliaia di miliardi di dollari nel mondo e che anche le aziende italiane non quotate in Borsa stanno attirando sempre più l'attenzione non solo dei grandi investitori, ma anche l'attenzione degli investitori non professionali e istituzionali.

Sta diffondendosi la consapevolezza che le imprese italiane abbiano la capacità e la forza di crescere a livello internazionale, se dotate delle risorse finanziarie necessarie a fare il salto di qualità. E a dirlo, peraltro, sono anche i numeri. Le aziende italiane partecipate da fondi di private equity e venture capital continuano infatti a crescere più di quelle che nel loro capitale non hanno i fondi. Lo conferma anche l'ultimo studio di PWC e AIFI "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy", pubblicato ad aprile 2019, che ha analizzato 500 disinvestimenti dei fondi (216 di venture capital e 284 di buy-out) condotti tra il 2007 e il 2017. Ebbene, secondo lo studio, i ricavi delle società in portafoglio ai fondi private equity nel 2017 sono saliti del 5,2%, contro l'1,9% delle aziende non partecipate.

L'aumento dei ricavi si traduce in un aumento dell'occupazione, cresciuta del 4,7% (29 mila nuove posti di lavoro),

mentre nel caso del benchmark l'occupazione è invece scesa dello 0,1%, in linea con l'andamento del PIL nazionale.

### Crescita dei ricavi a confronto



Fonte: AIFI e PWC analysis

# 7,1%

è l'aumento  
sui ricavi delle società  
partecipate da fondi  
di venture capital



### Ebitda

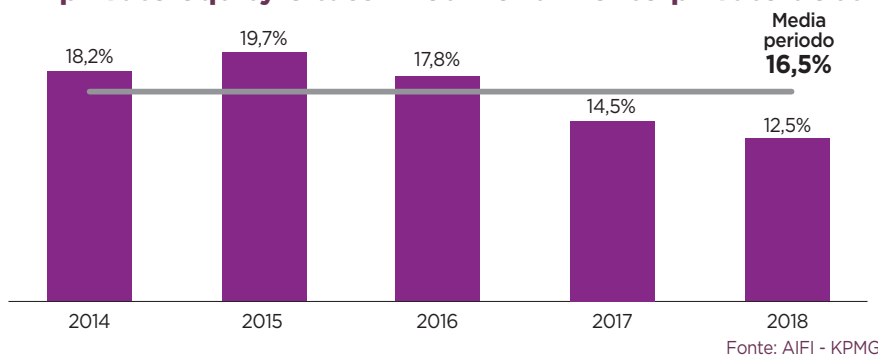
Sigla inglese che  
indica la differenza tra  
ricavi e costi operativi  
(il nostro margine  
operativo lordo)

Su un arco di 10 anni, invece, cioè tra il 2007 e il 2017, le società partecipate da fondi di venture capital hanno visto crescere i ricavi del 7,1% contro il 2% delle aziende di riferimento e l'ebitda delle partecipate dai venture è salito a sua volta del 5,6% contro un calo dello 0,5%.

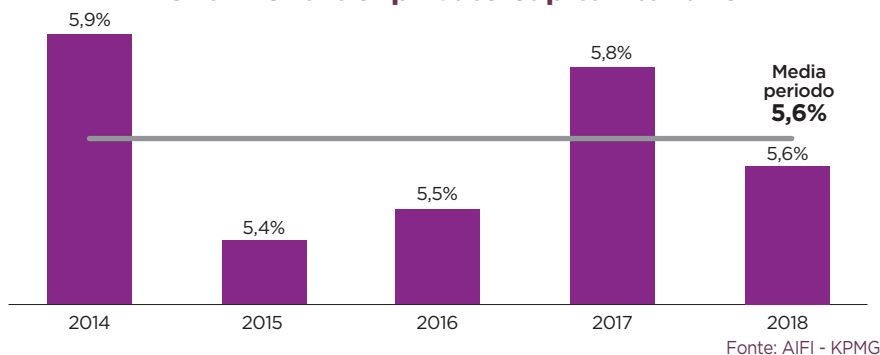
Quanto alle aziende partecipate dai fondi di buyout, i ricavi sono saliti del 3,8% contro l'1,7%, mentre l'ebitda è cresciuto del 6,4% contro lo 0,6%.

Le performance, si è detto, sono interessanti. Stiamo parlando di una media del 16,5% da parte di private equity e venture capital negli ultimi 5 anni e di un rendimento medio del 5,6% dei titoli di debito in portafoglio ai fondi di private debt, sempre secondo i calcoli di AIFI e KPMG.

## Irr private equity e tassi medi rendimento private debt



## I rendimenti del private capital italiano



Nel capitolo che segue andremo nel dettaglio di ciascuna strategia di investimento, per spiegare qual è il punto di vista dei gestori dei fondi, quando scelgono le aziende nelle quali investire, dove si propongono di accompagnarle e quanto pensano che il loro investimento possa rendere. Il tutto per darvi gli strumenti per valutare se e quanto destinare dei vostri risparmi a questo tipo di investimento, se opportunamente “impacchettato” in prodotti studiati per gli investitori privati.



03

## **Come ragionano gli investitori di fondi di private capital**

I diversi approcci per investire in economia reale

---

I diversi approcci per un'unica finalità	74
La fase di avvio dell'azienda	76
La fase di sviluppo: il supporto dei fondi di venture capital	80
Venture Capital e crescita dell'economia reale in Italia	86
La fase di espansione: il finanziamento attraverso canali non bancari	90
La fase di espansione: i finanziamenti di breve termine	98
La fase di espansione: i finanziamenti di medio termine	100
La fase di espansione e il passaggio generazionale	105
Il private equity fatto con club deal, Spac o pre-booking company	110
Fase matura: l'Ipo	113
Chi supporta l'imprenditore in crisi	119



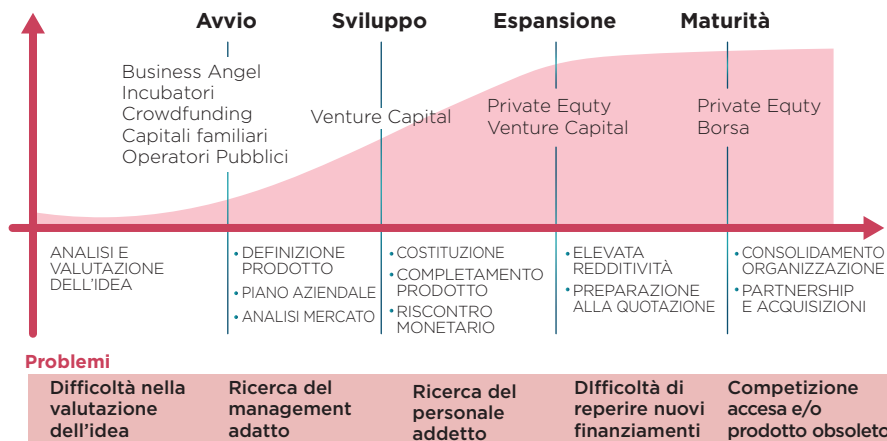
# I diversi approcci per un'unica finalità

Abbiamo visto nel capitolo precedente che non esistono approcci di investimento e soluzioni uniche. Al contrario ci sono diversi modi di investire nella crescita delle imprese, che variano al variare dell'età della stessa impresa all'interno del suo "ciclo di vita".

**Il ciclo di vita dell'azienda è paragonabile a quella di un individuo**

Paragonando l'impresa ad un individuo, è come se dicessimo che nei primi anni di vita il bambino per crescere bene necessita di un tipo di alimentazione e di cure adatte alla sua età e condizione, a differenza di un giovane che ha bisogno di un diverso apporto di energia perchè il suo metabolismo ne brucia in quantità maggiore. Così come una persona adulta ha necessità ancora diverse, in base alla sua età e caratteristiche. Ci sono quindi gli investitori che affiancano l'imprenditore quando ancora la sua azienda è poco più di un'idea, e ci sono quelli che invece l'accompagnano nei momenti di salto dimensionale o di passaggio generazionale e quelli ancora che le aiutano nei momenti di difficoltà. Ognuno di questi momenti presuppone approcci di investimento e strumenti finanziari diversi.

## Ciclo di vita dell'azienda



In questo capitolo vogliamo descrivere e classificare le diverse tipologie di investimento in economia reale. Ricostruire in modo ordinato come ragionano gli investitori quando intervengono sulle imprese oggetto del loro interesse è un passaggio importante perchè ci aiuta a comprendere i diversi approcci di investimento che entrano in gioco quando vengono intercettate le imprese che saranno obiettivo di investimento. Oltre a classificarle vogliamo anche valorizzare queste diverse modalità di investimento, perchè sapere in che modo l'apporto di denaro garantito dagli investitori "entra in circolo" e contribuisce direttamente a creare valore per l'impresa, ci aiuta a comprendere come questi investimenti generano valore sia per le imprese, per gli investitori, ma anche per l'economia reale in cui le imprese operano.

**Approcci diversi  
per creare  
il giusto valore  
per l'impresa**

# La fase di avvio dell'azienda

Come accennato nei capitoli introduttivi, esiste il cosiddetto “capitale di semina”, vale a dire quel capitale che contribuisce a far partire l'azienda dalle sue fasi embrionali. Di solito si tratta di denaro messo a disposizione da quelli che gli anglosassoni definiscono simpaticamente “family, friends and fools”, cioè familiari, amici e ... pazzi incoscienti, che decidono di sostenere l'idea dell'imprenditore a prescindere da tutto. Ci credono e basta, anche se è ancora tutto da provare. Su questo evidentemente c'è poco da dire: meno male che questi soggetti esistono.

Subito dopo, quando l'imprenditore ha qualcosa più di un'idea in mano, allora c'è spazio perché subentrino i business angel. Questi sono manager o imprenditori che amano investire personalmente in progetti di nuovi business: lo fanno da soli oppure organizzati in network. In genere si tratta di investimenti da qualche decina di migliaia di euro per progetto, fatti in maniera seriale.

**Business Angel non investe solo capitale, ma anche la sua esperienza**

Spesso il business angel non investe soltanto capitali, ma anche il proprio tempo nel progetto. In genere riguarda un settore che lui conosce bene, per esperienze lavorative presenti o passate.

Negli ultimi anni spesso in Italia i network di angeli hanno iniziato a investire al fianco dei fondi di venture capital in operazioni “di semina”.



## Capitale di semina

**È il capitale necessario per sostenere l'idea dell'imprenditore**

**Business Angel e fondi di venture capital per finanziare le “semine”**

I principali network di angeli italiani sono Italian Angels for Growth (IAG) e IBAN (Italian Business Angels Network). A questi network vengono sottoposti numerosissimi progetti di nuove imprese e si organizzano per selezionarne una prima parte da sottoporre all'analisi di comitati periodici, durante i quali gli imprenditori presentano il loro business plan e, se convincono qualcuno del network, incassano i loro impegni di investimento.

Un canale efficiente tramite il quale investire in nuove società è rappresentato dalle piattaforme di equity crowdfunding, cioè siti web iscritti a uno specifico registro della Consob, istituito sulla base di una normativa precisa del 2012, che raccolgono capitali tra investitori privati e non. Le piattaforme, grazie agli ultimi sviluppi normativi, possono in realtà ospitare campagne anche di piccole e medie imprese tradizionali.

**Dal 2016 sulle  
piattaforme  
è possibile  
investire  
direttamente  
da casa**

Sinora la stragrande maggioranza delle campagne ha riguardato startup innovative, per cui sicuramente vanno annoverate tra gli strumenti più utili di supporto alla nascita e crescita delle imprese in fase di lancio. Questo specifico mercato si è davvero sviluppato in realtà a partire dal 2016, a seguito di una modifica del Regolamento Consob che ha permesso ai gestori delle piattaforme di verificare loro stessi l'appropriatezza dell'investimento rispetto alle conoscenze e all'esperienza dell'investitore, in coerenza con quanto richiesto dalla direttiva europea Mifid2. Gli utenti possono quindi compilare direttamente on line il proprio profilo di rischio e investire direttamente da casa, tramite un semplice bonifico bancario,



## **Business plan**

**Piano  
economico-finanziario  
dell'azienda  
in un orizzonte  
di 3/5 anni**

**Piattaforma  
di equity  
crowdfunding  
per investire  
in nuove società**

## La crescita del mercato sta avvenendo ora a un ritmo esponenziale

senza cioè dover aprire un conto presso l'intermediario finanziario, come richiedevano invece le norme in precedenza.

Nel 2018 le piattaforme di equity crowdfunding italiane hanno raccolto più di tre volte rispetto a quanto raccolto nel 2017, con un numero di campagne di successo più del doppio. Lo ha calcolato CrowdfundingBuzz, sito internet italiano di informazione specializzata sul settore.

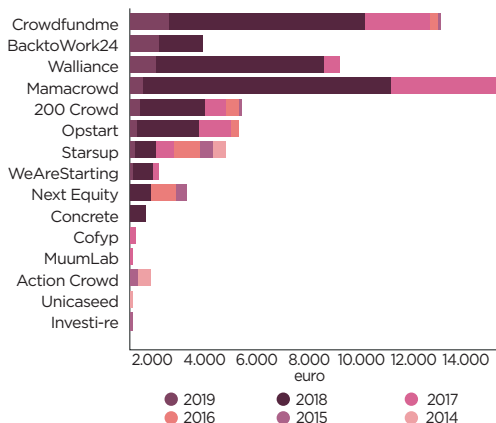
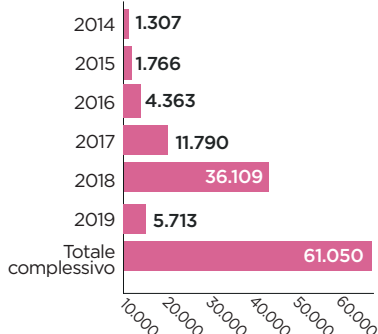
Sui rendimenti degli investimenti in queste prime fasi di vita delle startup sono disponibili poche statistiche. Si ha qualche dato soltanto nel momento in cui queste imprese annunciano successivamente dei round di investimento da parte di fondi di venture capital o vengono acquisite da soggetti industriali.

## Gli investimenti sulle piattaforme di equity crowdfunding

### IMPRESE

Le campagne finanziate con successo\*

I valori in migliaia di euro.



La raccolta complessiva nel 2018 ha superato i 36 milioni di euro (è stata di 11,7 milioni nel 2017) e le società finanziate sono state 114 (50 nel 2017). Triplicato anche il numero degli investitori, passati dai circa 3.300 del 2017 ai quasi 9.500 del 2018. Da segnalare anche l'incremento del valore medio della raccolta per ciascuna campagna di successo (316 mila euro nel 2018 contro i 236 mila nel 2017), dovuto a un maggior numero di investitori per campagna (84 nel 2018 contro i 66 del 2017), mentre l'investimento medio singolo è rimasto invariato a circa 3.700 euro. Le prime tre piattaforme per raccolta (Mamacrowd, Crowdfundme e Walliance) hanno contribuito per il 70% della raccolta complessiva. E il 2019 è iniziato di volata, con ben 5,7 milioni di euro raccolti in soli due mesi.

Fonte: [www.crowdfundingbuzz.it](http://www.crowdfundingbuzz.it)

## Mamacrowd e l'equity crowdfunding

L'equity crowdfunding è stato il primo vero strumento che ha permesso di avvicinare i risparmiatori a un tipo di investimenti che prima era loro precluso e appannaggio solo degli investitori istituzionali. La nascita di questo mercato ha creato una nuova asset class accessibile ai privati, che è quella delle società giovani non quotate ad alto tasso di crescita. Sia a quelli che hanno specifiche competenze finanziarie e di business sia a quelli che non hanno alcuna competenza di questo tipo, ma che semplicemente desiderano investire parte delle loro risorse in startup e PMI. I primi sono in sostanza i cosiddetti "business angel", esperti di specifici settori che decidono di concentrare i loro investimenti su aziende appartenenti al settore che conoscono meglio, investendo anche cifre importanti. Il secondo tipo di investitori, invece, preferisce un approccio più generalista e quindi distribuisce le risorse che hanno destinato a questa asset class su un numero più alto di aziende, con investimenti singoli più piccoli.

Proprio pensando ad entrambi questi tipi di investitori Mamacrowd ospita in piattaforma soltanto campagne di equity crowdfunding di società che hanno già dimostrato di avere un prodotto che funziona e che quindi è stato validato dal mercato, oppure di società che sono prevalidate e supportate da membri del network di 50 acceleratori e incubatori d'impre-

sa partner. Si tratta di una garanzia importante sulla solidità del modello di business di queste aziende, se si pensa che in media ogni incubatore o acceleratore riceve centinaia di business plan in visione ogni anno e che alla fine ne seleziona al massimo 10/20. Idealmente, un investitore privato non esperto potrebbe decidere di dedicare una somma da investire su Mamacrowd e partecipare a tutte le campagne, investendo anche

piccoli ammontari su ognuna, in modo tale da ritrovarsi con un portafoglio molto diversificato e quindi con un rischio relativamente contenuto. Per gli investitori, poi, non ci sono costi e tutto il processo di investimento si può condurre online. Gli imprenditori, invece, pagano alla piattaforma una commissione sui capitali raccolti, se la campagna ha successo, cioè se le adesioni raggiungono il

traguardo minimo di raccolta. Se questo non accade, i capitali versati dagli investitori vengono riaccreditati sui rispettivi conti correnti.

Mamacrowd è stata la naturale evoluzione di SiamoSoci, piattaforma nata nel 2011 e che nei primi anni ha organizzato club deal di investitori privati per investire in startup italiane ed estere. Da allora, grazie al sostegno del nostro azionista Azimut Holding, e dei capitali raccolti con le campagne di equity crowdfunding su Mamacrowd, abbiamo portato a startup e PMI ben 50 milioni di euro.



**Dario Giudici**  
cofondatore  
di Siamo Soci  
e di Mamacrowd

# La fase di sviluppo: il supporto dei fondi di venture capital

Il venture capitalist opera costituendo veri e propri fondi di investimento e investendo soldi di terzi. Fornisce il capitale finanziario necessario agli stadi iniziali per le imprese a forte crescita. Questo capitale è ad alto potenziale di rendimento e allo steso tempo ad alto rischio.

Il fondo di venture capital guadagna attraverso il possesso di partecipazioni in società nelle quali ha investito. Di solito investe fornendo capitali per la crescita e acquisendo quote di minoranza.

I venture capitalist, abbiamo detto, subentrano solo ad un certo punto della vita dell'impresa. Essi tipicamente lavorano organizzati in una società di gestione (SGR) e raccolgono capitali presso investitori terzi, da investire poi direttamente nelle imprese ad alto potenziale di crescita che vanno a selezionare.

Le società target vengono analizzate nel

Quando arrivano i primi risultati, è il momento dei fondi di venture capital



15 - scalabile vuol dire che la propria attività è facilmente replicabile ed è pertanto possibile aumentare le dimensioni e il giro di affari in maniera anche esponenziale.

corso di un processo cosiddetto di “due diligence”, che va a misurare la performance già evidenziata dall'impresa, il potenziale del prodotto che già esiste, il mercato di sbocco, la concorrenza, la possibile scalabilità<sup>15</sup>, ma anche il grado di coesione del team alla guida dell'azienda.

In ogni caso i fondi di venture capital seguono le logiche di quelli di private equity, con la differenza che gli investimenti, anche quelli che avvengono in una fase di vita dell'azienda in cui il prodotto esiste già, sono molto più rischiosi, perché la mortalità delle aziende sulle quali i fondi scommettono è molto elevata.

Per contro, le aziende che invece hanno successo, hanno facilmente tassi di crescita esponenziali e quindi un rendimento molto elevato per gli investitori (che in questo modo si ripagano anche degli investimenti fallimentari che non hanno “pagato”).

**Maggiori  
rendimenti  
sulle aziende  
con tasso  
di crescita  
elevato**

**Il successo  
del fondo  
è garantito  
se uno o due  
investimenti  
su dieci fanno  
registrare  
guadagni  
di almeno  
il 200%  
del capitale  
investito**

Si parla in questo caso del “principio di Pareto”, in base al quale l'80% dei guadagni di un fondo viene dal 20% degli investimenti di quello stesso fondo.

Perché il fondo abbia successo, quindi, è necessario che almeno uno o due investimenti su dieci siano in grado, oltre che di coprire le perdite degli altri, di far registrare guadagni pari almeno a 2-3 volte il capitale investito.

I fondi di venture capital fanno per definizione investimenti di minoranza, cioè non comprano mai il controllo o l'intero capitale delle startup oggetto di investimento, perché i fondatori delle imprese sono la vera ricchezza dell'azienda, essendo coloro che hanno avuto l'idea e hanno la visione di dove vogliono arrivare. Questi fondi seguono le stesse logiche dei fondi di private equity per quanto riguarda il momento del disinvestimento (la cosiddetta “exit”): un fondo ha



sempre una durata limitata di vita e durante quel periodo temporale deve poter disinvestire e portare a casa un guadagno. E più un fondo è in grado di seguire l'impresa partecipata attraverso aumenti di capitale successivi più evidentemente può guadagnare dall'aumento di valore esponenziale di quella stessa azienda.

L'esempio più chiaro per comprendere la logica di investimento dei fondi di venture capital è quello che riguarda la tecnologia.

In genere le imprese finanziate da questi signori hanno sviluppato una qualche tecnologia in grado di stravolgere i tradizionali schemi di business di certe industrie. Lo sviluppo tecnologico costa e perché l'investimento sia remunerato la tecnologia deve diventare uno standard su base globale. Per questo ci vogliono tanti capitali ed un singolo aumento di capitale non serve. Ci vogliono più giri (round), che ogni volta valutano di più la società in questione, perché nel frattempo gli utenti della tecnologia sono cresciuti e la tecnologia stessa si è ulteriormente evoluta. Lo sbocco naturale di questo processo è la borsa, ma a volte c'è un soggetto industriale che decide comprarsi l'ex startup. Costi quel che costi.

**Sono necessari  
diversi aumenti  
di capitale  
per far sì che  
l'investimento  
sia ben  
remunerato**

Tutti conosciamo Uber, cioè quella società che attraverso la tecnologia digitale a disposizione di tutti (basta uno smartphone collegato a internet) fornisce un servizio di trasporto automobilistico privato che tramite un'applicazione mobile mette in collegamento diretto

passaggeri e autisti. Ebbene, in meno di un anno e mezzo Uber ha raccolto dai fondi di venture capital ben 2,6 miliardi di dollari e ha moltiplicato per più di dieci volte la sua capitalizzazione implicita, passando dai 3,5 miliardi di dollari dell'agosto 2013 ai 41,2 dell'ultimo aumento di capitale agli inizi di dicembre del 2014.

Un record assoluto per una startup non ancora quotata, ma finanziata da fondi di venture capital e investitori singoli.

## Uber

**Con 2,6 miliardi di dollari raccolti dai fondi di venture capital ha decuplicato la sua capitalizzazione**

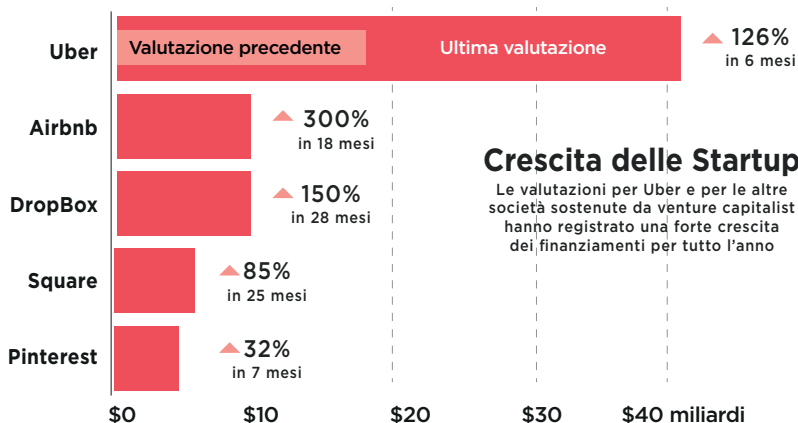


### Xiaomi

**Azienda leader di smartphone nel mercato cinese**

La vicenda che ricorda più da vicino l'esperienza di Uber è quella di Xiaomi – la startup cinese diventata in 4 anni di vita leader sul mercato cinese e terza al mondo (anche se distanziata da Samsung e Apple) nel mercato degli smartphone – che, secondo indiscrezioni, sta trattando un aumento privato di capitale di 1,5 miliardi di dollari con una capitalizzazione implicita di oltre 40. Ma ci sono in coda altre società del mondo Internet – quali Airbnb, Dropbox, Square e Pinterest.

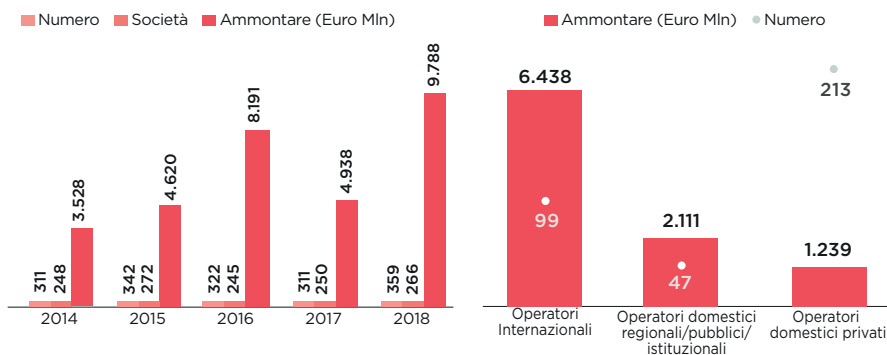
## La corsa delle valutazioni degli “unicorni”



La strada che tutte queste società sembrano percorrere è quella di rinviare il giudizio che il mercato finanziario dà in sede di IPO (ossia di quotazione in borsa) e di puntare nel frattempo a immissioni di capitale privato con il duplice scopo di crescere e di abituare i futuri investitori all'idea di quotazioni sempre più alte: una strada che fu tracciata da Facebook, che con l'ultimo aumento privato di capitale nel 2011 portò la capitalizzazione implicita a 50 miliardi di dollari per poi raddoppiare il valore nell'IPO. Cosa successa a Instagram, che è stata comprata nel 2012 per un miliardo di dollari, e poi a Whatsapp comprata sempre da Facebook nel 2014 per ben 19 miliardi di dollari. Per rientrare dall'investimento, i venture capital contano molto più dei private equity sulle exit, cioè sui disinvestimenti. Infatti nel periodo dell'investimento raramente le società in portafoglio pagano dividendi. Tuttavia, si è visto, al momento dell'uscita i ritorni possono essere davvero ricchi...!

Il valore  
al centro:  
la crescita  
prima della  
quotazione

## Le operazioni di private equity e di venture capital in Italia



Nel 2018 sono state registrate sul mercato italiano del private equity e del venture capital 359 operazioni, distribuite su 266 società, per un controvalore pari a € 9.788 milioni, il valore più alto mai registrato nel mercato italiano. Nel 2017 (€4.938 milioni investiti in 311 operazioni), il totale risulta pressoché raddoppiato (+98%), mentre per il numero di investimenti la crescita è stata pari al 15%.

Il fondo di venture capital investe i soldi dei suoi investitori in quote societarie di aziende in fase iniziale e con prospettive di grande crescita. A queste aziende il fondo si affianca in un'ottica di partnership, aiutando l'imprenditore in tutte quelle fasi trasformatrici che una piccola azienda deve affrontare per passare dalla fase progettuale a quella di realtà consolidata. Un fondo di venture capital, insomma, mette a disposizione dei nuovi imprenditori non solo le risorse finanziarie, ma anche il bagaglio di conoscenze e know-how, proprio e del network di esperti di cui spesso si avvale e li aiuta a definire le strategie di crescita del business e della società.

**Il fondo di venture capital mette a disposizione risorse finanziarie, know how e network di esperti**



### **Power Law**

**Paniere di società su cui investire**

Il fondo di venture capital è certamente uno strumento a rischio elevato ma con un rendimento potenziale, quindi, altrettanto importante.

Una regola aurea del venture capitalist è la cosiddetta “power law”. Per intenderci, Uber o Facebook di turno o, per fare un esempio italiano, Yoox, che da sola fa il lavoro dell'intera squadra. Yoox, che è uno dei pochi casi italiani con allure internazionale, fu fondata con un finanziamento di 25 milioni e oggi, dopo la fusione con il gruppo francese Net-a-porter, ha una capitalizzazione di Borsa di 2,5 miliardi di euro”.

# Venture capital e crescita dell'economia reale in Italia

Le imprese italiane che nell'arco degli ultimi 10 anni hanno aperto il loro capitale a investitori appartenenti al mondo del venture capital e del private equity hanno registrato performance migliori della media delle aziende nazionali, sia in termini di tassi medi di crescita dei ricavi, sia per quanto riguarda tassi di occupazione che le stesse aziende hanno registrato rispetto ad aziende che non sono state partecipate da investitori privati istituzionali.

**Il venture capital contribuisce alla crescita dell'economia reale in Italia**

## 5,2%

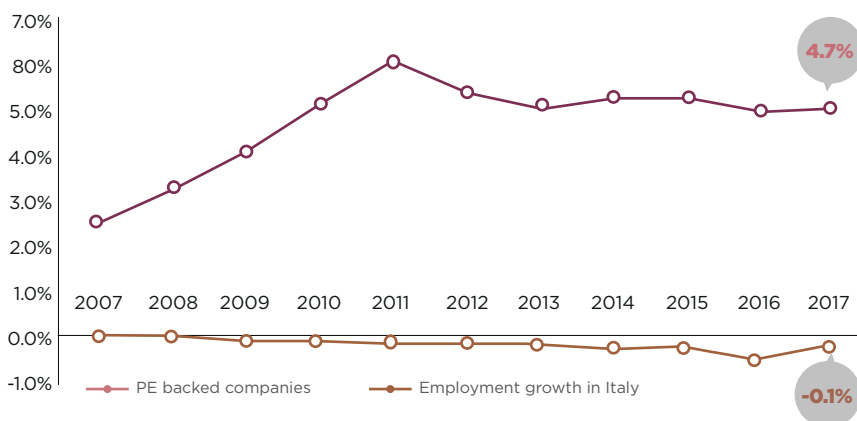
**è il tasso di crescita annuale delle aziende passate sotto controllo di fondi**

Lo rivela la ricerca “The economic impact of private equity and venture capital in Italy” condotta da PWC con il supporto di AIFI. Questa ricerca indica come le aziende italiane che negli ultimi anni sono passate sotto il controllo dei fondi siano riuscite a ottenere livelli di crescita più elevati rispetto ad aziende non partecipate dai fondi degli investitori privati istituzionali. Numeri alla mano, infatti, dal 2007 al 2017 si evidenzia come le 500 aziende prese in considerazione dallo studio sono cresciute ogni anno del 5,2%, contro una media del 2% delle imprese censite nella ricerca “Le principali società italiane” di Mediobanca inteso come paniere di riferimento delle società che non sono state partecipate dagli investitori istituzionali.

Anche dal punto di vista del tasso di occupazione vengono evidenziate significative differenze con andamenti molto diversi tra i due realtà analizzate. Le aziende partecipate dai fondi hanno fatto meglio delle altre: tra le aziende partecipate la crescita dei dipendenti è stata del 4,7% contro una diminuzione dello 0,1% delle principali società italiane.

**+4,7%**  
è la crescita  
dell'occupazione nelle  
aziende partecipate

### Crescita occupazione (2007-2017)



In conclusione, il venture capital la cui attività consiste nell'investire in aziende dalle solide basi e con potenziale significativo contribuisce in modo virtuoso ad attivare la crescita dell'economia reale del paese in cui queste aziende operano.

Questi dati ci dicono che le cose stanno esattamente all'opposto di chi pensa che dietro questi approcci di investimento ci siano solo operatori che investono in un'ottica speculativa.

## Venture, ecco perché il mercato italiano ha cambiato marcia

Il venture capital esiste da oltre 50 anni nella Silicon Valley, in California, e da allora ha dato il suo contributo sostanziale alla nascita di molte tra le aziende e avventure imprenditoriali di più grande successo dell'innovazione e della storia moderna in generale. Tutti conosciamo Google, Facebook, Snapchat, così come Apple e Compaq, ma non tutti sanno che questi colossi sono nati grazie al supporto iniziale del venture capital.

In Italia, il venture capital è partito solo a metà degli anni '90, associandosi, nell'immaginario di molti, alla nascita della cosiddetta new economy: definizione che negli anni successivi ha spesso assunto una connotazione negativa perché il concetto di new economy è stato poi associato alla bolla finanziaria che scoppiò su tutti i mercati nel marzo 2000. La crisi finanziaria ha, a sua volta, oscurato la valenza strutturale di una nuova rivoluzione industriale, che a quell'epoca stava solo iniziando e che, grazie al digitale, da lì a poco avrebbe cambiato il mondo. I metodi di produzione e di vendita, in

moltissimi settori industriali, sono infatti poi cambiati così come vecchie e nuove generazioni hanno iniziato a mutare il loro modo di consumare. Questa profonda trasformazione ha richiesto più tempo per concretizzarsi di quanto inizialmente previsto e riflesso dalla esuberanza dei mercati finanziari: la variabile tempo era stata sottovalutata. Molte previsioni si sono infatti avverate, ma non alla velocità che in quel momento sembrava essere possibile.



**Andrea di Camillo**  
founding partner  
di P101 sgr



Dai marketplace b2b, all'e-commerce del food, agli abiti su misura, al cloud, allo streaming e chi più ne ha più ne metta. Tutto è successo. In Italia però ci abbiamo creduto meno e, dal 2000, i denari per sostenere l'avvio di queste nuove aziende si sono assottigliati fino quasi a sparire. Mentre il resto delle economie occidentali, dopo

lo scoppio della bolla internet, ha comunque continuato a investire sull'innovazione e sulle startup indifferente alla volatilità del mercato finanziario. Anzi. Negli Stati Uniti il volume di questi investimenti è cresciuto a ritmi ancora più so-

stenuti, tanto che alcune di quelle ex start-up, da sole, ora valgono come l'intera capitalizzazione della borsa italiana. Ma gli italiani hanno fatto comunque strada e sono arrivati a grandi successi. Il mercato del venture capital nell'ultimo paio d'anni ha cambiato marcia e alcune delle nostre startup migliori hanno "scalato" la dimensione della loro attività, sono diventate delle "scaleup" e hanno attratto l'interesse degli investitori internazionali, mentre noi venture italiani abbiamo continuato a supportarle. Certo, perché un investimento di venture capital dispieghi tutti i suoi effetti ci vuole tempo. Ma anche qui in Italia ormai gli investitori iniziano a capire che il venture capital, per essere efficace per le aziende target e redditizio per gli investitori, deve poter supportare la crescita delle partecipate lungo un percorso di vita che dura alcuni anni, e che presuppone più fasi di investimento prima di ottenere dei risultati davvero tangibili. Il numero di operativi e i capitali disponibili stanno costantemente crescendo, le società di venture hanno lanciato nuovi fondi più capienti dei precedenti.

Noi stessi lo abbiamo fatto con P102 (che ha un obiettivo di raccolta di 120 milioni di euro). Il 2018 sarà insomma un anno da ricordare soprattutto perché sono finalmente creati i presupposti per costruire un'attività solida di investimento sull'innovazione in Italia e per l'Italia.

**“I ritorni verranno sempre più dalla creazione di valore in ottica di lungo termine anziché dall’arbitraggio di breve periodo sui mercati più liquidi. Il venture capital ha nel suo core business la creazione di valore d’impresa e come conseguenza la creazione di valore finanziario, non il contrario.”**

**Andrea Di Camillo**  
managing partner di P101 sgr



## La fase di espansione: il finanziamento attraverso canali non bancari

Un imprenditore titolare di una piccola e media impresa affermata si deve domandare se quello di cui ha bisogno è un nuovo apporto di capitale oppure se può percorrere altre strade, magari sperimentando nuove fonti di finanziamento diverse dalla banca.

Per esempio, l'imprenditore potrebbe decidere di cercare denaro su piattaforme web che intermediano prestiti a medio-lungo termine, cosiddette piattaforme di P2P (Peer to Peer) lending<sup>16</sup>, inizialmente lanciate per i privati che cercano finanziamenti da altri privati.

Oppure il nostro imprenditore potrebbe decidere di finanziarsi, cedendo le sue fatture commerciali su una piattaforma web dove vengono intermedie le fatture (le cosiddette piattaforme di "invoice financing<sup>17</sup>").

Una simile soluzione può avere senso, soprattutto tenendo conto della velocità di risposta e della flessibilità di queste piattaforme fintech<sup>18</sup> rispetto ai tempi e all'approccio degli interlocutori bancari tradizionali.

Un'alternativa al finanziamento diretto tramite piattaforme fintech è poi quella dell'emissione di minibond.

Peraltro la Legge di Bilancio 2019 ha dato il permesso alle piattaforme di equity crowdfunding di ospitare anche collocamenti di



16 - Prestito tra privati

17 - Finanziamento di fatture

18 - Finance + technology, finanza e tecnologia



### **Minibond**

**obbligazioni  
di piccolo taglio  
e medio lungo termine  
o short term, ossia a  
scadenza entro l'anno**

minibond (short-term o a scadenza più lunga), sebbene in questo caso gli investitori debbano essere necessariamente soltanto istituzionali o professionali. In tutti i casi, comunque, l'obiettivo è lo stesso: finanziare la piccola e media impresa.

**“Il fintech permette di offrire un tipo di servizio che il factoring tradizionale e lo sconto fatture bancario non riescono a proporre, per tempi di reazione e flessibilità. Per questo è nata Credimi, che comunque è un intermediario vigilato da Banca d'Italia”.**

**Ignazio Rocco**  
di Torrepadula,  
founder Credimi

In un interessante ricerca del 2018 presentata all'interno dall'Osservatorio “Supply Chain Finance” del Politecnico di Milano, emerge come negli anni della crisi economica dopo il 2008, la capacità di finanziare il capitale circolante – in particolare crediti commerciali e scorte – ha significato per molte imprese, soprattutto piccole e medie imprese (PMI) del settore manifatturiero, la differenza tra sopravvivenza e fallimento. In questo studio, emerge chiaramente che se un'impresa inizia a cedere sulla regolarità temporale dei pagamenti, con buona approssimazione fallirà dopo 12 mesi. Analogamente, se inizia a cedere sulla puntualità delle consegne, con buona probabilità fallirà entro 18 mesi.

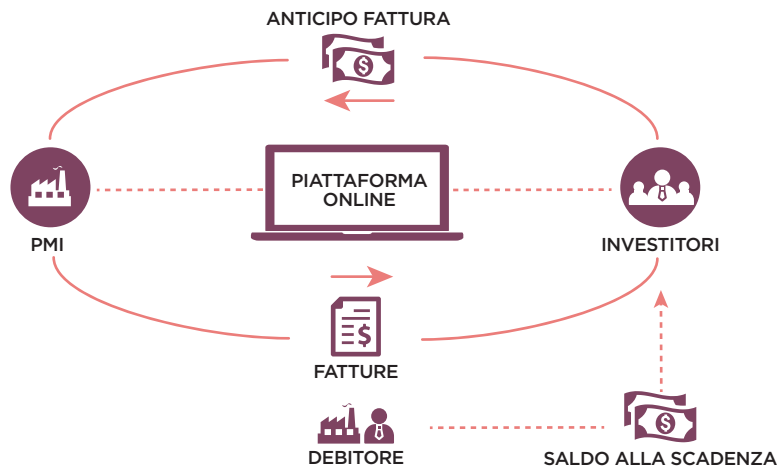
Sino a pochi anni fa per finanziare il capitale circolante di un'azienda e quindi, per capirci, coprire il gap tra i tempi di incasso delle fatture e quelli di esborso per i pagamenti di materie prime e semilavorati o altri prodotti da rivendere, gli imprenditori avevano come un unico interlocutore possibile “la banca”. Non c'erano alternative allo sconto fatture o al factoring tradizionale e gli interlocutori erano soltanto bancari.

Gli investitori privati non potevano in alcun modo investire su questo mercato. Oggi, invece, ci sono piattaforme fintech che permettono anche ai privati di acquistarle: sono le cosiddette di piattaforme di “invoice financing” dedicate all’intermediazione di fatture commerciali. La maggior parte delle piattaforme, però, almeno in Italia, permette l’investimento soltanto agli investitori istituzionali che in genere sono fondi specializzati.

Anche il privato può investire sul mercato dell’invoice financing

## Quale sarà l’investimento per l’investitore?

La PMI Alpha vanta un credito di €100.000 nei confronti della grande azienda Beta, che può essere, per esempio, una grande azienda o un gruppo industriale italiano. Alpha ha necessità di cassa, decide quindi di vendere il credito attraverso una delle piattaforme di invoice financing disponibili sul mercato. L’investitore Gamma, che ha aderito alla piattaforma, nota il credito in asta e decide quindi di comprarlo ad un prezzo, ad esempio, ad €97.000. A questo punto l’investitore Gamma, diventato pieno titolare del credito, attende la scadenza della fattura ed incassa regolarmente il saldo di €100.000 da grande azienda Beta, ottenendo un margine sulla differenza tra il valore nominale del credito ed il suo prezzo di acquisto.



Per gli investitori si tratta di attività interessanti, in quanto questi sono investimenti a brevissimo termine (30/90 giorni) a tassi attorno all'1%-1,2% per 90 giorni. E non è un caso che gli investitori istituzionali si stiano sempre più interessando a questo tipo di investimento.

Detto questo, ci sono anche altre differenze importanti che aiutano a distinguere tra queste piattaforme. C'è chi semplicemente intermedia, ossia funge da luogo virtuale di incontro tra domanda e offerta. Ma c'è anche chi è strutturato come intermediario finanziario e quindi investe direttamente, al fianco di altri investitori specializzati. Queste piattaforme-intermediario operano direttamente uno screening preventivo sul merito di credito delle pmi che propongono le fatture.

30/90 giorni  
è la durata  
massima di un  
investimento  
su una  
piattaforma  
di invoice  
financing

Le stesse piattaforme possono funzionare come mercato aperto, dove quindi qualunque PMI può proporre le sue fatture in vendita, oppure come mercato chiuso e quindi operativo solo per aziende che hanno precedentemente siglato un accordo con la piattaforma e con gli investitori.

Sul fronte factoring le soluzioni offerte dalle piattaforme online sono decisamente vincenti rispetto a quelle proposte dai soggetti istituzionali per una serie di ragioni: uno dei principali fattori di successo delle piattaforme rispetto ai tradizionali interlocutori bancari è che le piattaforme hanno tempi di analisi e reazione molto più

veloci di quelli dei soggetti istituzionali. Basti pensare che la piattaforma fa sì che l'investitore anticipi all'impresa creditrice la quasi totalità dell'importo della fattura, entro 48 ore contro una media di 90 gg. dei canali tradizionali. Un altro elemento è la maggiore flessibilità offerta dalle piattaforme di "invoice financing".

I soggetti tradizionali di solito acquistano tutto il portafoglio clienti della società con cui lavora, mentre le piattaforme permettono alle aziende di scegliere quali fatture cedere. In sostanza, non c'è impegno a cessioni massive o di contratti a lungo termine.

# 48 ore

è il tempo in cui  
l'investitore anticipa  
l'importo della fattura

Lo screening  
iniziale delle PMI  
è svolto dalle  
piattaforme  
stesse

Come abbiamo già visto, le piattaforme fintech permettono di coinvolgere come investitori anche i risparmiatori privati. L'attività di peer-to-peer lending (intermediazione di prestiti tra privati) è pienamente riconosciuta in Italia da novembre 2016, quando la Banca d'Italia ha pubblicato le nuove Disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche. Dedicate al finanziamento delle imprese italiane sono operative oggi sia piattaforme italiane sia piattaforme estere. Gli investitori possono essere sia privati sia istituzionali.

In alcuni casi le stesse piattaforme si sono fatte promotrici di fondi che investono nei prestiti proposti online. In ogni caso le piattaforme si preoccupano sempre di fare uno screening preventivo delle PMI che chiedono credito e di proporre un tasso di interesse in linea con il merito di credito delle pmi in questione.

Spesso gli investitori privati sono affiancati sulle piattaforme di P2P lending da investitori istituzionali, che in questo modo finiscono per fornire una garanzia implicita di bontà dell'investimento proposto in piattaforma.

Per esempio, la piattaforma francese October, attiva in vari paesi europei e in Italia dal 2017, nel gennaio 2018 ha annunciato di aver raccolto 200 milioni di euro per il suo secondo fondo di investimento, dedicato agli investitori istituzionali che coinveste con i privati nei prestiti offerti sulla piattaforma. Questo ultimo fondo ha seguito il primo fondo da 90 milioni di euro che October aveva raccolto nel luglio 2017 e che ha consentito di finanziare quasi 250 pmi europee. I fondi di October per definizione investono su tutti i prestiti presentati in piattaforma per un importo pari ad almeno il 50% del valore del prestito. Se poi i privati non sottoscrivono tutto il resto, allora il fondo copre anche l'ammontare residuo.

**Nelle  
piattaforme  
P2P possono  
coesistere  
investitori  
istituzionali  
e privati**

**100**  
**milioni di euro**  
è l'obiettivo  
di raccolta  
del fondo Colombo  
che investe su  
Borsadelcredito.it

Anche la piattaforma italiana BorsadelCredito.it ha lanciato un proprio fondo di investimento dedicato ai prestiti offerti in piattaforma. Il fondo in questione, battezzato Colombo, ha un obiettivo 100 milioni di euro ed è stato sottoscritto per 10 milioni dagli stessi investitori che hanno scommesso investendo nel capitale di BorsadelCredito.it e cioè il venture capital P101, l'asset manager Azimut Holding e GC Holding. Il fondo Colombo, dedicato a investitori professionali, punta a una raccolta di 100 milioni di euro da investire in 5 anni, con ticket di sottoscrizione compresi tra i 500 mila euro e i 2,5 milioni, a seconda delle classi di investimento.

## Dai prestiti, rendimenti oltre il 5% lordo

In tempi di borse volatili e rendimenti obbligazionari che non si discostano molto dallo zero, tutti gli investitori sono a caccia del cosiddetto "alpha", cioè di un tipo di strumento in grado di offrire un rendimento interessante, indipendente dall'andamento generale dei mercati finanziari. Un modo per diversificare il portafoglio e, nel contempo, per incrementare il rendimento senza assumersi eccessivi rischi è senza dubbio il P2P lending.

Questo strumento si sta imponendo anche come asset class alternativa, che ben si adatta anche a un pubblico retail.

Le ragioni sono diverse e tutte sono spiegate dai numeri: parliamo di quelli di BorsadelCredito.it che ai prestatori, dall'inizio dell'attività, è stata in grado di offrire un rendimento costantemente sopra il 5%, al lordo della tassazione al 26%, la stessa applicata ai rendimenti degli altri strumenti finanziari, a eccezione dei titoli di Stato. Per capire la portata del risultato, va considerato che sullo stesso orizzonte temporale di tre anni i migliori fondi bond corporate hanno registrato un rendimento annualizzato dell'1,67% al lordo delle tasse, ma anche di commissioni e spese. Stiamo parlando dei fondi che hanno ottenuto 4 e 5 stelle da Morningstar, quindi i migliori della loro categoria. Ancora peggio hanno fatto i conti deposito vincolati nell'ultimo anno, che hanno reso in media lo 0,63% lordo. Infine, nell'ultima asta del 2018

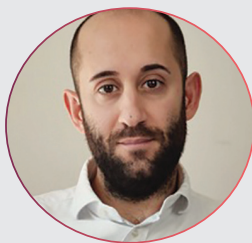
i BTP quinquennali hanno staccato una cedola del 2,45%.

A fronte di un rendimento che appare quindi di tutto rispetto, il rischio, che pure esiste ed è tutto in capo al prestatore, è tuttavia contenuto. Il rischio insito nel mercato dei prestiti è legato all'insolvenza dei richiedenti, ma è mitigato da strategie complesse messe in atto dalle piattaforme. Nel caso di BorsadelCredito.it, la prima strategia è la selezione attenta

delle aziende: oltre il 90% delle imprese richiedenti non supera la verifica di fattibilità, che ha paletti volutamente stringenti mirati a individuare progetti di qualità. La seconda è la diversificazione estrema dei portafogli: il capitale versato dagli investitori viene frazionato con un obiettivo dell'1% (cioè vuol dire che, ad esempio, 10 mila euro vengono suddivisi all'incirca in

100 prestiti da 100 euro l'uno).

Ultimo punto, ma il più importante, è che su BorsadelCredito.it esiste un fondo di protezione, che serve a coprire eventuali perdite fino al 5% e serve come meccanismo per equalizzare le posizioni tra i prestatori. Il meccanismo del fondo è semplice: ogni azienda che viene finanziata paga una quota (variabile in base al merito di credito e alla durata del prestito tra lo 0,9% e il 16,69%) che BorsadelCredito.it accantona come in un tesoretto che coprirà eventuali rate non pagate e non più esigibili fino ad esaurimento dello stesso."



**Antonio Lafiosca**  
cofounder e COO  
di BorsadelCredito.it

## Il direct lending secondo Confidi

Confidi Systema! è nato dalla fusione di una trentina di confidi rappresentanti di Confartigianato, Confindustria e Confagricoltura e, da quando abbiamo chiuso l'ultima fusione, a inizio 2016, abbiamo sviluppato nuove linee di business a supporto dello sviluppo delle piccole e medie imprese. In particolare, accanto alla tradizionale attività di garanzia dei crediti bancari erogati alle pmi, impieghiamo il nostro bilancio per sottoscrivere minibond. Riteniamo che sia un'attività remunerativa per noi e al contempo assolutamente coerente con la nostra missione. Ormai abbiamo sottoscritto 25 emissioni per un totale di oltre 26 milioni di euro a fronte di un totale di obbligazioni emesse per complessivi di 402 milioni. In particolare nel 2018 il flusso di nuove sottoscrizioni ha riguardato 17 emissioni per un valore di oltre 15 milioni su bond emessi complessivamente per oltre 195 milioni.

A fine 2017, invece, abbiamo sottoscritto una quota del cosiddetto Elite Basket Bond, obbligazioni nate dalla cartolarizzazione (cioè aggregazione in un unico titolo) di dieci minibond con caratteristiche simili tra di loro, emessi da altrettante società appartenenti alla community Elite di Borsa Italiana, che riunisce pmi non quotate che desiderano intraprendere un percorso di crescita in tema di governance e organizzazione societaria nella prospettiva di entrare in contatto in futuro con potenziali investitori finan-

ziari o di sbarcare sul listino di Piazza Affari. E non siamo interessati soltanto a investire in minibond, seppure lo riteniamo un impiego interessante e redditizio del nostro patrimonio (in media oggi il nostro portafoglio di minibond rende il 4,80%). Ci stiamo infatti proponendo anche come un hub della finanza per le pmi e collaboriamo con le piattaforme fintech. Su questo fronte, in particolare, a metà aprile abbiamo lanciato il Systema.



**Andrea Bianchi**  
direttore generale  
di Confidi Systema!

Credit Fund, fondo italiano di direct lending, con focus sul sostegno alle micro imprese e pmi italiane, che investirà su prestiti erogati ad aziende e liberi professionisti aderenti a Confidi Systema! e che saranno proposti sulla piattaforma BorsadelCredito.it con Prader Bank come advisor e come società di gestione ART sgr, che a sua volta fa capo direttamente alla piattaforma

fintech. I prestiti saranno tutti coperti da garanzia di Confidi Systema! per un minimo del 75% del valore, con il confidi che anche sarà originator delle operazioni, cioè individueremo le aziende che potrebbero avere necessità di prestiti e le proporremo al fondo come investimenti. Il fondo ha un target di raccolta di 50 milioni. E non è finita qui. Abbiamo anche deciso di aderire alla proposta della piattaforma di lending October, sottoscrivendo parte delle quote dedicate ai confidi del nuovo fondo attualmente in raccolta e dedicato ai prestiti ad aziende italiane.



# La fase di espansione: i finanziamenti di breve termine

Il gap temporale tra il momento in cui un'azienda industriale o di intermediazione commerciale deve pagare i propri fornitori per acquistare materie prime o semilavorati o prodotti finiti da redistribuire a fronte di nuovi ordini e quello in cui incassa le fatture a fronte di quegli ordini è uno dei problemi più grandi da superare per molte imprese, che vorrebbero crescere più velocemente, ma non se lo possono permettere, senza incorrere in pericolosi squilibri di cassa.

Anche su questo fronte strumenti finanziari innovativi si sono dimostrati interessanti nell'ultimo paio d'anni. In particolare una soluzione è quella dei cosiddetti minibond<sup>19</sup> short-term<sup>20</sup>.

Chi fa ricorso a questi titoli sono di norma società di dimensioni molto piccole e le emissioni sono raramente superiori al milione di euro, con tassi di interesse attorno al 4-5% all'anno.

## 4-5%

è il tasso  
di interesse annuale

In Italia c'è un advisor che ha il monopolio di questo tipo di emissioni ed è Frigio-  
lini & Partners Merchant, una società di  
Genova che praticamente ha inventato  
questo strumento e che negli ultimi tre  
anni si è sempre piazzata prima per nu-  
mero di emissioni strutturate nella classi-



19 - Non è un termine tecnico e che non è disciplinato dalla normativa. È entrato nel lessico finanziario comune da quando è entrata in vigore una legge che ha reso fiscalmente conveniente l'emissione di obbligazioni anche per le società italiane non quotate, svincolando nel contempo l'ammontare di emissione dai limiti fissati in precedenza dal codice civile. Sono obbligazioni emesse da società italiane non quotate di piccole e medie dimensioni, quando le emissioni in questione non superano i 50 milioni di euro.

20 - Minibond short-term: obbligazioni di piccolo taglio emesse da pmi non quotate con durata massima di 12 mesi.

fica degli arranger stilata dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano. Frigiolini & Partners Merchant è anche la prima per numero di operazioni (66) curate complessivamente anche nella classifica cumulata 2012/2018, analizzata quest'anno per la prima volta dall'Osservatorio.



## Arranger

cioè gli intermediari finanziari che si occupano della strutturazione dei titoli e del loro collocamento

## La classifica 2018 degli arranger dei minibond

### CLASSIFICA PER NUMERO DI EMISSIONI

F&P Merchant	20
Unicredit (*)	14
Sella CIB	12
Banca Finint	7
Pirola CF	4
EPIC SIM	3
Banca Popolare di Bari	3
Iccrea Banca Impresa	3
Mediobanca	3
Pairstech CM	3
Banca Promos	2
BPER	2
Cariparma/Credit Agricole	2
Classis SIM	2
Palladio CF (e altri)	2
Volksbank	2
Advance SIM	1
Aeneis Partners	1
Deutsche Bank	1
Mediocredito TAA	1
Prima Fiduciaria	1
Sida Group	1

### CLASSIFICA PER CONTROVALORE (€ MILIONI)

Unicredit (*)	87,3
Mediobanca	85
Banca Finint	59
Deutsche Bank	50
Banca Popolare di Bari	31
EPIC SIM	30,5
Pirola CF	27,5
Palladio CF (e altri)	26
Sella CIB	22,6
Pairstech CM	12,3
F&P Merchant	10,9
Volksbank	9
Banca Promos	6,7
Classis SIM	6,4
BPER	6
Iccrea Bancalmpresa	5
Mediocredito TAA	3
Sida Group	3
Cariparma / Credit Agricole	2,7
Aeneis Partners	1,2
Advance SIM	1,1
Prima Fiduciaria	1

Fonte: osservatorio Minibond del Politecnico di Milano

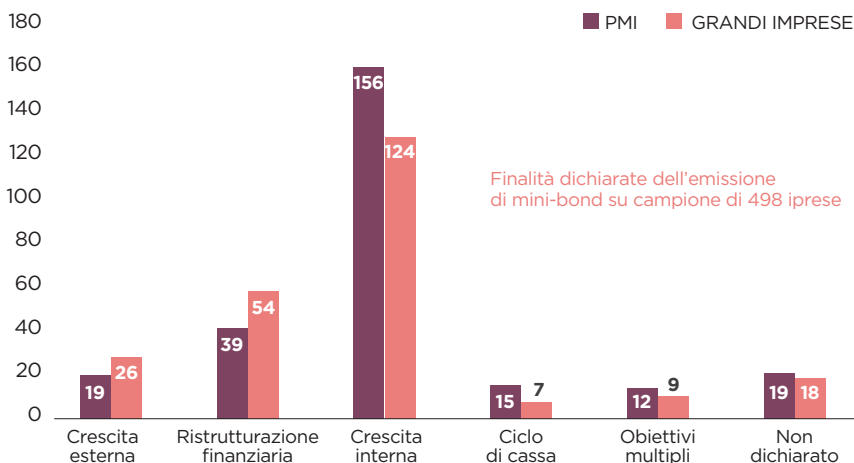
# La fase di espansione: i finanziamenti di medio termine

Se invece l'obiettivo è finanziare un investimento che genererà ritorni in 3-5 anni, come potrebbe essere la costruzione di una nuova linea produttiva o di un nuovo stabilimento, meglio un prestito a medio termine erogato da investitori trovati su una piattaforma fintech oppure un minibond tradizionale a medio termine, cioè l'emissione di una obbligazione. Diciamo mini, perché se parliamo di una piccola e media impresa è ragionevole immaginare che l'emissione sia di dimensioni contenute, in genere sotto i 50 milioni di euro, più probabilmente attorno a 5-7 milioni di euro.



**Il minibond**  
di breve termine  
ha una durata  
di 3/5 anni

## Perché le pmi emettono minibond



Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano

I minibond sono in sostanza strumenti di private debt, cioè relative a tipologie di debito emesse da società private non quotate sui mercati regolamentati. A inizio 2013 Borsa Italiana ha lanciato l'ExtraMot Pro<sup>21</sup>. In ogni caso questi titoli sono sottoscrivibili direttamente soltanto da investitori istituzionali o professionali e quindi gli investitori privati comuni non hanno possibilità di accesso a questa categoria di investimenti, se non per via indiretta, ad esempio attraverso un fondo di investimento che opera nel settore del private debt (vedi box di Antares nelle pagine successive).

Gli investitori comuni non potranno accedervi nemmeno dalle piattaforme di equity crowdfunding, sebbene la Legge di Bilancio 2019 abbia previsto la possibilità per queste piattaforme di ospitare d'ora in poi anche i collocamenti di minibond. Queste campagne, infatti, andranno inserite in una sezione separata delle piattaforme, diversa da quella dedicata alle campagne di raccolta di capitale di rischio e dedicata soltanto agli investitori istituzionali o professionali.

Vero è che in Europa ci sono piattaforme fintech che invece hanno ottenuto dalle rispettive autorità di vigilanza l'autorizzazione a collocare presso il pubblico retail anche obbligazioni e che, utilizzando il passaporto europeo, possono accettare gli investimenti dei privati italiani, una volta ottenuta l'iscrizione all'albo delle piattaforme tenuto da Consob.

Ha agito così, per esempio, la piattaforma Tifosy, autorizzata a operare dalla FCA britannica e regolarmente iscritta al registro speciale Consob delle piatta-



21 - Un mercato non regolamentato dedicato alle emissioni delle società italiane non quotate sui mercati regolamentati e riservato ai soli investitori professionali

Anche le squadre di calcio del Frosinone e del Pescara hanno fatto ricorso ai minibond di una piattaforma di equity crowdfunding

forme di equity crowdfunding. Proprio tramite Tifosy, ad esempio, sono stati collocati nel 2018 i minibond di due squadre di calcio italiane, il Frosinone e il Pescara. Il rendimento offerto dai minibond, però, è molto interessante, perché le emissioni pagano tassi più elevati rispetto a quelli pagati da bond emessi da aziende più grandi quotate, a parità di merito di credito. E infatti agli investitori istituzionali lo strumento piace sempre di più. Tanto che ci sono gestori di fondi e advisor specializzati in minibond che investono anche direttamente il loro bilancio negli stessi minibond.

Concorrenza ai minibond potrebbe arrivare anche dal direct lending che non passa dalle piattaforme fintech, ma semplicemente che viene erogato da fondi specializzati.



### Direct Lending

**Prestiti diretti  
alle aziende erogati  
da soggetti  
non bancari**

Al momento, ora che la normativa è stata roduta e che i primi esperimenti sono stati fatti, è probabile che ci sia un'accelerazione, grazie anche al fatto che le banche sono sempre più limitate dalle regole di vigilanza nella loro capacità di incrementare gli impieghi a favore di pmi.

**“Il rapporto rischio/rendimento di un investimento di debito è sicuramente interessante e il rendimento è molto buono se paragonato all’effettivo rischio degli asset. Il maggior rendimento deriva infatti dall’illiquidità degli strumenti e non dal maggior rischio dell’asset”.**

**Mauro Sbroggiò**

ad di Finint Investments sgr

## Il fondo di private debt può affiancare l'azienda in vari tipi di investimento

Ci sono due ragioni per le quali con il nostro fondo sottoscriviamo debito di un'impresa. Da un lato perché l'azienda ha bisogno di finanziare un investimento preciso oppure consolidare il proprio debito e dall'altro perché l'azienda è interessata da un'operazione di finanza straordinaria, che la vede per esempio impegnata in un'acquisizione, nel passaggio generazionale oppure un socio deve essere liquidato.

Secondo me è importante poterci essere sempre e appoggiare gli imprenditori a seconda delle loro esigenze. Alla fine ci troviamo infatti con il giusto mix di investimenti che porta ai nostri investitori dei rendimenti molto interessanti, pur con un rischio contenuto. A oggi dei 127 milioni di euro raccolti dal fondo, ne abbiamo investiti 92 su 13 posizioni, di cui il 60% in operazioni straordinarie e il 40% a supporto di operazioni di finanza ordinaria, con un rendimento medio del portafoglio attorno al 6,5% lordo.

Certo, le operazioni straordinarie permettono di spuntare rendimenti più elevati, ma ovviamente

per noi hanno rischi maggiori. Per capirci, la forma meno rischiosa si ha quando un fondo di private debt di dimensioni adeguate sottoscrive obbligazioni senior emesse nell'ambito di operazioni di leveraged buyout da parte di un fondo di private equity.

In questo caso, infatti, in sostanza il fondo di private debt prende il posto della banca e, effettuate le varie fusioni di prassi, si trova titolare di un'obbligazione al livello della società operativa, che con i propri flussi di cassa è in grado di rimborsare interessi e capitale dei prestiti. In questi casi i rendimenti sono contenuti tra il 5,5% e il 6,5%. Il che, visti i tempi che corrono, è già un bell'incasso.



**Gabriele Casati**  
partner del fondo  
Antares AZI

 **AZIMUT**  
LIBERA IMPRESA

Ma i rendimenti possono arrivare anche al 10-11% nel caso di finanziamenti mezzanini, cioè a metà strada tra debito ed equity, oppure subordinati. Su un altro fronte, infine, il fondo di private debt può puntare a rendimenti più contenuti, nell'ordine di 4,5-5%, nel momento in cui cerca impieghi meno rischiosi, finanziando l'attività ordinaria delle aziende.

Certo, in questo caso il fondo deve accertarsi che le aziende emittenti che cercano un finanziamento alternativo alla banca siano davvero virtuose e che quindi cerchino l'alternativa per delle ragioni sane e non perché le banche non le possono più finanziare.

Mi spiego, per esempio abbiamo finanziato Corvallis perché produce software per il sistema bancario e non voleva essere al contempo fornitore e debitore delle stesse banche. Che è una cosa ben diversa rispetto a un'azienda che cerca nel fondo una sponda perché in banca non può ricevere più credito. In ogni caso, una volta stabilito che l'azienda in questione è interessante, allora il fondo può sottoscrivere un bond che permetta per esempio all'azienda di consolidare a medio-termine un debito che sino a quel momento era quasi tutto a breve termine e a tassi di interesse non convenienti. Una mossa che permette all'azienda in questione di rendere più efficiente la gestione delle proprie risorse e quindi anche di finanziare per esempio la costruzione di un nuovo impianto o l'acquisto di nuovi macchinari.

L'importante, comunque, è un'analisi approfondita non solo dei conti recenti dell'azienda emittente, ma anche della sua storia e dei suoi piani industriali, per capire se sono sostenibili nel tempo.

“Una volta stabilito che l'azienda in questione è interessante, allora il fondo può anche sottoscrivere un bond che permetta per esempio all'azienda di consolidare a medio-termine un debito che sino a quel momento era quasi tutto a breve termine e a tassi di interesse non convenienti.”

**Gabriele Casati**

partner del fondo Antares AZI  
(Azimut Libera Impresa sgr)

# La fase di espansione e il passaggio generazionale

Non è detto che il minibond o il direct lending siano gli strumenti adatti a finanziare tutti i tipi di investimenti aziendali. Per esempio, se un imprenditore vuole crescere all'estero e intende contemporaneamente investire per aprire nuovi mercati, magari conducendo una campagna di m&a<sup>22</sup>, allora meglio farsi affiancare da un fondo di private equity piuttosto che indebitarsi. Il fondo potrà portare capitali, ma anche rigore finanziario e contatti internazionali.

Ma è solo uno dei tanti esempi che si possono fare.

Un'impresa che ha già una storia e quindi è sul mercato con prodotti e servizi che funzionano e portano ricavi e redditività, può ricorrere a un fondo di private equity anche per favorire un passaggio generazionale, per sostituire dei soci che vogliono uscire dalla compagine societaria oppure per liquidare del tutto i soci precedenti e cominciare un nuovo percorso con un altro socio o gruppo di soci.



22 - merger & acquisition, cioè fusioni e acquisizioni

**“In 15 anni Progressio ha investito in eccellenze italiane con l'obiettivo di riorganizzarle attraverso l'inserimento nuovi manager, riposizionarle per catturare le opportunità di crescita di valore e rivitalizzarle tramite una strategia organizzata di acquisizioni”.**

**Filippo Gaggini**  
managing partner  
di Progressio sgr



La dimostrazione di come gli investitori private equity possano venire in aiuto all'impresa nello sbrogliare situazioni complesse e nel tramutare il cambiamento in occasione di rilancio ed accrescimento di valore trova una valida rappresentazione nel fatto che, ad esempio, un'operazione di buyout può rappresentare la migliore alternativa per garantire insieme continuità aziendale e sviluppo futuro.

Questa infatti può essere in molti casi la migliore soluzione a problematiche di passaggio generazionale garantendo notevoli benefici.

**“Adottiamo la struttura leveraged buyout e abbiamo dimostrato che le operazioni di LBO possono essere molto sane, se ben calibrate. Lo abbiamo dimostrato per esempio con l'iconico produttore britannico di auto extralusso Aston Martin e prima ancora con le moto di Ducati”.**

**Andrea Bonomi**

Presidente dell'Industrial Advisory Board di Investindustrial

Due le modalità tipiche di intervento dei private equity nel capitale dell'impresa in situazioni di ricambio:

**1** L'investitore acquista la maggioranza del capitale, prevedendo di poter mantenere la famiglia nell'azionariato con quote di minoranza e/o eventualmente coinvolgere, anche a livello proprietario, figure manageriali interne o esterne di comprovata capacità.

**2** L'investitore fa operazioni di minoranza, più rare, volte ad agevolare processi di riassetto proprietario interno, liquidando dei soci uscenti, con la famiglia che conserva il controllo, godendo però dei notevoli benefici apportabili dal socio finanziario.

Per definizione i fondi di private equity investono nel capitale di aziende non quotate o di aziende quotate che puntano a togliere dal listino e riportare a essere private e possono comprare partecipazioni di minoranza, di maggioranza o l'intero capitale.

I fondi in questione sono in genere dei fondi chiusi<sup>23</sup>, per un certo valore e poi, una volta annunciato il “closing” definitivo della raccolta, non la riaprono più, ma passano alla fase dell'investimento e poi a quella di disinvestimento. Obiettivo dei fondi, infatti, è quella di apportare capitali, capacità manageriali e relazioni alle società partecipate, in modo tale da favorirne la crescita e l'aumento di valore nel tempo, così da poter poi vendere la loro partecipazione in media 3/5 anni dopo l'ingresso nel capitale, e ottenere un rendimento per i loro investitori e per il management team del fondo stesso, a cui fa capo la società di gestione.



23 - fondi che raccolgono da investitori istituzionali o qualificati impegni di investimento

**500**

**mila euro**

**è il taglio minimo  
di investimento**

I manager sono anche coinvolti direttamente negli investimenti, per allineare i loro interessi a quelli degli investitori. In media il team investe capitali propri per il 2-3% del valore di ciascun fondo raccolto, ma ci sono team molto più in prima linea, che arrivano a investire anche il 5-8%. Gli investitori di questi fondi sono investitori istituzionali (banche, fondi pensione, assicurazioni, altri fondi di investimento, family office) o professionali (persone fisiche con ampie possibilità finanziarie e competenze adeguate). I fondi di private equity non sono infatti strumenti alla portata dei risparmiatori, visto che il taglio minimo di investimento è in genere di 500 mila euro per i fondi più piccoli, mentre si parte da 5-10 milioni per i fondi più grandi.

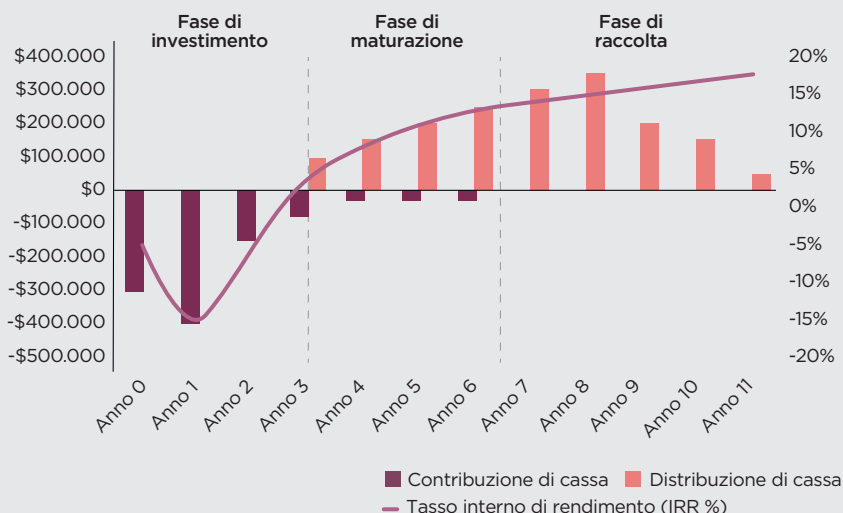
## Perché per l'investitore gli investimenti in private equity hanno un'ottica di medio-lungo

Essere investitore in questi fondi, per i primi anni costa parecchio e non ha ritorni. Si parla infatti di J-curve, perché se si guarda al grafico dei flussi netti di capitale dagli investitori ai fondi e dai fondi agli investitori, i primi anni il grafico è in negativo e va sempre più giù. Solo a un certo punto inizia a risalire, arriva in positivo e continua a crescere sino a superare di gran lunga il valore cumulato dei flussi di cassa negativi. In sostanza, il grafico assume la forma della lettera J. Questo succede perché ogni

anno i fondi chiedono agli investitori di pagare delle commissioni di gestione, che servono a pagare la struttura delle società di gestione e che sono in media pari al 2% del totale dei capitali raccolti dal fondo. I fondi di solito hanno una vita di 10 anni e impiegano i primi 5 anni per investire i capitali raccolti, che in realtà sono stati soltanto “promessi” dagli investitori, ma non versati sui conti del fondo.

I soldi vengono “richiamati” dal fondo soltanto nel momento in cui vie-

### Ciclo di vita del fondo e J curve



ne identificato un investimento. Così nei primi anni gli investitori da un lato pagano commissioni e dall'altro versano i capitali promessi ai fondi, quindi hanno solo esborsi e nessun ritorno. Allo stesso modo, quando il fondo inizia a disinvestire e a guadagnare, allora distribuisce ai suoi investitori sia i capitali investiti in quel preciso investimento sia la maggior parte dei guadagni, per la precisione l'80%, mentre il restante 20% viene assegnato ai gestori del fondo (il cosiddetto *carried interest*).

dal management per assicurarsi del fatto che l'impresa sarà in grado di rimborsare il capitale e pagare gli interessi secondo il piano proposto. Tanto che spesso, sebbene i gestori dei fondi di private debt non abbiano diritto a un posto in consiglio di amministrazione, ottengono comunque di partecipare come osservatori alle riunioni dello stesso consiglio.

Ci sono comunque due numeri che sono la cartina tornasole della capacità dei gestori dei fondi di far rendere i capitali dei loro investitori. Uno è molto intuitivo, l'altro un pò meno.

Il primo numero è il multiplo del capitale investito. Una volta noto quanto ha investito il fondo in un'azienda, considerando il primo investimento e poi eventuali successivi aumenti di capitale o acquisizione di altre quote, lo si va a confrontare con quanto il fondo ha ricavato da quell'azienda in termini di dividendi e di incassi a

fronte della vendita parziale o definitiva delle quote. Dividendo quest'ultima somma dei flussi in entrata per la somma dei flussi in uscita, si ottiene il multiplo del capitale investito. Come accennato nel capitolo introduttivo, questo numero da solo, però, dice poco, perché è importante sapere in quanto tempo il fondo è stato in grado di produrre quel risultato. Un conto è portare a casa il doppio di quanto investito nel giro

di un anno e un altro conto è farlo nel giro di 10 anni.

Per dare quindi un'informazione in più si calcola anche l'Irr o Internal rate of Return, che in italiano si traduce in tasso interno di rendimento e che ci fa capire alla fine quanto ha reso l'investimento in riferimento all'unità di tempo.

Il calcolo dell'Irr per un intero fondo è complicato perché, come detto, i fondi sono a chiamata e quindi i capitali sono

impiegati solo al momento effettivo di ciascun investimento e sino al rispettivo disinvestimento. Così ci saranno operazioni che dureranno per esempio un anno e che daranno luogo a ritorni pari per esempio a 2 volte il capitale investito, per un Irr del 100%, e altri investimenti che invece dureranno 4 anni e daranno comunque luogo a ritorni pari a due volte il capitale investito, per un Irr quindi del 25% all'anno. L'Irr del fondo sarà dato dalla media degli Irr conseguiti dai vari investimenti.

**Il fondo a ogni disinvestimento rimborsa agli investitori il capitale investito e distribuisce la maggior parte dei guadagni**

# Il private equity fatto con club deal, Spac o pre-booking company

Si dice club deal un gruppo di investitori privati che si riuniscono per investire insieme nel capitale di un'azienda

Non è detto comunque che gli investimenti di private equity debbano essere condotti soltanto da strutture organizzate come fondi.

Operazioni di piccole e grandi dimensioni sono condotte anche nella forma del cosiddetto “club deal”, che indica un gruppo di investitori persone fisiche che si riunisce per investire insieme nel capitale di un'azienda. Certo, in genere esiste un regista dell'operazione, che mette insieme gli investitori e fa da controparte con l'imprenditore dall'altra parte. Tamburi Investment Partners in Italia è sicuramente il re di questo tipo di operazioni. La società quotata a Piazza Affari investe in aziende quotate e non quotate e quando investe in società non quotate lo fa spesso appunto facendo da capofila di gruppi di imprenditori-investitori. Ad esempio nel marzo 2014 la banca di investimenti Tamburi Investment Partners (TIP), quotata in Borsa, ha organizzato un club deal (denominato Clubitaly) per investire ben 120 milioni di euro per acquisire il 20% della holding di Eataly, la nota catena di negozi eno-gastronomici fondata da Oscar Farinetti, con punti vendita presenti in tutto il mondo e un fatturato che ha raggiunto i 500 milioni di euro nel 2018.

E sempre TIP ha investito in Alpitour sempre con una società costituita appositamente per raccogliere i denari di varie famiglie di imprenditori.

L'investitore privato, quindi, acquistando azioni di TIP in Borsa, acquista in sostanza un portafoglio diversificato di investimenti in società quotate e non quotate. Con la stessa logica vengono organizzati club deal su aziende di più piccole dimensioni, ma in ogni caso si tratta sempre di investimenti che per i singoli partecipanti al club deal vanno da qualche centinaio di migliaia di euro a qualche milione, il che significa che non sono operazioni alla portata di risparmiatori.

Chi acquista  
in Borsa azioni  
TIP acquista  
in sostanza  
un portafoglio  
diversificato  
di investimenti  
in società  
quotate e non

## 100-200 mila euro

È la cifra con cui molti investitori partecipano a piccoli club deal.

Ma si può arrivare anche a svariati milioni

Un'altra forma di private equity è poi quella della Spac, sigla per Special Purpose Acquisition Company, che significa società costituita allo scopo specifico di fare un unico investimento nel capitale di un'azienda. Più precisamente si tratta di una scatola piena di denaro quotata su un mercato regolamentato con l'obiettivo di individuare una società non quotata nella quale investire, in minoranza o maggioranza, e di portarla in Borsa.

La Spac, quindi, sebbene non possa essere sottoscritta in fase di collocamento da investitori retail, una volta quotata può essere oggetto di investimento sul mercato secondario da parte di privati. La Spac ha di solito due anni di tempo per trovare la società nella quale investire, proporla ai propri soci e ottenere il loro via libera. La società og-



## Business combination

È l'operazione con la quale una Spac e la società target dell'investimento si fondono, per portare in Borsa l'azienda

getto dell'investimento (target), infatti, verrà fusa nella Spac che è quotata e si troverà quindi a sua volta quotata (si parla di "business combination", cioè di integrazione delle due società). Contemporaneamente, di solito, la Spac cambia nome in quello della società acquisita.

Questo tipo di investimento, quindi, è di private equity, ma è per definizione alla portata dei risparmiatori, visto che sul mercato secondario le azioni delle Spac sono liberamente acquistabili dai privati.

Ci sono poi anche state evoluzioni di questo tipo di strumento e si sono immaginate delle cosiddette pre-booking company. Sono società veicolo di investimento costituite con il medesimo obiettivo delle Spac, ma che non vengono quotate e che in genere richiedono un taglio minimo di investimento di 500 mila euro, sulla falsariga dei fondi chiusi di private equity.

In sostanza queste società raccolgono in anticipo gli ordini di investimento degli investitori (pre-booking) in vista dell'ipo di una società su un mercato regolamentato o non regolamentato. Per farlo di solito le pre-booking company emettono dei bond convertibili in azioni della società che sarà individuata come oggetto dell'investimento, a valle di un accordo che sarà siglato con i soci della società target. Una volta che gli ex obbligazionisti della pre-booking company si ritroveranno azionisti della società target, verrà predisposto anche il collocamento in Borsa, secondo le normali strade previste.

# La fase matura: l'Ipo Club

Su questo fronte per esempio Azimut Holding ed Electa Ventures, una boutique di consulenza e investimento nel settore del private equity (con all'attivo una serie di esperienze precedenti nel lancio di Spac) hanno lanciato nel 2016 Ipo Club, un fondo chiuso che ha raccolto 130 milioni di euro da investitori istituzionali e professionali con l'obiettivo di investire sia pmi italiane eccellenti in fase di pre-ipo sia in azioni di Spac sia in obbligazioni emesse da pre-booking company.

## Cosa fa IPO Club

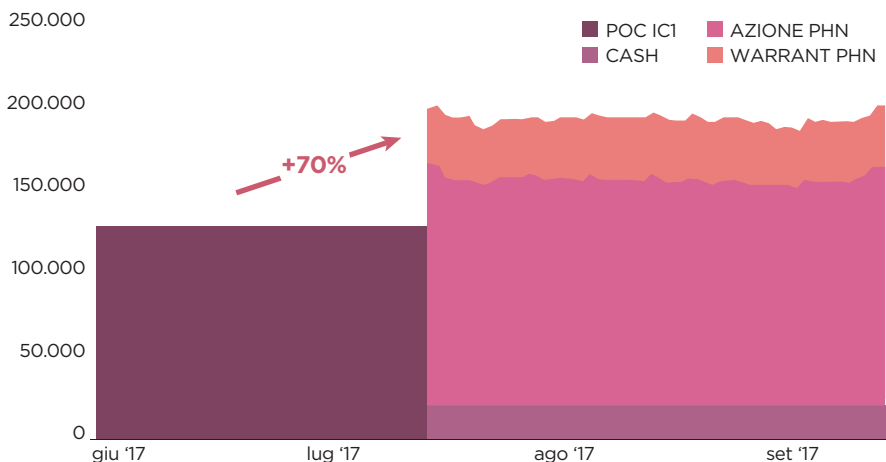


fonte: AGC



Ipo Club ha così per esempio investito nella pre-booking company Ipo Challenger 1, che a luglio 2017 ha poi portato in Borsa la società specializzata nello sviluppo di prodotti nutraceutici e dispositivi medici Pharmanutra. Questo ha generato una crescita del valore dell'investimento iniziale con un forte margine di rendimento per l'investitore.

### Operazione PharmaNutra



Fonte: AGC

# 60

**milioni di euro**

**L'investimento condotto  
in Umbragroup  
da parte di Ipo Club  
e il club deal di clienti  
privati di Azimut**

Sempre Azimut Holding con AGC (società specializzata nell'investment banking) e Electa Ventures, tramite Ipo Club e insieme a un club deal di investitori privati clienti Azimut, hanno acquisito nell'aprile 2019 per 60 milioni di euro il 18,75% del capitale di Umbragroup, società specializzata in attuatori elettromeccanici per il settore aerospaziale.

Il fatturato nel 2018 è stato di 215 milioni di euro. Il valore di Umbragroup successivo all'aumento di capitale è ora di oltre 300 milioni di euro. L'obiettivo dell'operazione è quello di portare l'azienda all'attenzione dei mercati internazionali, attraverso un'azione manageriale interna focalizzata alla messa a punto del controllo di gestione, del controllo dei flussi, dell'internazionalizzazione della comunicazione, per elevarla a livello degli standard delle società quotate.

Questo per far sì che oltre al tradizionale mercato nel quale opera, l'azienda acquisisca ulteriore visibilità e venga valorizzata all'interno del mercato private equity e finanziario internazionale mirando ad ottenere un rating di livello top.

Presente nel Consiglio di Amministrazione di Umbragroup, IPO Club opera un controllo continuo sui flussi reali e si occupa di presidiare l'impatto finanziario del business della società in forte crescita.

Le Spac e le cosiddette pre-booking company con focus sull'Italia hanno raccolto poco meno di 4 miliardi di euro dal 2011. Emerge dal database di BeBeez, che ha mappato 31 veicoli di questo tipo, dal momento del lancio del primo, cioè Italy 1 Investments, di diritto lussemburghese. A fine marzo 2019 quei soggetti nel complesso avevano investito quasi 2,8 miliardi di euro in aziende italiane che sono state così portate in Borsa. Gli altri 1,2 miliardi sono ancora da investire.

## Le Spac e simil-Spac che hanno portato aziende italiane in Borsa\*

NOME	CAPITALE RACCOLTO (MLN EURO)	SOCIETÀ TARGET ACQUISITA	DATA QUOTAZIONE TARGET
Italy 1 Investments sa	150	IVS spa	mag-12
Made in Italy 1 spa	50	Sesa spa	feb-13
IPO Challenger (1)	52	Italian Wine Brands spa	gen-15
Space	130	Fila spa	giu-15
Industrial Stars of Italy	50	Lu-Ve spa	lug-15
GreenItaly 1 spa	35	Zephyro spa (ex Prima Vera)	dic-15*
Capital for Progress 1	51	GPI	dic-16
Glenalta Food	80	Gruppo Orsero	feb-17
Space 2	155,15	Avio spa	apr-17
Industrial Stars of Italy 2	50,5	SIT group	lug-17
Innova Italy 1	100	Fine Foods&Pharmaceuticals	ott-18
Crescita	130	Cellular Italia	giu-18
Space 3	152,85	Aquafil	dic-17
Ipo Challenger 1 (2)	20	PharmaNutra	lug-17
Ipo Challenger 1, 2 (3)	60	Umbragroup	apr-19
Glenalta	100	Gruppo CFT	nd
EPS (4)	150	Industrie Chimiche Forestali	mag-18
Space 4	500	Guala Closures	ago-18
Spaxs	600	Illimity (ex Banca Interprovinciale)	feb-19
Archimede	47	Net Insurance	dic-18 (6)
Spac-in-Cloud (7)	22,5	Digital Value	nov-18

\*Aggiornamento a fine marzo 2019 | Fonte: <https://privatedata.bebeez.it>

## Spac e non solo per portare in borsa le pmi

“È stata un'avventura molto interessante e certo non è finita. Invento strutture finanziarie da anni per aiutare gli investitori a condurre nel modo migliore le loro operazioni di acquisizione ed è stato così che qualche anno fa ho deciso di cimentarmi personalmente in un primo esperimento ancora mai provato in Italia. abbiamo così importato in Italia un approccio all'investimento tipicamente statunitense, quello della Spac, una società di investimento che, come dice il nome (special purpose acquisition company), viene costituita al preciso scopo di condurre un'unica acquisizione. La Spac è una scatola che raccoglie denaro dagli investitori e poi viene quotata in Borsa, dopodiché ha un tempo predefinito per proporre ai suoi azionisti un'azienda interessante di cui acquisire una quota di maggioranza o di minoranza del capitale e con la quale fondersi, in modo tale da portare l'azienda target automaticamente in quotazione. Nessuno aveva mai strutturato una Spac di diritto italiano, ma io e un gruppo di altri promotori lo abbiamo fatto. Abbiamo lanciato Made in Italy 1, che poi ha condotto la business combination con Sesa, un grande gruppo IT italiano, che grazie alla Spac si è così quotato a Piazza Affari. Abbiamo spianato la strada a tutti quelli che poi ci hanno seguito, ma nel frattempo con Electa siamo andati oltre. Sì, perché la Spac tradizionale è certo uno strumento molto interessante, che permette di andare in Borsa in franchigia di conflitti di interesse e senza temere che la finestra temporale scelta

per la quotazione sia un brutto momento di mercato e quindi possa mettere a repentaglio la buona riuscita dell'operazione. Tuttavia necessita di tempi piuttosto lunghi e presta anche il fianco alla speculazione. Sul primo fronte, infatti, è anche il codice civile a dettare i tempi, perché per esempio, una volta annunciata il progetto di fusione, devono passare 60 giorni di silenzio-assenso da parte dei creditori. Inoltre i soci della Spac hanno 15 giorni di tempo per esercitare

l'eventuale recesso e farsi rimborsare le azioni, se non gradiscono l'operazione proposta, ma quei 15 giorni si trasformano velocemente in 25-30 giorni, perché la comunicazione del recesso deve arrivare necessariamente per raccomandata e bisogna evitare che si perda qualche busta ... Insomma i tempi vengono dilatati anche quando si sarebbe tutti d'accordo sul da farsi. Per non parlare poi del rischio (concreto,

visto che è accaduto), che sul mercato secondario degli investitori opportunisti approfittino di un calo del prezzo della Spac al di sotto del prezzo di ipo, che è anche quello di recesso, per comprare le azioni e poi esercitare il recesso solo per incassare la differenza.

Per questi motivi ho immaginato altre soluzioni per meglio soddisfare le esigenze degli investitori e degli imprenditori. Ho pensato che lo stesso obiettivo della Spac potesse essere raggiunto creando un veicolo non quotato, che raccogliesse denaro dagli investitori emettendo un'obbligazione che fos-



**Simone Strocchi**  
Founding partner  
Electa Venture

se convertibile discrezionalmente nelle azioni di una società target individuata entro la scadenza di rimborso e che fosse dotata di un'opzione put, in modo tale che l'obbligazionista, se avesse voluto, avrebbe potuto uscire dal sodalizio anche prima dell'annuncio della operazione sulla target. Allo stesso modo, al momento dell'annuncio, se l'obbligazionista non avesse gradito l'operazione, avrebbe recuperato i suoi soldi per immediato rimborso dell'obbligazione.

In questo modo abbiamo lanciato Ipo Challenger 1, con cui abbiamo portato in Borsa Italian Wine Brands, una società specializzata nella produzione e distribuzione di vino, nata dal consolidamento di Provincia Italia e di Giordano Vini. Sulla stessa scia ho poi lanciato anche Ipo Challenger 1, che ha quotato PharmaNutra, e in questo caso siamo stati facilitati nella raccolta, perché avevamo già stretto con Azimut Group un accordo per creare un fondo nato appositamente per investire in Spac e pre-banking company. Quel fondo è Ipo Club e a sua volta ha raccolto capitali da investitori istituzionali e professionali. È quello che in gergo si dice "anchor investor". E ha funzionato anche in un'operazione molto recente, quella su Umbragroup:

**Gli investitori istituzionali, Pir compresi, possono essere validi anchor investor di Spac e di altri strumenti finanziari analoghi**

Ipo Club ha partecipato a un club deal insieme AGC ed Electa Ventures e a un gruppo di investitori privati raccolti tra i clienti di Azimut. In quel caso non c'è stata immediata quotazione, ma è nei piani.

Tornando alle strutture finanziarie che accelerano lo sbarco di pmi sul listino, insieme a Borsa Italiana abbiamo lanciato

il format di Spac-in-cloud. Perché, ci siamo detti, costituire prima una società ad hoc? Se abbiamo un anchor investor e un gruppo di investitori, già allineati grazie a una piattaforma fintech, d'accordo a partecipare a una operazione da noi concepita, e di cui finanziamo a nostro rischio il processo di due diligence e filing presso Borsa Italiana, si fa ancora prima a investire direttamente nell'azienda target. Ed è quello che abbiamo fatto per la quotazione di Digital

Value a fine 2018. Insomma, il concetto importante è che esistono metodi per riuscire ad aggregare in tempi brevi quantità importanti di capitali da investire in pmi in contesto fair e che queste operazioni hanno tanto più successo quanto più esistono investitori istituzionali che decidono di agire come anchor investor, un ruolo perfetto per i Piani individuali di risparmio (Pir).

# Chi supporta l'imprenditore in crisi

Se un imprenditore si trova in crisi di liquidità perché magari ha avuto problemi di ritardi di pagamento o si trova ad avere un debito troppo elevato rispetto a margini che si sono ristretti, ma dimostra che il business è comunque valido, allora quell'imprenditore può trovare una sponda presso gli operatori specializzati in ristrutturazioni aziendali (cosiddetti fondi di turnaround o di special situation), che si prendono in carico l'onere di trovare un accordo con le banche e che sono in grado di dare di nuovo respiro all'azienda, iniettando nuova finanza, in cambio di un passo indietro dell'imprenditore, che però in molti casi non è del tutto estromesso. Il numero delle aziende in situazioni critiche è molto alto, così come il valore dei loro debiti nei confronti del sistema bancario.

Lo stock di crediti deteriorati sui libri delle banche italiane, dopo un picco a 341 miliardi di euro lordi nel 2015 si è ridotto costantemente sino ad arrivare a 180 miliardi di euro a fine 2018 dai 264 miliardi di fine 2017. Di quel totale di 180 miliardi, le sofferenze (cosiddetti non performing loan o Npl) erano circa 97 miliardi di euro, le inadempienze probabili (cosiddetti crediti unlikley-

# 180

**miliardi di euro**

**Era il valore lordo  
dei crediti deteriorati  
sui libri delle banche  
italiane a fine 2018**

to-pay o Utp) erano 79 miliardi e i crediti scaduti 4 miliardi.

Lo ha calcolato l'ultimo report di PwC sul settore pubblicato a giugno 2019, che ha evidenziato anche che in media circa il 70% delle sofferenze è rappresentato da crediti verso aziende. Il che significa che se si mantiene una percentuale simile sugli Utp, allora sui libri delle banche ci sono circa 60 miliardi di euro di crediti verso imprese in situazione di tensione finanziaria, che però non si è ancora tradotta in una crisi irreversibile.

# 60

**miliardi di euro**

**È il valore dei crediti dubbi verso imprese in difficoltà finanziaria sui bilanci delle banche italiane**

**“Con la nostra società di gestione FVS sgr, in collaborazione con Pillarstone Italy, abbiamo lanciato un fondo a sostegno delle aziende dell’area del Triveneto con modelli di business solidi, ma in temporanee difficoltà finanziarie”.**

**Fabrizio Spagna**  
presidente  
di Veneto Sviluppo spa

Per recuperare questo tipo di crediti non ha senso adottare l’approccio liquidatorio tipico utilizzato nel caso degli Npl, cioè nel caso in cui l’azienda non funzioni più e quindi il suo valore sia rappresentato soltanto dai loro beni. Ha senso invece mettere le mani nelle aziende in modo tale da renderle di nuovo in grado di operare con profitto e di rimborsare i loro debiti. Un lavoro, questo, ovviamente complicato e che richiede un importante sforzo in termini di tempo da parte dei manager che devono prima impostare e poi realizzare un programma di ristrutturazione anche industriale. Per questo è importante che esistano dei fondi specializzati, in grado di lavorare sia sul fronte dell’equity sia su quello del debito, in grado di dialogare con il ceto bancario e di iniettare nuove risorse per riequilibrare la situazione finanziaria e supportare il rilancio dell’attività.



## 04

### **Come i privati possono investire in economia reale**

Investimenti in economia reale come opportunità  
di diversificazione e di partecipazione alla creazione del valore

---

I vantaggi nell'investire in private capital	122
È facile investire in private capital se sai come farlo	126
Il rendimento composto negli investimenti di private capital	131
L'esperienza di Azimut sul private debt	146
L'industria si muove, altre opportunità per gli investitori: gli ELTIF	153



# I vantaggi nell'investire in private capital

I primi 3 capitoli del nostro viaggio alla scoperta del mondo degli investimenti in economia reale ci hanno aiutato ad avere un'idea più precisa dell'approccio a questi investimenti.



Come abbiamo visto, al fine di generare un rendimento per gli stessi investitori, è fondamentale riuscire a spingere le imprese in target verso la crescita e renderle imprese di successo all'interno del loro settore e mercato. E nei casi di imprese già di successo, che si trovano in una fase più matura del loro ciclo di vita, l'obiettivo degli investitori private equity può essere quello di mettere nelle condizioni queste imprese di fare un ulteriore salto per essere ancora più grandi

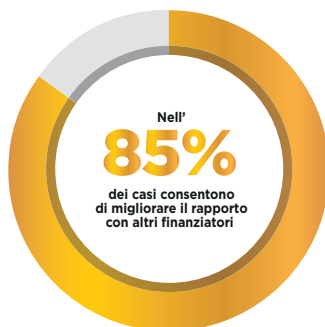
**Gli investitori private equity devono spingere le aziende verso il successo**

e capaci di dominare il proprio mercato. Diventando aziende leader a livello globale.

Innanzitutto, quindi, conta quanto gli investitori istituzionali sono in grado di valutare un'impresa "in carne e ossa" nel contesto del suo mercato reale, di valutare il suo effettivo modello di business, di misurare la capacità dell'imprenditore/ dei manager di far crescere l'attività e il proprio mercato e non soltanto di analizzare sulla carta l'azienda, attraverso la lettura dei suoi bilanci o le informazioni riportate su Bloomberg.

**La valutazione dell'impresa non solo tramite la lettura dei bilanci**

### Gli operatori del private equity e il supporto all'imprenditore



Fonte: Banca d'Italia, Questioni di economia e Finanza n. 41, il private equity in Italia

A vari livelli, e con approcci molto diversi tra loro, gli investitori istituzionali privati investono direttamente nell'economia reale con l'obiettivo di creare valore d'impresa. Solo in un secondo momento si crea il valore finanziario come effetto del primo. Ad esempio con la quotazione, oppure con i disinvestimenti (exit) che avvengono dopo un periodo di aumenti di capitale, nel caso del venture capital e nel private equity.

Questa evidenza ci porta a dire che siamo di fronte ad un approccio di investimento completamente sganciato dagli andamenti dei mercati finanziari quotati tradizionali, nel senso che non è da questi ultimi che dipende la crescita reale (nel senso del fatturato e dei ricavi) delle imprese oggetto degli investimenti. Abbiamo anche visto, con numeri alla mano, che questa crescita impatta a medio-lungo termine direttamente sull'economia reale e sull'occupazione.

**La crescita  
delle imprese  
impatta  
sull'economia  
reale e  
sull'occupazione**



### **Primo obiettivo**

**Se il primo obiettivo  
(cioè quello di  
creare/aumentare  
il valore di impresa)  
non si realizza, allora  
non si crea nemmeno  
il secondo (ottenere  
il rendimento  
per gli investitori)**

Al contrario, molto onestamente, è difficile affermare che l'occupazione in Italia aumenta quando la borsa sale.

Come a dire che la partecipazione degli investitori istituzionali alla vita delle imprese fa bene all'economia del Paese in cui le aziende partecipate operano.

Tali considerazioni ci portano a sottolineare con la dovuta attenzione che anche i privati e i risparmiatori cosiddetti "retail", dovrebbero iniziare a considerare questo universo di investimento come un'opportunità importante per diversificare i propri investimenti in modo più efficiente.

Questo con lo scopo di

**AUMENTARE**

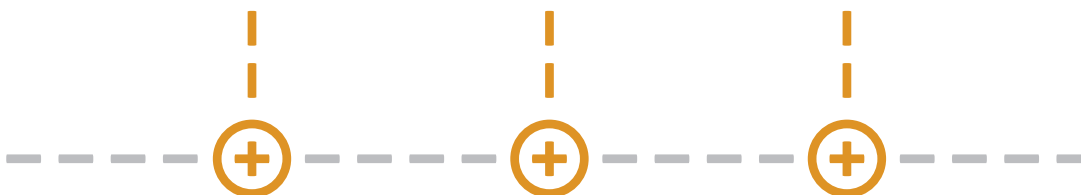
la capacità  
del proprio  
portafoglio  
di ottenere migliori  
ritorni nel tempo

**DIVERSIFICARE**

i propri investimenti  
in modo più efficace,  
scorrelando parte di  
essi dall'andamento  
dei mercati finanziari

**PARTECIPARE**

infine direttamente  
a creare valore per il  
tessuto economico e  
per l'economia reale  
del proprio paese



E non è un caso che il mercato e l'industria di questo settore di investimento si stiano organizzando perchè ciò possa accadere. E cioè che gli investitori “retail” abbiano la possibilità concreta di partecipare, con piccole quote, a investimenti che sono sempre stati una prerogativa esclusiva degli investitori istituzionali.

# È facile investire in private capital se sai come farlo

È dimostrato da più fonti, sebbene le differenze di rendimento varino molto a seconda dei gestori, che nel lungo periodo i rendimenti di fondi che investono in economia reale battono gli investimenti in titoli quotati. I più bravi possono avere performance anche doppie rispetto alla media e poi le performance variano a seconda del tipo di strategia di investimento. In ogni caso, per strategie analoghe, quelle sui private asset battono quelle sui mercati finanziari pubblici. Fosse anche solo per il fatto che un investimento non liquido richiede un premio in cambio dell'impossibilità o difficoltà a liquidare la posizione.

**Nel lungo termine i rendimenti dei fondi di private capital battono in media quelli degli investimenti in titoli quotati, anche in azioni**

## 25%

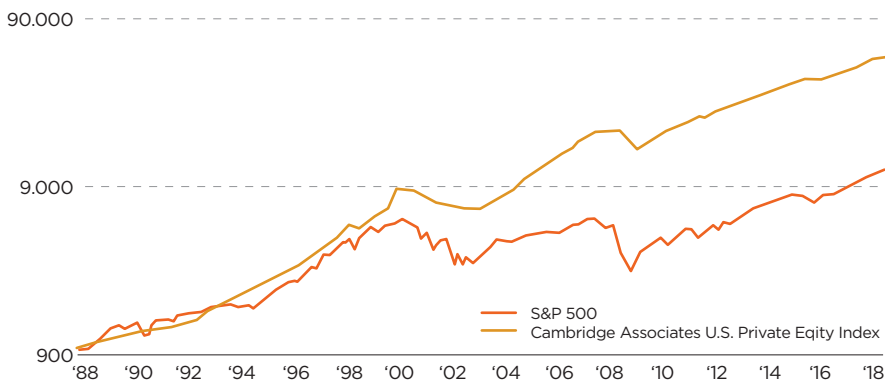
**è il rendimento annuale dei fondi di private equity**

Per esempio, per buoni fondi di private equity di buyout i rendimenti annui sono nell'ordine del 25% all'anno. Per non parlare dei rendimenti dei fondi di venture capital che quando azzeccano un "unicorno", possono partare a casa solo con un disinvestimento una cifra che da sola vale la raccolta di un intero fondo.

Ma anche buoni fondi di private debt oggi sono in grado di offrire rendimenti medi di portafoglio attorno al 5-7%

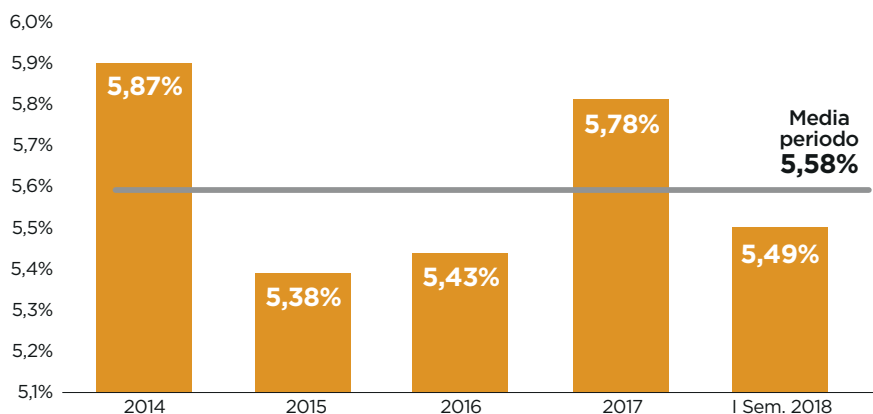
per investimenti a 5-7 anni, pur in presenza di tassi di mercato attorno al 3-4% per le stesse scadenze e per stesse categorie di rischio sui mercati quotati.

## Azionario USA vs. Indice private equity lungo termine



Fonte: Cambridge Associates, Factor Research. Le statistiche dell'indice Cambridge e dell'indice di riferimento negli Stati Uniti si basano su dati raccolti da oltre 1.800 fondi di venture capital di qualità istituzionale formati tra il 1981 e il 2018.

## Tassi di interesse medi del private debt



Fonte: "Il mercato italiano del Private Debt primo semestre 2018". Presentazione Anna Gervasoni

Gli investimenti in fondi di private capital non sono soggetti a variazioni repentine di valore. Per definizione si tratta di investimenti condotti in ottica di medio-lungo periodo, per i quali non viene stimato un valore quotidiano. Certo, i gestori dei fondi hanno un'idea chiara di quanto valgono le partecipazioni nei loro portafogli e alla fine di ogni anno sono tenuti a un test di valutazione e di confronto rispetto al prezzo di carico delle partecipazioni, ma è cosa ben diversa dal pubblicizzare un prezzo ogni giorno. Soprattutto, poi, la valutazione delle partecipazioni viene condotta direttamente sulla partecipazione in questione, indipendentemente da quello che può aver fatto nel frattempo il mercato borsistico o obbligazionario. Certo, in qualche modo le valutazioni delle aziende quotate e l'andamento dei tassi di interesse di mercato qualche tipo di impatto lo possono avere anche sulle valutazioni di società non quotate, ma in maniera molto più indiretta.

La valutazione  
delle  
partecipazioni  
è decorrelata  
dalle oscillazioni  
del mercato  
borsistico  
obbligazionario



**Maggiore  
diversificazione**

**Per ridurre il rischio**

L'investimento in un prodotto di private capital strutturato ad hoc per un investitore retail permette un'adeguata diversificazione del portafoglio e quindi una importante riduzione del rischio. Il fai-da-te nel settore dei private asset può essere molto rischioso per un risparmiatore che voglia investire direttamente in economia reale. Il concetto che deve stare alla base di tutto è la capacità di diversificazione del portafoglio. Questo è certo possibile in maniera anche semplice tramite

le piattaforme fintech, sia sul fronte dell'equity crowdfunding sia su quello del lending, dove le opportunità offerte in piattaforma sono tante e dove è possibile investire anche somme molto piccole su ciascuna opportunità. Molto più difficile è trovare la stessa diversificazione di portafoglio se si vuole investire direttamente al di fuori delle piattaforme fintech. In quel caso si può partecipare a club deal insieme ad altri investitori, ma si parla evidentemente di impegnare cifre molto più sensibili e su un numero di operazioni limitato. Sottoscrivere un prodotto strutturato come fondo di fondi è molto diverso, soprattutto poi se si tratta di un fondo multi-strategia e/o con focus geografico internazionale.

L'investimento in private capital è socialmente utile, perché serve a portare denaro fresco alle aziende nelle quali i fondi vanno a investire. E questo a differenza di quanto accade comprando azioni di aziende quotate in borsa sul mercato secondario.

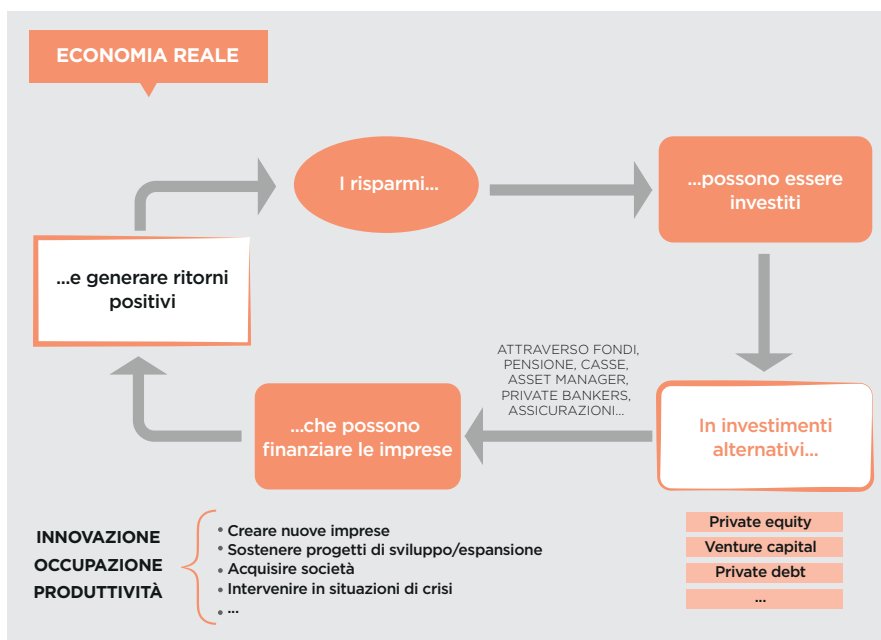
In quel caso chi compra le azioni non porta nulla alle aziende che le emettono. I soldi spesi finiscono nelle tasche dei venditori. Sono gli aumenti di capitale che aiutano le aziende, così come i finanziamenti a medio-lungo termine che servono a finanziare investimenti produttivi oppure finanziamenti a breve che servono a supportare il circolante, quando il sistema bancario non può andare oltre un certo livello di esposizione. È una considerazione

**Il private capital  
per portare  
denaro fresco  
alle aziende**



che può avere un suo peso: se a fronte dell'impegno di una stessa quantità di denaro sappiamo che il nostro denaro va a supportare la crescita dell'economia reale perché non farlo? L'esborso è lo stesso e il ritorno sarà non solo economico per noi, ma per il paese.

## Il risparmio nell'economia reale



Fonte: AIFI: Il risparmio gestito verso l'economia reale: il ruolo del Private Debt 2018

# Il rendimento composto negli investimenti di private capital

La capitalizzazione degli interessi è un plus nell'investimento di lungo periodo

Quando parliamo di tempo, c'è un fattore molto interessante che noi tutti conosciamo ma che faticiamo a visualizzare su un orizzonte temporale lungo. È la ricapitalizzazione degli interessi. Sappiamo tutti che se un'azienda è cresciuta del 10% il primo anno e del 10 % il secondo anno, in totale questa azienda è cresciuta del 21% e non del 20%. Questo effetto si amplifica nel corso del tempo. Con impatti piuttosto significativi. Un'azienda appena nata ha dei tassi di crescita elevatissimi. Nella sua prima fase di vita essa parte da zero e la crescita è la condizione necessaria per poter sopravvivere.

Nel corso del tempo, l'azienda diminuisce il suo tasso di crescita, proprio perché non potrà mantenere lo stesso incremento dell'inizio, quando parte da zero. E parliamo qui di aziende che vanno bene.

Se applichiamo questi stessi valori di crescita a un valore aziendale, quello che succede è che a fronte di tassi di incremento molto elevati nella primissima fase del ciclo di vita, la stessa azienda in realtà cresce molto poco in termini assoluti. Anche se nei primi anni raddoppio, il risultato è sempre comunque un valore basso, proprio perché parto da valori bassi. Se moltiplico per 2 una cosa che è "poco", otterrò sempre qualcosa di "poco".

Nel corso del tempo accade però che questa crescita si accumula con l'interesse capitalizzato. Questo effetto fa diventare molto più significativa una crescita in termini assoluti, nel tempo, anche in presenza di tassi di crescita più bassi rispetto alle fasi iniziali. Chi ha saputo aspettare, quindi, usufruisce di questo effetto, che è quello dell'interesse capitalizzato. Il fattore determinante che gioca a favore dell'investitore, è quindi il poter mantenere nel tempo l'investimento, senza cedere.

**Gli italiani hanno sempre utilizzato strumenti alternativi: il mattone è quello più diffuso**

**“I nostri clienti sono più a loro agio nell'investire in attività liquide e molto meno a investire in attività illiquide diverse dagli immobili. Ma se possono contare su un'altra fonte continuativa di reddito, mettono al lavoro l'eccedenza in private capital in un'ottica di diversificazione”.**

**Elena Giordano**  
partner di Albacor

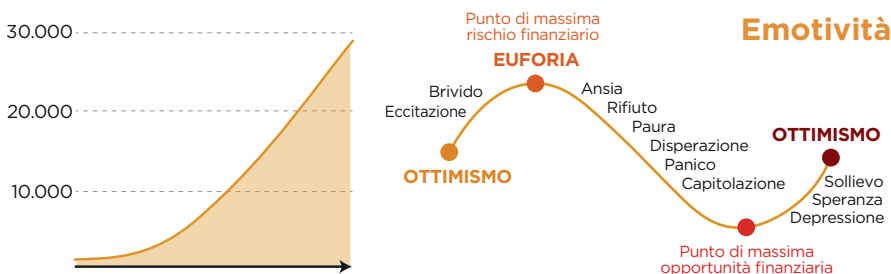
Gli italiani per anni hanno sempre pensato che comprare immobili fosse di gran lunga l'investimento migliore, rispetto agli investimenti in borsa. Al posto di vedere i prezzi delle case gli investitori hanno sempre pensato di più al fatto che l'immobile mantenesse nel tempo il suo valore, molto di più delle azioni e degli investimenti finanziari. Il “mattone” si tocca, ce l'ho lì davanti tutti i giorni, mentre le azioni un giorno salgono e un giorno scendono... e l'altro risalgono. Le case non perdono mai. Salgono sempre di valore. In Borsa invece si perde...! Il fatto è che se non vedo i prezzi (l'illiquido per definizione non è quotato) non mi concentro sulle loro variazioni e quindi non mi faccio l'idea che quell'investimento sia rischioso, perchè sale e scende. L'investimento diventa rischioso quando vedo che le quotazioni (liquido) hanno andamenti diversi e vanno su e giù.

Oggi abbiamo gli andamenti dei titoli in tempo reale anche sui nostri telefonini e chiunque, in ogni momento può vedere se il mercato italiano, americano, europeo, asiatico sta scendendo o salendo.

Da un po' di tempo i canali di informazione diffondono periodicamente anche dei report sugli andamenti del settore immobiliare, da cui i proprietari di case possono constatare, magari contrariati, che nella loro città i prezzi delle case sono scesi molto più di quanto potessero immaginare. In questo caso l'osservatore non vede più il valore, ma il prezzo. Ma sicuramente casa propria è un caso a parte... e il suo valore è più alto di quanto dicano le statistiche degli osservatori immobiliari...!

Un grande limite dell'investimento liquido è il fatto che in qualunque momento noi possiamo "premere il bottone" di acquisto o di vendita del nostro investimento, e questo non sempre viene fatto nel momento giusto.

Il nostro grande nemico, che si allea contro di noi e sabota sistematicamente ed in modo prevedibile il raggiungimento dei nostri obiettivi di investimento è l'emotività, che ci porta ad acquistare quando siamo positivi e ci porta a vendere quando siamo negativi.



Questo interrompe il nostro ciclo di investimento e non sempre produce risultati positivi, tant'è che è più facile guadagnare mantenendo nel tempo un investimento che rende il 5% rispetto ad uno che mediamente guadagna il 9%, perchè è più facile che noi interrompiamo quest'ultimo (più rischioso) con azioni legate all'emotività. Investire nella giusta proporzione in attività illiquide, quindi, attiva una sorta di protezione che mette al riparo quegli investimenti e dando all'investitore più garanzie di portare a termine il ciclo di investimento, beneficiando dei rendimenti che si generano attraverso la ricapitalizzazione degli interessi.

**Un portafoglio  
con attività  
illiquide offre  
maggiore  
protezione  
e garanzia  
di rendimento**

**300  
mila**

**sono le aziende  
non quotate in Borsa**

Investire in economia reale significa investire in aziende. Alcune di queste sono quotate in borsa, ma sono solo una piccola percentuale sul totale delle aziende attive sul territorio (340 contro circa oltre 300 mila). Sono circa 140 mila aziende, piccole e medie, che rappresentano la spina dorsale dell'economia del nostro paese, e che rendono ricca l'Italia e la rendono una delle principali economie al mondo, con buona pace del debito pubblico italiano.

Come facciamo a partecipare a questo gruppo di aziende?  
Oggi con l'abbassamento delle soglie minime di ingresso diventa possibile, anche per coloro che non hanno disponibilità finanziarie e patrimoni dell'ordine di milioni di euro (con soglie minime di ingresso pari a 500 mila euro per ogni singolo fondo che investe, l'ordine

di grandezza è facilmente calcolabile considerando che la quota dedicata all'investimento illiquido complessivo non superi una certa percentuale dell'intero portafoglio).

Secondo il rapporto Bankitalia, le famiglie italiane hanno investito nel 2017 60 miliardi di euro in attività finanziarie quotate e ben 600 miliardi di euro in attività non quotate. Questi 600 miliardi sono le attività imprenditoriali che le famiglie italiane hanno sviluppato. Questo ci dà l'idea della potenzialità della domanda di investimento in economia reale che è forte nel nostro paese dal lato imprenditoriale, solo che chi non è imprenditore non ha potuto partecipare allo stesso modo a questa opportunità.

**600**  
**miliardi di euro**

**sono gli investimenti  
in attività non quotate  
registrate nel 2017**

**L'opportunità  
è anche per  
chi non è un  
imprenditore**

La nuova possibilità di accedere agli investimenti in economia reale anche con importi di accesso più "democratici" rende questo mondo ora disponibile a tutti.

E questo rappresenta sicuramente una gran bella notizia, sia per chi investe, sia per la stessa economia che, come abbiamo visto, beneficia anch'essa di questa partecipazione di capitali per crescere, per il bene di tutti.

Proprio in questa logica si sta muovendo Azimut con la sua SGR dedicata al mondo degli investimenti sul private capital: "Azimut Libera Impresa" (di cui ci parla il suo AD Marco Belletti)

## Azimut Libera Impresa SGR, il punto di incontro tra economia reale e risparmio gestito

In Azimut abbiamo capito che dovevamo immaginare qualcosa di nuovo da proporre ai nostri clienti, perché il mondo è cambiato. Da un lato i clienti-investitori cercavano rendimenti più elevati e meno volatili di quelli offerti dai prodotti tradizionali e sono meno propensi ad affidare i loro risparmi da investire appunto sui soliti fondi azionari e obbligazionari. Dall'altro lato i clienti-imprenditori, cercano finanza

“alternativa” per finanziare la crescita delle proprie aziende, sia sul fronte di nuovi capitali sia sul fronte di nuovi finanziamenti, che possa affiancarsi/sostituirsi alle banche. Abbiamo fatto due più due e abbiamo creato Azimut Libera Impresa, il “punto d'incontro tra l'economia reale e il risparmio gestito”, una piattaforma integrata di prodotti e servizi, dedicata a imprenditori e pmi da un lato e investitori e risparmiatori dall'altro, con l'obiettivo di favorire l'immissione di liquidità nell'economia reale al fine di stimolarne la crescita e renderla sostenibile nel tempo, offrendo al contempo opportunità di rendimento e creazione di valore a risparmiatori e investitori. Abbiamo pensato a tutte le possibili fasi della vita di un'azienda, da quella di startup ai primi passi a quella di un'azienda in crescita, a quella di un'a-

zienda matura e anche ai momenti di possibile difficoltà. E abbiamo deciso di “democratizzare” gli investimenti in private assets, aprendo ai clienti retail un mondo tradizionalmente riservato agli investitori professionali, abbassando significativamente le soglie di investimento minime, una vera rivoluzione nel mondo dei prodotti alternativi. Abbiamo più di 1800 consulenti finanziari sul territorio che possono aiutarci

a mettere in contatto domanda e offerta di capitali. Loro sono una delle chiavi di successo di questo progetto e noi saremo al loro fianco per supportarli nella “evangelizzazione” dei private asset. Per il primo prodotto della serie, quello dedicato al private debt che abbiamo lanciato la scorsa estate 2018, abbiamo infatti proposto una soglia di 25 mila euro, ma per i prossimi pensiamo a soglie ancora più basse, intorno ai 10 mila euro. Stiamo facendo

un lavoro importante d'intesa con le autorità di vigilanza, Banca d'Italia e Consob, a tutela di questa categoria di investitori e a garanzia che i nostri prodotti siano in linea con tutte le norme a protezione dei risparmiatori. Contiamo di poter lanciare i primi sul mercato entro l'autunno 2019. Il nostro obiettivo a 10 anni è arrivare a raccogliere 4 miliardi di euro dai privati su una ventina



**Marco Belletti**  
amministratore  
delegato di Azimut  
Libera Impresa SGR

di prodotti in private asset. Tra questi alcuni saranno specificamente dedicati alla clientela retail e altri dedicati a investitori dotati di grandi patrimoni che possono permettersi di investire in fondi chiusi riservati con soglie minime di investimento che vanno dai 100 mila ai 500 mila euro. A entrambi continueremo anche a proporre opportunità di investimento in club deal in pmi o startup come già facciamo e anzi, il fatto di avere una batteria di fondi dedicati ai private asset, ci permetterà anche di offrire ai nostri clienti più affluent la possibilità di coinvestire con i nostri fondi. A tendere, poi, immagino anche fondi chiusi di investimento in infrastrutture e real estate, che andranno a completare la gamma di prodotti di investimento in private asset. In fondo, 4 miliardi di euro di investimenti in asset non quotati su un totale di circa 55 miliardi di asset che Azimut ha attualmente in gestione, sono una piccola frazione, ma significativa. Sono, ritengo, una interessante opportunità di diversificazione per i nostri clienti, grazie anche alla crescente trasparenza degli asset non quotati e alla decorrelazione dagli andamenti dei mercati finanziari quotati, per di più in un contesto normativo sempre più favorevole che prevede l'adozione di politiche fiscali espansive.

La predisposizione degli italiani al private market esiste già ed è rilevante, si pensi che gli investimenti delle famiglie italiane in aziende quotate ammontano a circa 60 miliardi mentre in aziende non quotate arrivano a 10 volte tanto. Purtroppo la maggior parte di questi ultimi è frutto però di operazioni casuali, non organizzate, il che porta a disperdere questa "vocazione". Il nostro obiettivo è quello di strutturare l'offerta di questa asset class in modo da renderla fruibile in

maniera organizzata e stabile a tutti i risparmiatori. L'"illiquidità" è un grande valore che offriamo ai nostri risparmiatori non solo perché permette loro di intercettare rendimenti molto interessanti ma anche perché permette loro di sterilizzare quell'emozione negativa che il più delle volte porta a operare scelte sbagliate sui mercati, soprattutto in momenti caratterizzati da forte volatilità.

E il tutto, dicevo, si può vedere anche dal lato degli imprenditori, che appoggiandosi alla nostra piattaforma possono trovare un compagno di viaggio per la loro azienda in qualunque fase della vita questa si trovi, trovando nella nostra offerta forme di finanziamento diversificate e alternative a quelle tradizionali offerte dal sistema bancario, sempre più difficili da ottenere. Avremo infatti fondi di private debt, di private equity e di venture capital. E questi ultimi investiranno anche nelle primissime fasi di lancio delle startup, conducendo quindi anche i cosiddetti investimenti seed. E per le aziende in difficoltà, quelle i cui crediti sono oggi classificati dalle banche come inadempienze probabili o, all'anglosassone, unlikely-to-pay, potranno trovare una sponda nei nostri fondi, nel momento in cui il modello di business dell'azienda in questione sia ancora buono e quindi la situazione si possa recuperare. Certo, per questo tipo di investimenti, così come per quelli in venture capital, per i quali sono necessarie competenze molto specifiche, delegheremo la gestione a operatori terzi. Per contro, per la maggior parte dei prodotti previsti nel nostro piano ci stiamo attrezzando per costruire dei team di gestione interni dedicati e adeguatamente dimensionati, selezionati tra profili di eccellenza per ciascuna asset class.



# Illiquido è bello

Gli investitori privati italiani sinora hanno avuto poche possibilità di investimento in economia reale. Abbiamo visto così che questi possono investire in campagne di equity crowdfunding e di lending, siano queste relative ad aziende o a progetti immobiliari, e che possono comprare azioni di Spac<sup>24</sup>, una volta quotate sul mercato (non invece in fase di collocamento). Lo stesso vale per altri tipi di veicoli di investimento quotati in Borsa. Sul MIV<sup>25</sup>, il segmento di Borsa Italiana specificamente dedicato ai veicolo di investimento, possono infatti essere quotati, oltre alle Spac, anche fondi di private equity, di private debt, di venture capital, real estate, infrastrutture o fondi di private capital multi-strategia e altri tipi di investimenti in economia reale quali ad esempio i fondi alternativi immobiliari.



24 - tema già affrontato nel capitolo 3.

25 - Mercato telematico dei veicoli di investimento.

Il primo veicolo di investimento è stato M&C di Carlo De Benedetti

Il primo “veicolo di investimento” di questo tipo a essere quotato in Borsa al MIV era stato anni fa Management&Capitali, lanciato da Carlo De Benedetti con l’obiettivo di condurre investimenti di ristrutturazione aziendale, poi avviato all’uscita dal listino e alla sua liquidazione nel 2019. Ma poi nel tempo M&C è rimasta con una sola partecipazione in portafoglio, quella nella tedesca Treofan, specializzata nella produzione di pellicole di polipropilene, poi ceduta a

novembre 2018, mentre M&C si avviava al delisting e alla liquidazione. A oggi quindi l'unico vero fondo di private equity con un portafoglio diversificato di partecipazioni quotato è NB Aurora, gestito dall'asset manager statunitense Neuberger Berman.

NB Aurora ha comprato nel 2018 metà delle quote del Fondo Italiano d'Investimento, il fondo di private equity originariamente gestito da Fondo Italiano d'Investimento sgr, che al momento dell'acquisto contava in portafoglio una ventina di partecipazioni di minoranza in altrettante piccole e medie imprese italiane. L'altra metà delle quote è invece stata sottoscritta da un altro fondo gestito da Neuberger Berman.

**NB Aurora  
a oggi è l'unico  
fondo di private  
equity  
con portafoglio  
diversificato  
di partecipazioni**



**NAV  
(Net Asset Value)**

**è il valore  
della somma  
delle partecipazioni**

In sostanza, quindi, investire in NB Aurora oggi significa investire in quelle partecipazioni, tenendo comunque conto del fatto che per definizione la Borsa prezza le holding con uno sconto rispetto a quello che sarebbe il cosiddetto NAV.

I veicoli di investimento di private capital si trovano quotati anche all'Aim Italia, come abbiamo visto nel caso di molte Spac, ma anche di Digital Magics, H-Farm e L Venture Group, mentre Tamburi Investment Partners è quotata all'MTA (Mercato Telematico Azionario). Possiamo comunque affermare che al momento l'offerta di investimenti in economia reale quotati in borsa è ancora molto limitata. Ma poi, soprattutto, ci sentiamo di sottolineare che, se l'obiettivo è anche quello di investire al riparo dalla volatilità dei mercati finanziari italiani

e globali, allora la scelta di investire in borsa, seppure sui titoli di società di investimento alternativi, non è quella più opportuna, perché i titoli quotati sono comunque esposti all'influenza di variabili esterne macroeconomiche, politiche e di settore.

E non meno importante, sono anche esposti all'impatto continuo di quei sistematici e prevedibili errori di valutazione e di comportamento, messi in atto dagli stessi investitori nelle loro valutazioni, scelte e decisioni di investimento, che sono stati così chiaramente identificati, chiariti ed analizzati dalla "finanza comportamentale".

«L'investitore non può entrare nell'arena del mercato azionario con una speranza di successo se non si dota di armi mentali che lo distinguono per natura – e non per un'affascinante ma illusoria superiorità – dagli operatori di mercato. Una possibile arma è rimanere indifferenti alle fluttuazioni di mercato. L'investitore deve negoziare in “valore” non in “movimenti di prezzo”»

Benjamin Graham

Non servono altri argomenti per affermare e sostenere che si sta aprendo una nuova stagione importante, che porta grandi e positive novità nel panorama degli investimenti.

Un po' come è stato agli inizi degli anni 80, con l'avvento dei fondi comuni di investimento che ha consentito ai risparmiatori di ogni provenienza, livello e capacità di investimento, di investire nei mercati finanziari, ora si apre un nuovo ed importante capitolo.

Allo stesso modo di allora, chiunque potrà aprirsi agli investimenti in economia reale. Chiunque potrà partecipare a investimenti e relativi vantaggi, che sino ad ora sono stati prerogativa dei soli investitori istituzionali e professionali.

Al contempo partecipando direttamente alla crescita economica del Paese in cui queste imprese operano, crescono, e distribuiscono valore, non solo finanziario, ma in termini reali.

**Illiquido è bello.  
per noi e per  
i nostri figli**

**Non Quotato**

**=**

**Valore**

**=**

**Economia Reale**

**Quotato**

**=**

**Prezzo**

**=**

**Mercato Finanziario**

Quando l'illiquido (non quotato) diventa liquido (quotato) allora il valore diventa prezzo, con tutto ciò che ne consegue in termini di andamenti, oscillazioni, volatilità tipici dei mercati finanziari. Vale a dire, quando gli investimenti illiquidi diventano liquidi (cioè diventano investimenti quotati sui mercati finanziari) allora il valore di impresa, che tipicamente è l'obiettivo e l'oggetto degli investimenti di Private Capital, diventa prezzo quotato sul listino. In questo passaggio apparentemente scontato, si passa dall'economia reale al mercato finanziario. E questo salto cambia tutte le regole del gioco.

Mantenere quindi in portafoglio una quota di illiquido è un modo efficace che il risparmiatore ha di proteggere i propri investimenti dalla volatilità dei mercati.

C'è da dire che in questo ultimo anno e mezzo il mercato azionario internazionale è stato sulle montagne russe, mentre i tassi di interesse, seppure in rialzo, si trovano ancora storicamente a livelli molto bassi. Un mix che per i portafogli di strumenti quotati si è rivelato micidiale, soprattutto nel 2018.

La ricerca di soluzioni alternative, dunque, in grado di associare rendimenti interessanti e stabilità di performance ora è più che mai alla ribalta ed è per questo che sempre più asset manager italiani e internazionali stanno proponendo alla clientela privata prodotti di investimento con focus sugli asset alternativi.

**Il private debt è una valida asset class da inserire nel portafoglio per una corretta logica di diversificazione**

I numeri ci confermano che il private debt è un'attività che ha mostrato di avere performance mediamente superiori rispetto ad attività finanziarie più tradizionali dei mercati quotati, affini per profilo di rischio-rendimento (ad esempio i BTP).

Anche per questo motivo possiamo dire che il private debt ha le carte in regola per essere considerata come una valida asset class da inserire in una logica di investimento e di diversificazione del portafoglio anche per un investitore non istituzionale o professionale.

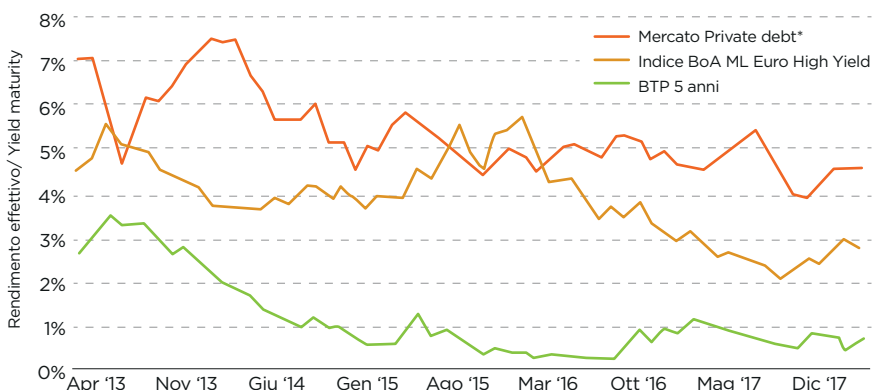


### **Portafogli con mix**

**di strumenti genera  
rendimenti  
più interessanti**

Ma le stesse considerazioni le possiamo estendere alle altre tipologie di investimento in economia reale che abbiamo incontrato sinora durante il nostro “viaggio”.

## I rendimenti del Private Debt e dei mercati quotati



Fonte: Anthilia, Bloomberg, fred.stlouisfed.org. Dati al 30/04/2018 \*Media mobile 3 mesi. In “Il mercato italiano del Private Debt primo semestre 2018. Presentazione Anna Gervasoni

Lo scorso luglio, il gruppo Azimut ha lanciato il fondo Azimut Private Debt, il primo fondo di questo tipo dedicato agli investitori retail e distribuito dalla rete di consulenti finanziari e wealth manager del gruppo. Il fondo, gestito da Azimut Capital Management sgr, ha come advisor P&G sgr, DeA Capital Alternative Funds sgr e Green Arrow Capital sgr. Ma come abbiamo letto nella testimonianza di Marco Belletti, Ad. di Azimut Libera Impresa, questo è stato solo il primo assaggio, perché Azimut ha in programma tutta una serie di progetti sul tema.

## Azimut Capital Management: il suo primo fondo di private debt

Conosco investitori professionali che negli anni si sono costruiti portafogli molto diversificati di investimenti in private capital, sia dal punto di vista delle annate di lancio dei vari fondi sia dal punto di vista del tipo di strategie, che vanno dal private equity, al private debt, al venture capital.

Sono portafogli che hanno quasi sempre battuto i ritorni degli investimenti sugli strumenti quotati e hanno il vantaggio di ritornare ogni anno agli investitori l'equivalente del 15-20% dell'investimento cumulato. Questo perché i portafogli sono stati costruiti anno per anno, sottoscrivendo quote di fondi che via via venivano lanciati e che quindi via via oggi rimborsano capitali ai loro sottoscrittori. Sembra un paradosso, ma investimenti che erano stati fatti in fondi considerati illiquidi, nella pratica si sono trasformati in un investimento liquido. Ma questo è stato possibile, ripeto, perché si tratta di addetti ai lavori, appunto investitori professionali. Un normale risparmiatore non ha accesso a quei fondi. E ritengo che sia un peccato. Per questo ho proposto ad Azimut di immaginare

una serie di prodotti che potessero replicare quelle strategie.

Abbiamo deciso di iniziare dal prodotto più semplice da capire per un non addetto ai lavori e quindi dal private debt, che è un asset peraltro in grado di ripagare sin da subito dei flussi costanti agli investitori. Il

fondo, che ha una soglia di investimento minima di 25 mila euro, quindi molto bassa per un fondo di private capital, è stato distribuito dalla rete di consulenti finanziari e wealth manager del gruppo Azimut. Si è trattato del primo esperimento di questo tipo in Italia, ma per quanto ne so anche in Europa. E abbiamo intenzione di replicarlo con altri prodotti che verranno proposti ogni anno, in modo tale da permettere ai nostri clienti di aumentare via

via l'esposizione al private capital, variando l'anno di lancio dei fondi, e quindi eventuali esposizioni a variabili macroeconomiche esogene, e variando contemporaneamente anche la strategia di investimento e quindi il profilo di rischio e di rendimento.

Se uscissimo per esempio per cinque anni di seguito con due proposte all'anno e un nostro cliente



**Fermo Marelli**  
Gestore del fondo  
**Azimut Private debt.**  
**Azimut Capital**  
**Management Sgr**

le sottoscrivesse tutte per 50 mila euro ciascuna, allora in 5 anni potrebbe investire 500 mila euro in private capital, che è una cifra pari spesso al taglio minimo dell'investimento in strumenti di private capital, con la differenza che quei 500 mila euro, invece di essere tutti concentrati in un unico fondo e in un'unica strategia saranno distribuiti su più fondi, con un effetto importante di riduzione del rischio e sull'aumento della liquidità.

Questo primo fondo si focalizza, dicevo, sul private debt e investe in strumenti di debito di aziende europee. Il fondo è gestito da Azimut Capital Management sgr, che ha però conferito la delega di gestione a P&G sgr, DeA Capital Alternative Funds sgr e Green Arrow Capital sgr per i loro settori di specializzazione.

Il fondo conduce investimenti diretti in strumenti di debito, ma anche investimenti in quote di fondi o altri veicoli di investimento alternativi di tipo chiuso e di tipo aperto. Il fondo ha una durata di 7 anni più eventualmente altri 3 anni e potrà reinvestire i flussi di rimborso dei finanziamenti entro la data di scadenza del fondo. In ogni caso si impegna a pagare ai sottoscrittori un flusso costante di denaro pari ad almeno il 2% all'anno per i primi 4 anni e poi rimborserà il capitale più l'eventuale sovrarendimento nei successivi tre anni. In particolare l'obiettivo di rendimento del fondo per i nostri investitori, al netto delle commissioni di gestione dell'1,5% all'anno, è di oltre il 5%, con-

siderando anche che i gestori incasseranno un carried interest del 10% al di sopra di un rendimento minimo del fondo (cosiddetto hurdle rate) del 3%, in modo da allineare gli interessi di gestori e investitori.

In particolare questo primo fondo cercherà di investire in un segmento di attività per il quale esiste una certa scarsità di capitali a disposizione e che per questo motivo paga un premio per l'illiquidità maggiore rispetto ad altri segmenti, a parità di merito di credito degli emittenti. E questa filosofia sarà replicata anche dai prossimi fondi che lanceremo, in modo tale da aumentare il rendimento del portafoglio mantenendo un profilo di rischio entro i limiti che si siamo dati al momento della strutturazione del prodotto, pensando a un pubblico di investitori retail.

Il tutto tenendo conto del fatto che i fondi destinati alla clientela non sono a chiamata come i normali fondi di private capital, ma richiedono che gli investitori versano tutto il capitale in un'unica soluzione al momento della raccolta del fondo. Questo ovviamente crea un problema ai gestori dei fondi, perché sino a quando tutti i capitali non sono investiti, restano fermi in liquidità e quindi vanno a impattare in maniera negativa sul calcolo delle performance complessive. Quindi tanto più si prevede un mix di asset nei quali è facile e veloce il processo di investimento, tanto prima il fondo potrà utilizzare la sua potenza di fuoco e quindi ottenere migliori performance.



## L'esperienza di Azimut sul private debt

**120**  
**milioni di euro**

**è la raccolta  
del primo fondo  
di private debt  
di Azimut**

Sono più di 2.000 gli investitori “retail” che hanno investito nel fondo Azimut Private Debt.

Il closing del fondo è avvenuto al raggiungimento dei 120 milioni di euro, a fine Aprile 2019.

Il fondo Azimut Private Debt ha rappresentato una concreta e unica occasione di investire in economia reale per potenziali investitori di profilo “retail”. Cioè investitori non istituzionali/professionali, che hanno potuto approfittare di una soglia di ingresso pari a 25 mila euro (ricordiamo che le soglie minime di investimento per i segmenti istituzionali e professionali sono da 500 mila euro in su) con una durata dell’investimento di 7 anni, prorogabile di altri 3 anni successivi.

L’esperienza diretta sviluppata sul campo da alcuni dei migliori professionisti della consulenza finanziaria che operano in Italia, che hanno seguito i clienti in questa operazione, è interessante perchè ci mostra quali sono gli aspetti chiave che emergono, il più delle volte, quando si valuta di investire una parte del proprio patrimonio in attività illiquide e con un orizzonte temporale a lungo termine.

Un tipo di cliente che, va sottolineato, non è abituato a queste tipologie di investimento, a differenza degli investitori istituzionali e professionali.

Dalle testimonianze raccolte da alcuni Top Private Banker, che hanno avuto modo di incontrare decine di clienti, con l'obiettivo di raccontare loro le caratteristiche dell'investimento e i motivi per cui dedicare una piccola quota dei loro investimenti al private debt poteva risultare una scelta vincente. Da queste esperienze dirette derivano interessanti percorsi di "lettura" che potremmo noi stessi seguire per focalizzare bene la cosa, immaginando di metterci nei panni di quei clienti.

I punti di seguito sono principalmente legati al contesto di mercato del 2018 e riprendono argomentazioni che hanno favorito la focalizzazione del tema tra consulente e cliente.

La scelta vincente è quella di destinare una piccola quota del patrimonio al fondo di private debt

In che modo e perchè una quota di private debt può migliorare l'assetto del nostro portafoglio di investimento?

Debito Privato vs Debito Pubblico: iniziamo a chiederci se il rischio Italia ci riguarda più da vicino.

Per prima cosa, è interessante notare come spesso i clienti di banche o SIM non realizzano come alcune attività che tradizionalmente sono sempre state vissute come attività finanziarie "sicure", siano diventate in realtà attività rischiose, soprattutto se presenti in certe quantità in portafoglio. Come primo passaggio può essere utile guardare a quanto e quale rischio si nasconda nel proprio portafoglio, una volta analizzata la sua composizione e perchè questo potrebbe essere uno degli elementi pericolosi da "neutralizzare", al fine di assicurare una diversificazione più efficiente.

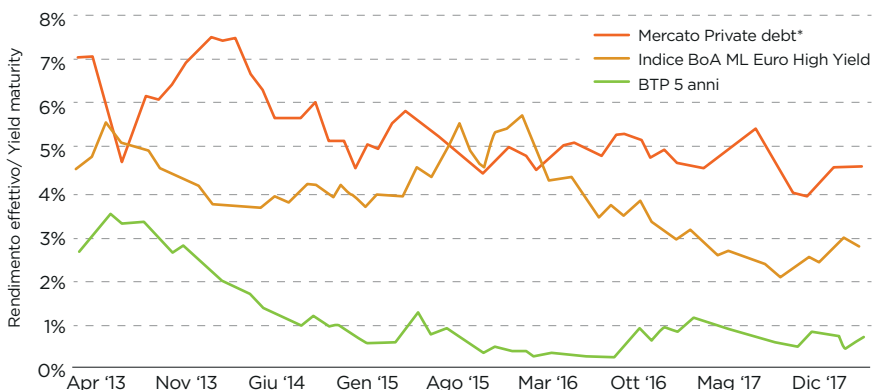
Se poi abbiamo già subito perdite in tal senso è ancora più evidente.

I CDS ci confermano che il debito delle aziende italiane è valutato come più sicuro del debito dello Stato italiano. E noi aggiungiamo che questo non è un dettaglio da trascurare se siamo investiti in queste attività, a livello di risparmio amministrato o di risparmio gestito, dato che stiamo comunque parlando del nostro risparmio e dei nostri investimenti! Se poi allo stesso tempo confrontiamo i titoli di stato con il mercato del private debt vediamo, come abbiamo sottolineato in precedenza, che i rendimenti per gli investitori sono decisamente più interessanti rispetto alle obbligazioni e Titoli di Stato nel medio periodo.



**Sta per Credit Default Swap, è un contratto finanziario cosiddetto derivato, in sostanza è un'assicurazione contro il rischio di insolvenza di un'azienda che emette obbligazioni**

## I rendimenti del private debt battono quelli dei bond tradizionali



Fonte: Anthilia, Bloomberg, fred.stlouisfed.org dati al 30/04/2018, in Il mercato italiano del Private Debt nel primo semestre 2018. Presentazione di Anna Gervasoni AIFI.

Questo, oltre a contribuire a finanziare la crescita di aziende sane e con un forte potenziale, che operano nel nostro paese (e in Europa) e non a coprire il buco del debito pubblico accumulato dall'Italia negli anni.

Il rapporto tassi/prezzi/durata finanziaria è l'altro elemento centrale che è importante focalizzare quando ci chiediamo quanto e quale rischio abbiamo nel nostro portafoglio finanziario effettivo e in che modo una quota di investimento in economia reale, nella fattispecie nel private debt, può migliorare da subito l'assetto e la diversificazione della nostra "asset allocation". È noto che i prezzi delle obbligazioni risentono molto dell'andamento dei tassi di interesse. È anche noto che questa "sensibilità" aumenta con la durata finanziaria dell'obbligazione.

La sensibilità dei corsi all'aumento dei tassi

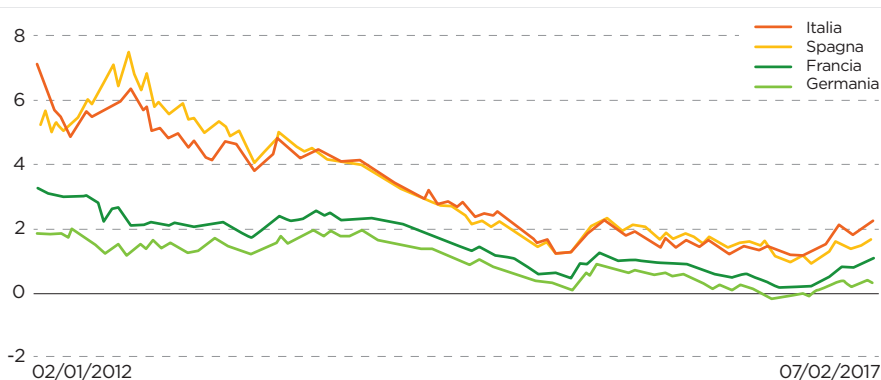
SHOCK AI TASSI D'INTERESSE	BTP 2 ANNI	BTP 5 ANNI	BTP 10 ANNI	BTP 30 ANNI
0,10	-0,2	-0,5	-0,9	-1,9
0,25	-0,5	-1,2	-2,3	-4,8
0,50	-0,9	-2,4	-4,5	-9,5
0,75	-1,4	-3,6	-6,8	-14,3
1,00	-1,8	-4,8	-9,1	-19,1
1,50	-2,7	-7,2	-13,6	-28,6
2,00	-3,6	-9,5	-18,4	-38,1

Fonte: Advise Only

Si vede dalla tabella sopra ad esempio come al crescere di un punto del tasso di interesse, il prezzo di un BTP a 2 anni, scende dell'1,8%, quello di un BTP a 5 anni scende del 4,8%, quello di un BTP a 10 anni del 9,1 %, etc., etc. Ed è successo davvero.

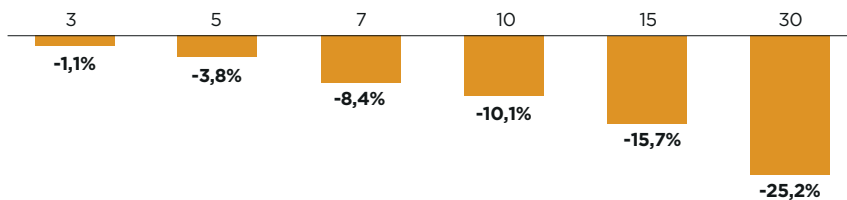
Il primo rialzo dei tassi del 2017 ha generato una discesa del prezzo dell'8,4% su un BTP a 7 anni (7 anni è anche la durata dell'investimento illiquido nel fondo Azimut Private Debt).

### L'andamento dei tassi 2012-2017



Fonte: Plus-Advise Only.

### Il calo dei BTP al primo rialzo dei tassi 2017



#### Prezzi

06 agosto 2016

100,372	101,009	102,403	100,690	103,077	127,727
---------	---------	---------	---------	---------	---------

07 febbraio 2017

99,312	97,201	93,811	90,542	86,891	95,487
--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fonte Plus-Advise Only

Quali considerazioni possiamo trarre quindi?

Come abbiamo visto, la valutazione dell'opportunità di investire in economia reale per un investitore retail, nella fattispecie nel private debt, deve necessariamente partire dal contesto attuale e dall'impatto che ha sulle sue scelte di investimento.

Se nel nostro portafoglio abbiamo obbligazioni con durata medio lunga, togliere dal portafoglio una quota di rischio di subire perdite sulla parte obbligazionaria, all'aumento dei tassi, e contemporaneamente agire sulla leva della maggior capacità di ottenere ritorni interessanti usando strumenti dalle logiche di investimento diverse, possono diventare fattori chiave della scelta, oltre che essere argomenti importanti.

Questi argomenti, infatti, vanno bene sia per posizioni di difesa che per posizioni di attacco.

Alla fine, si tratta di rendere più efficiente la diversificazione attraverso una quota di non-quotato disponibile (e a numero chiuso). Il rendimento del BTP a 7 anni (stessa durata dell'investimento in private debt,) ci aiuta a inquadrare bene il tema. Miriamo quindi ad una miglior performance e allo stesso tempo un abbassamento del livello di rischio dei nostri investimenti. Due piccioni con una fava.

Se siamo investitori retail, per investire consapevolmente in economia reale dobbiamo innanzi tutto capire quali sono le aree di miglioramento del nostro attuale portafoglio di investimenti.

E soprattutto capire quale porzione può rimanere investita più a lungo termine.

In questo senso è fondamentale essere seguiti dal proprio Consulente Finanziario che ci aiuterà a focalizzare bene il tema da diversi punti di vista.

Non dobbiamo dimenticare poi che gli investimenti in economia reale sono classificati come investimenti complessi (ai sensi della Comunicazione Consob del 2014) e che come tali richiedono consapevolezza ed informazione adeguata rispetto al proprio profilo di rischio come investitore e rispetto alla quota investibile in attività illiquide, in relazione all'ammontare complessivo dei nostri investimenti finanziari.

Anche per queste ragioni la consulenza del Consulente Finanziario di fiducia è oltremodo necessaria.

Cambiare è logico quando è opportuno. Una migliore performance per l'investitore è ottenibile solo con strumenti diversi, che rispondono a logiche di investimento diverse. E questa può essere una cosa buona, oltre che opportuna, soprattutto in momenti in cui il mercato è molto volatile e i ritorni sono sempre più difficili da ottenere senza esporsi a rischi più elevati.

# L'industria si muove, altre opportunità per gli investitori: gli ELTIF

il mercato italiano sta iniziando a scoprire altre soluzioni per gli investimenti, tra questi gli Eltif<sup>26</sup>.

Questo perché la normativa italiana si è adeguata soltanto un anno fa alle disposizioni del Regolamento europeo sugli Eltif varato nel 2015, che ha fissato le caratteristiche di base di questi nuovi strumenti, nati per far affluire più risorse su progetti di infrastrutture di trasporto, di produzione sostenibile o distribuzione di energia, di social housing e ospedali oppure a supporto della crescita delle piccole e medie imprese.



26 - European Long-Term Investment Fund, cioè fondi di investimento alternativi chiusi di diritto europeo che hanno un'ottica temporale di lungo termine e che sono sottoscrivibili anche dagli investitori privati, perché sono concepiti tenendo conto di una serie di criteri che in qualche modo ne limitano i rischi.

**“Stiamo ragionando su prodotti finanziari che siano strutturati come Eltif, quindi con una serie di protezioni per gli investitori prestabilite a monte”.**

**Richard Damming**

Schroder Adveq  
Investment

In sostanza, gli Eltif sono stati concepiti per essere la soluzione più adatta per canalizzare sull'economia reale i risparmi a lungo termine della clientela privata e in particolar modo di quella del private banking, cioè i privati dotati di patrimoni di una certa dimensione e quindi potenzialmente più in grado di prendersi rischi di investimento tipici del private capital e di mantenere impegnati i capitali a lungo termine. Non a caso in genere questi prodotti richiedono comunque tagli di investimento minimi attorno ai 100 mila euro.



Negli ultimi mesi si sono rincorsi annunci di prodotti di investimento in private asset dedicati ai retail da parte di vari asset manager, anche non strutturati come Eltif e quindi con i livelli di protezione minimi fissati per quei prodotti.

Insomma, oltre al fai-da-te quando si può, ora gli investitori retail iniziano ad avere a disposizione tutta una serie di prodotti studiati per loro e con focus sui private asset, per inserire quindi nel loro portafoglio di investimenti anche una quota più specificamente legata all'andamento delle piccole e medie imprese non quotate, italiane ma anche europee o del resto del mondo, un parterre di imprese, e di rendimenti, alle quali sinora avevano accesso soltanto gli investitori istituzionali o gli investitori private con grandissime possibilità economiche.

**Maggiori rendimenti e vantaggi fiscali portano masse maggiori a supporto dell'economia reale**

I vantaggi in termini di rendimenti nel lungo termine, li abbiamo visti nei capitoli precedenti, così come i rischi legati al dover impegnare il proprio denaro per un certo periodo di tempo. Ma il gioco sembra davvero valere la candela. Almeno a sentire i commenti degli investitori istituzionali che da anni hanno scoperto questo tipo di asset class. Peraltro oggi in molti casi ci sono anche vantaggi fiscali importanti legati a questi investimenti (si veda il cap. 5), con la conseguenza che sempre più masse di risparmio privato potranno andare a supportare direttamente la crescita economica delle aziende di piccole e medie dimensioni, che sono poi quelle che fanno davvero la forza dell'Italia.



05

## **La fiscalità degli investimenti in economia reale**

Gli incentivi e le novità fiscali



Tutti gli incentivi fiscali  
agli investimenti dei privati in economia reale

156

# Tutti gli incentivi fiscali agli investimenti dei privati in economia reale

## Legge di Bilancio 2019

**ha aumentato le agevolazioni fiscali**

A spingere gli investimenti, anche dei privati, in economia reale, negli ultimi anni ci si è messo anche il governo. Sia quello attuale sia quelli precedenti, a indicare che l'obiettivo di supportare la capitalizzazione e il finanziamento dello sviluppo delle piccole e medie imprese e delle startup è ormai considerato una priorità di politica economica.

Così, il fai-da-te dell'investimento tramite piattaforme fintech e/o tramite investimenti diretti in startup innovative e in pmi innovative viene premiato con agevolazioni fiscali importanti ai fini dell'imposta sui redditi. La Legge di Bilancio 2019 ha aumentato ulteriormente questi incentivi, ma solo per il 2019, portando dal 30% al 40% l'aliquota delle agevolazioni fiscali previste per la prima volta dal cosiddetto Decreto crescita bis del 2012 (Decreto legge n. 179/2012) per tutti i soggetti Irpef ed Ires che investono in startup e pmi innovative. Nel dettaglio, i beneficiari delle norme sono le persone fisiche, che godono della detrazione Irpef, e le persone giuridiche, per le quali è prevista la deduzione Ires. L'efficacia delle nuove aliquote per l'anno fiscale

2019 è subordinata però all'autorizzazione della Commissione europea, che alla data in cui questo libro va in stampa non è ancora stata concessa. La stessa autorizzazione era stata chiesta e accordata dalla Commissione sia in relazione alle aliquote originariamente previste del 19% per le persone fisiche e del 25% delle persone giuridiche su un investimento massimo di 500 mila euro all'anno in vigore per l'anno fiscale 2016 sia in relazione alle aliquote portate al 30% a partire dal 2017 su investimenti minimi di un milione e di 1,8 milioni, rispettivamente per i soggetti Irpef e per quelli Ires.

**Soggetti  
IRPEF possono  
detrarre il 40%  
dell'investimento  
effettuato**

**Soggetti IRES  
deducono il 40%  
dell'investimento  
effettuato**

Più precisamente, le persone fisiche hanno il diritto a detrarre nella loro dichiarazione dei redditi annuale un importo pari al 30% (40% appunto solo per il 2019) dell'investimento effettuato nel capitale di startup o pmi innovative entro un limite massimo di un milione di euro all'anno, con un periodo minimo di mantenimento dell'investimento pari a 3 anni. Ciò significa che su un investimento massimo detraibile di un milione di euro per ciascun periodo di importo agevolato, il risparmio massimo conseguibile è di 300 mila euro all'anno (400 mila nel 2019).

Le società da parte loro hanno diritto a dedurre dal reddito imponibile complessivo un importo pari al 30% (40% solo per il 2019) dell'investimento effettuato nel capitale startup o pmi innovative entro un limite massimo di 1,8 milioni, con obbligo di mantenimento dell'investimento per almeno 3 anni.

Sempre la Legge di Bilancio 2019 prevede per il 2019 la possibilità di fruire, da parte dei soggetti Ires diversi da startup innovative, di una maggior deduzione pari al 50% della somma investita per gli investimenti che comportano l'acquisizione dell'intero capitale sociale di una startup innovativa, a condizione che lo stesso investimento sia mantenuto per almeno 3 anni. Ma attenzione, gli incentivi per gli investimenti in startup e pmi innovative valgono anche nel caso di investimenti indiretti per il tramite di fondi di investimento e altre società che investono prevalentemente in startup o pmi innovative. E quindi il beneficio fiscale può essere usufruito anche da chi sottoscrive quote di fondi di venture capital o di private equity che nel loro regolamento prevedano un focus prevalente (70%) su questi investimenti. Lo ha detto chiaro l'Agenzia delle Entrate nella sua circolare n. 16/E del 11 giugno 2014.



### Gli incentivi

**valgono anche  
nel caso  
di investimenti  
indiretti**

Da un punto di vista pratico, il contribuente persona fisica dovrà compilare nel suo Modello Unico il rigo "RP80 - Detrazione per investimenti in start up (Quadro RP, sezione VI)", mentre i soggetti Ires dovranno inserire gli importi investiti nel Quadro RS del Modello Redditi SC.

Sul fronte degli investimenti in prestiti alle pmi o alle startup, l'aliquota applicata ai privati che investono tramite piattaforme fintech è quella del 26%, analoga a quella applicata ai rendimenti degli altri strumenti finanziari

diversi dai titoli di Stato, per i quali invece si sa l'aliquota è soltanto del 12,5%. Gli investimenti in prestiti erogati da privati tramite piattaforme fintech sono stati assimilati a quelli degli altri strumenti finanziari soltanto di recente, con la Legge di Bilancio 2018. Prima, invece, veniva applicata l'aliquota marginale applicata ai redditi personali. La modifica era stata chiesta a gran voce da tutte le piattaforme dedicate al lending da parte di privati ed era uno dei temi che erano stati sollevati da AssoFintech in occasione dell'audizione alla Camera nel novembre 2017 nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul fintech.

L'aliquota al 26% per i privati riguarda tutti gli altri redditi derivanti da investimenti in strumenti finanziari e quindi anche i rendimenti delle quote dei fondi chiusi di investimenti, i dividendi delle società di investimento di cui si è azionisti, così come i rendimenti degli investimenti in Spac o obbligazioni di pre-booking company o derivanti da investimenti in azioni e obbligazioni di società quotate o non quotate. Con la sola differenza che, nel caso di azioni di startup innovative o pmi innovative, o quote di fondi o di società di investimento con focus prevalente su startup e pmi innovative, valgono le detrazioni di cui abbiamo parlato più sopra. Un appunto importante, però, va fatto sul trattamento fiscale degli investimenti in quote di PIR<sup>27</sup>. Questi strumenti, che possono essere fondi di investimento o gestioni patrimoniali, sono di norma proposti con una strut-



27 - PIR = Piani individuali di risparmio

tura aperta e quindi molto diversa dalla tipica forma dei fondi chiusi che investono in private capital. Tuttavia la ratio della Legge di Bilancio 2017 (art 1, commi da 100 a 114), che li ha istituiti, era quella di creare dei veicoli di investimento dedicati agli investitori privati che ne canalizzasse le risorse su aziende italiane di piccole e medie dimensioni, preferibilmente non parte dei principali indici di Borsa, e anzi, anche non quotate. Insomma, l'idea era finanziare l'economia reale e per aiutare i PIR a decollare era stato previsto un interessante incentivo fiscale per le persone fisiche e cioè l'esenzione totale dal pagamento dell'imposta del 26% sui redditi da capitale derivanti dagli investimenti in PIR, a patto che l'investimento fosse mantenuto in portafoglio per almeno 5 anni, per un investimento massimo di 30 mila euro all'anno entro un limite complessivo di 150 mila euro.

## Esenzione fiscale

**La legge dice che chi investe in un fondo PIR non paga l'aliquota del 26% su quei redditi da capitale, se mantiene il fondo in portafoglio per almeno 5 anni, per un investimento massimo di 30 mila euro all'anno**



28 - STAR è il segmento del mercato MTA di Borsa Italiana dedicato alle medie imprese che rispettano alcuni requisiti di eccellenza  
29 - Aim Italia è il mercato non regolamentato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese.

Tuttavia, si sa, le cose non sono andate proprio così, perché, se è vero che l'incentivo fiscale ha effettivamente aiutato i PIR a decollare, poi le risorse dei PIR non sono andate in maniera massiccia laddove avrebbero fatto meglio e cioè sulle pmi non quotate, ma è piovuto sul bagnato. A incassare i soldi dei PIR sono stati il mercato secondario dei titoli quotati allo Star<sup>28</sup> e in seconda battuta di quelli quotati all'Aim<sup>29</sup> Italia, in particolare le Spac, ma né fondi chiusi specializzati né le pmi e

le startup direttamente hanno visto l'ombra di un PIR. Questo perché le norme istitutive dei PIR lasciavano ampi margini di manovra ai fondi in questo senso, con i gestori che hanno quindi preferito investire in titoli liquidi, come d'altra parte vengono spinti a fare dai loro regolamenti UCITS. Per questo motivo il governo ha voluto apportare delle correzioni alla materia e con la Legge di Bilancio 2019 ha stretto le maglie.

Gli investitori dei PIR si troveranno ad avere quote di fondi che avranno un'esposizione maggiore all'economia reale, pena il non rientro nei criteri che danno diritto all'agevolazione fiscale.

In particolare, il cosiddetto Decreto sui PIR (Decreto 30 aprile 2019. Disciplina attuativa dei piani di risparmio a lungo termine), che è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 7 maggio 2019, prevede che il 3,5% dell'ammontare complessivo di ciascun PIR dovrà essere investito in quote o azioni di fondi di venture capital o di fondi di fondi di venture capital. E questo accadrà sin da subito, senza nessun tipo di approccio graduale, come era stato a un certo punto proposto nelle bozze del Decreto Crescita, dal quale poi era stata stralciata quella parte. Il Decreto PIR è il decreto attuativo delle norme contenute nella Legge di Bilancio 2019 che ridefiniscono le regole di investimento alle quali si devono attenere i PIR per ottenere gli sgravi fiscali previsti dalla Legge di Bilancio 2017 (art 1, commi da 100 a 114).

**3,5%**  
in venture capital

**È la quota di patrimonio che ciascun PIR deve investire in fondi di venture capital per poter essere classificato come PIR e dare diritto all'esenzione fiscale ai propri sottoscrittori**



# Ringraziamenti

*Questo lavoro è stato possibile grazie al contributo di diversi colleghi, partners, testimoni privilegiati, protagonisti del settore, che hanno messo a disposizione la loro diretta esperienza sui vari argomenti affrontati nei diversi capitoli del libro.*



**Marco Belletti**

Amministratore Delegato di  
Azimut Libera Impresa SGR



**Andrea Bianchi**

Direttore Generale  
di Confidi Systema!



**Andrea di Camillo**

Managing partner  
di P101 SGR



**Gabriele Casati**

Partner del fondo Antares  
AZI di Azimut Libera  
Impresa SGR



**Iacopo Corradi**

Managing Director  
di Azimut Capital  
Management SGR



**Cristiano Esclapon**

Presidente White Sun SA

**Marco Gallus**

Responsabile Network Training & Development di Azimut Capital Management SGR

**Anna Gervasoni**

Direttore Generale e Fondatrice di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt)

**Dario Giudici**

Cofounder di Siamo Soci e Mamacrowd

**Antonio Lafiosca**

Cofounder e COO di BorsadeCredito.it

**Fermo Marelli**

Gestore del fondo Azimut Private debt di Azimut Capital Management Sgr

**Giancarlo Maestrini**

Amministratore Delegato di AGC Srl, Advisor di Ipo Club e di Azimut Libera Impresa SGR

**Franco Mazzilli**

Senior specialist Network Training & Development di Azimut Capital Management SGR

**Simone Strocchi**

Founding partner di Electa Venture



*Un ringraziamento particolare va a*

**Stefania Peveraro**

fondatore di EdiBeez srl e direttore di BeBeez e di BeBeez Private Data, esperta di Private Equity e altre tipologie di investimenti in economia reale

*il cui contributo come partner editoriale è stato trasversale sui diversi temi affrontati nei capitoli.*

Inoltre vogliamo ringraziare i 25 Private Banker e Wealth Manager di Azimut Capital Management SGR, che ci hanno raccontato la loro esperienza diretta dell'attività con i clienti privati, in merito all'inserimento di asset illiquidi nel loro portafoglio di investimento:

*Luca Roncarati, Riccardo Francesco Solieri, Fabrizio Vecchia, Roberto Meregalli, Andrea Pilisi, Massimo Prandi, Gabriele Sasso Bodo, Renato Fantoni, Enrico Grigolo, Pierluigi Garibaldi, Marco Mandelli, Roberto Margaria, Mario Quarati, Monica Arnese, Roberto Zamperetti, Franco Barberis, Franco Deliperi, Daniele Deliperi, Pietro Pescatore, Marco Pasquale Oreste Alessio, Stefano Poli, Paolo Sandri, Carlotta Corradi, Roberto Rizzo, Angelo Danesi*

Infine si ringraziano tutti i maggiori rappresentanti e player del settore che attraverso le loro testimonianze ci hanno aiutato ad avere una presa diretta sullo stato dell'arte del "fare impresa" attraverso un nuovo modo di investire, sul loro approccio e sui risultati raggiunti.



## PAOLO MARTINI

Paolo Martini, nato a Genova nel 1973, ha iniziato la sua carriera in Alleanza Assicurazioni per poi ricoprire ruoli di crescente responsabilità nelle aree marketing e commerciale di ING Sviluppo Investimenti, ING Investment Management e Banca Esperia. Entra in Azimut nel 2007, dove diventa Direttore Commerciale nel 2013, per assumere poi il ruolo di Co-direttore Generale di Azimut Holding e Amministratore Delegato di Azimut Capital Management nel 2016. Attualmente è Presidente di Azimut Libera Impresa Sgr, Vice-Presidente di Azimut Capital Management Sgr. e, da aprile 2019, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Azimut Holding.

Autore di *ESSERE PRIVATE BANKER 3.0* nel 2016, *PRIVATE BANKING 3.0* nel 2014, ideatore e co-autore della collana dei Vademecum per l'investitore consapevole (100.000 copie vendute): *IO NON CI CASCO PIÙ!* e *IO CI PROVO!* (Corriere della Sera 2008 e 2009) e *IO VOGLIO VINCERE* (Gazzetta dello Sport 2011)

### Seguici su LinkedIn



[linkedin.com/in/paolomartini73](https://www.linkedin.com/in/paolomartini73)

[linkedin.com/company/azimutliberaimpresa](https://www.linkedin.com/company/azimutliberaimpresa)

[linkedin.com/company/azimut](https://www.linkedin.com/company/azimut)

**Paolo Martini**  
**L'arte di fare impresa**  
Come e perchè investire  
in economia reale