

MATTEO CIRLA

25 ANNI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Esperienze e prospettive
dei protagonisti del settore

Contributi di

*Giorgio Cirla, Marco Vitale, Innocenzo Cipolletta,
Anna Gervasoni e Giovanni Gorno Tempini*

Interviste a

*Ignazio Castiglioni, Silvana Chilelli,
Gabriele Cipparrone, Paolo Colonna, Raffaele de Courten,
Luca Destito, Nicola Emanuele, Alfredo Granata,
Roberto Marsella, Gianandrea Perco, Mauro Roversi,
Fabio Sattin, Michele Semenzato, Lorenzo Stanca,
Maurizio Tamagnini, Andrea Tomaschù,
Luigi Tommasini*

guerini**NEXT**

INDICE

- 9 Il mercato
di Ufficio Studi AIFI
- 41 Come era il private equity nel 1986
di Giorgio Cirila
- 53 Alle origini del «private equity» in Italia
di Marco Vitale
- 87 La finanza trasforma il passato in futuro
di Innocenzo Cipolletta
- 91 Evoluzione del mercato e centralità del private capital
di Anna Gervasoni
- 97 Il ruolo di CDP per il mercato privato dei capitali
di Giovanni Gorno Tempini

INTERVISTE

- 105 Ignazio Castiglioni
HAT SGR

- 109 Silvana Chilelli
Eurizon Capital Real Asset SGR SpA
- 113 Gabriele Cipparrone
Apax
- 117 Paolo Colonna
Creazione di Valore
- 123 Raffaele de Courten
Alto Partners SGR
- 127 Luca Destito
Lone Star Funds Europe
- 135 Nicola Emanuele
Aksia Group SGR
- 139 Alfredo Granata
Inarcassa
- 143 Roberto Marsella
Generali Investments Partners
- 147 Gianandrea Perco
DeA Capital Alternative Funds SGR
- 153 Mauro Roversi
Ambienta SGR SpA
- 159 Fabio Sattin
Private Equity Partners
- 165 Michele Semenzato
Wise Equity SGR

- 171 Lorenzo Stanca
Mindful Capital Partners
- 175 Maurizio Tamagnini
FSI
- 181 Andrea Tomaschù
Riello Investimenti SGR
- 185 Luigi Tommasini
Fondo Italiano d'Investimento SGR

CONCLUSIONI: L'INTERVISTA ALL'AUTORE

- 193 Matteo Cirila
IGI Private Equity

IL MERCATO

di Ufficio Studi AIFI

L'evoluzione del mercato italiano del private capital*

La nascita del mercato e gli operatori attivi

La nascita del mercato italiano del private equity si inserisce in un contesto economico-finanziario caratterizzato da grandi cambiamenti. Gli anni Cinquanta e Sessanta furano contraddistinti a livello internazionale dal boom economico successivo alla Seconda guerra mondiale e anche l'Italia visse una fase di fortissima espansione economica industriale, in molti casi trainata da un elevato ricorso all'indebitamento. La crisi successiva e la conseguente esplosione dell'inflazione resero di fatto insostenibile il ricorso al capitale di debito, fornendo una spinta allo sviluppo dei fondi di investimento. Un ulteriore stimolo alla nascita del settore arrivò dallo scenario internazionale e in particolare dagli Stati Uniti, dove ormai da alcuni anni erano presenti strumenti di investimento nel capitale di rischio.

* Una parte di questo paragrafo è tratta da A. Gervasoni, E.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano 2020.

In questo contesto, nel 1986 la nascita di AIFI, Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, rappresenta convenzionalmente l'avvio del mercato del private equity in Italia: l'Associazione era stata istituita con l'obiettivo di riconoscere formalmente l'attività di investimento nel capitale di rischio svolta da operatori professionali e specializzati e dare una voce istituzionale alla volontà comune di costituire e sviluppare un mercato italiano del capitale di rischio.

A partire da quella data, il contesto nel quale gli investitori nel capitale di rischio si sono trovati a operare ha subito una continua evoluzione, con molteplici cambiamenti sia nel profilo e nelle caratteristiche degli operatori, sia nelle modalità di intervento, oggi molto più articolate, per meglio adattarsi alle sempre più complesse esigenze delle imprese.

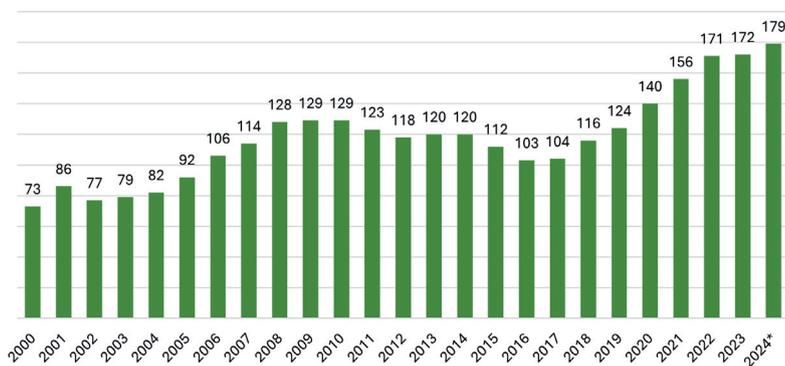
Nella prima metà degli anni Ottanta, in un periodo di particolare diffidenza della nostra normativa verso questa specifica attività, i primi soggetti attivi del mercato italiano del private equity e venture capital sono stati sicuramente alcuni operatori di emanazione privata che, con la formula organizzativa della finanziaria di partecipazione, cominciarono a riversare capitali propri o raccolti presso un ristretto numero di soci verso il sistema delle piccole e medie imprese. Successivamente, verso la fine dello stesso decennio, è stato il sistema bancario, svincolato da una precedente legge particolarmente restrittiva, ad affacciarsi sul mercato, prima attraverso società specializzate, poi, direttamente, con divisioni interne alle banche. Negli stessi anni iniziarono a entrare nel mercato alcuni operatori pan-europei e internazionali, che portarono i primi cosiddetti *mega deal* verso la fine degli anni Novanta. Le divisioni bancarie, invece, dopo il 2000 diminuirono drasticamente per effetto della costituzione, da parte degli stessi gruppi creditizi, di veicoli dedicati. Successivamente, le SGR di derivazione bancaria lasciarono spazio alla nascita di quelle indipendenti, molte delle quali create da team di manager che avevano già maturato

le prime esperienze e consolidato il proprio *track record*. Le banche videro in quegli anni il passaggio da operatore diretto a investitore indiretto, fornendo capitali significativi ai fondi di private equity di matrice indipendente che nel frattempo si erano diffusi nel mercato. Attualmente, le principali categorie di investitori professionali attive nel settore sono rappresentate da fondi chiusi gestiti da SGR, SICAF, operatori internazionali e solamente in minima parte banche italiane e loro sussidiarie.

Analizzando il numero degli associati AIFI, che può essere considerato una buona approssimazione degli operatori attivi, si nota come i primi dieci anni del settore furono caratterizzati da una sostanziale stabilità, accompagnata da una dimensione limitata, con circa trenta soggetti attivi. A partire dagli anni Novanta si è osservata una crescita molto rapida, concomitante allo sviluppo delle SGR di fondi italiani, ulteriormente accentuata dal fenomeno della «new economy». La grande attenzione verso gli investimenti high tech, infatti, ha portato nei primi anni Duemila alla nascita di nuovi operatori, fenomeno che ha visto un rallentamento negli anni successivi allo scoppio della bolla. Dopo questa fase il numero di soci AIFI è tornato a crescere in modo costante, con la nascita di nuovi soggetti, soprattutto dedicati all'attività di private equity rivolta alle imprese del *mid market*. Dal 2011 si è osservata una riduzione, con alcuni operatori che hanno cessato la propria attività e il consolidamento di altri, con processi di fusione e aggregazione. Qualche gestore internazionale negli anni dopo le crisi, *in primis* quella dei *subprime* e poi quella del debito sovranoo europeo, ha chiuso una o più sedi, tra cui quella italiana, nonostante l'interesse per gli investimenti nel nostro Paese sia sempre rimasto elevato. Tutto questo ha fatto in modo che nel periodo 2016-2017 il numero di soci si sia attestato a un livello piuttosto basso, di poco superiore a quello precedente la crisi. Negli ultimi anni, invece, si è osservata una crescita importante, trainata dalla nascita di qualche nuovo soggetto, dallo svi-

luppo del comparto del private debt, ma anche e soprattutto dall'adesione di molti gestori internazionali, alcuni dei quali si sono nuovamente insediati nel nostro Paese. Per dare un'indicazione di questo andamento, nel 2016 i soci pan-europei, nella maggior parte dei casi di matrice anglosassone, rappresentavano circa il 20% del totale, oggi sono quasi sessanta, circa un terzo dell'intera compagine associativa, e provengono da tredici Paesi, anche al di fuori dell'Europa.

Grafico 1 - Evoluzione dei Soci AIFI



* Marzo

Fonte: AIFI

L'evoluzione del contesto normativo

Come anticipato, l'origine del mercato del capitale di rischio in Italia risale alla metà degli anni Ottanta, considerato che fino al 1986 l'attività di investimento diretto nel capitale di rischio di imprese industriali non quotate era tassativamente preclusa alle aziende di credito e agli istituti centrali di categoria¹. A

¹ Per approfondimenti si veda: «Il ruolo del sistema bancario», in A. Gervasoni, *Finanziare l'attività imprenditoriale*, Guerini e Associati, Milano 1996.

partire dal febbraio 1987, con la delibera del CICR e la relativa circolare della Banca d'Italia del mese seguente, anche le aziende di credito e gli istituti centrali di categoria vennero abilitati a operare nel capitale di rischio tramite società di intermediazione finanziaria di loro emanazione, le SIF, il cui ambito d'intervento consisteva nell'assunzione a carattere temporaneo di obbligazioni, azioni e titoli simili di imprese, per partecipare al capitale di rischio in posizione minoritaria.

L'attività avviata dal 1987 dalle cosiddette *merchant bank* di emanazione bancaria rappresentò un primo importante passo per il riconoscimento dell'importanza di tale funzione svolta, più o meno direttamente, dagli istituti di credito, anche se è possibile attribuire carattere operativo soltanto a una ridotta minoranza delle sedici SIF nate successivamente all'emanazione della nuova normativa².

Un ulteriore elemento di svolta sotto il profilo normativo fu l'istituzione, attraverso l'emanazione della Legge 14 agosto 1993, n. 344, dei fondi di investimento mobiliare chiusi di diritto italiano, che ampliarono il panorama finanziario nazionale sotto il profilo degli operatori nel capitale di rischio, dotandolo, seppur tardivamente, dello strumento internazionalmente più diffuso per l'esercizio di tale attività. Questa normativa presentava, sin dal momento della sua emanazione, alcuni evidenti limiti, per lo più riconducibili alla presenza di vincoli e divieti in grado di condizionare negativamente l'operatività dello strumento.

Il testo inerente al settore subì poi, a partire dal 1998, ulteriori importanti variazioni, introdotte nell'ambito del generale processo di revisione fiscale e strutturale del mercato finanziario italiano. L'insieme dei provvedimenti adottati contribuì di

² Per approfondimenti si veda: M. De Cecco, G. Ferri, *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 242, dicembre 1994.

fatto in modo decisivo alla rimozione di alcuni importanti ostacoli che impedivano all'Italia di confrontarsi su un piano di parità con i principali Paesi europei e internazionali.

L'evento di maggior portata è riconducibile all'emanazione del Testo Unico della Finanza³, che riformò l'intera disciplina relativa all'attività di intermediazione finanziaria, introducendo la figura del «gestore unico del risparmio» attraverso la struttura della Società di Gestione del Risparmio (SGR)⁴. Successivamente, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005) e le norme regolamentari emanate dalla Banca d'Italia e dal Ministero del Tesoro hanno ridisegnato il quadro strutturale inerente alla costituzione e all'operatività dei fondi mobiliari chiusi, dotandoli di una generale maggiore flessibilità e coerenza con il contesto finanziario internazionale.

Nel 2003 AIFI modificò la propria denominazione in «Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital», in linea con il profilo adottato dalle associazioni di categoria internazionali che identifica più specificamente l'oggetto dell'attività di investimento, piuttosto che le categorie di operatori attivi.

Il cammino di crescita e progressiva strutturazione del contesto normativo domestico ha vissuto nel 2011 e 2012 altre tappe che vale la pena sottolineare. Innanzitutto, l'entrata in vigore del nuovo regime fiscale per i fondi di investimento mobiliari chiusi portò a equiparare il trattamento dei fondi italiani rispetto a quelli esteri, con il passaggio dalla tassazione sul risultato maturato alla tassazione «sul realizzato», ovvero sui proventi effettivamente realizzati dai partecipanti. Inoltre, a seguito dell'istituzione da parte del Ministero dello Sviluppo

³ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

⁴ Per approfondimenti si veda: F. Belli, F. Mazzini, R. Tedeschi, *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1998.

Economico di una task force sulle start-up, il DL 179/2012 introdusse alcuni incentivi fiscali per l'investimento di fondi di venture capital in start-up innovative. Sempre nel 2012 si realizzò il percorso di riforma del quadro normativo e fiscale italiano, avviato con i «Decreti Sviluppo», finalizzato a favorire l'accesso al mercato del debito da parte delle PMI non quotate attraverso l'emissione dei cosiddetti *minibond*. Tale rinnovato quadro e la conseguente nascita di una nuova categoria di operatori hanno portato AIFI a includere e rappresentare una nuova categoria di soggetti, gli operatori di private debt, all'interno della propria compagine organizzativa, modificando nel 2014 la propria denominazione in Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

Parallelamente alle evoluzioni normative domestiche sopra descritte, il contesto regolamentare italiano è stato fortemente influenzato dai cambiamenti dello scenario europeo, con particolare riferimento a quanto avvenuto dopo la crisi del 2008, che ha portato all'introduzione della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (AIFMD), con il conseguente percorso attuativo nei singoli Paesi, e del Regolamento EUVECA.

A completamento del breve inquadramento regolamentare del settore, costituiscono la storia più recente, rispettivamente, il Decreto Ministero del Tesoro n. 30/2015 sui criteri generali cui gli OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio) devono uniformarsi e che ha ridefinito la struttura e le categorie degli OICR italiani, tra cui i FIA (Fondi di Investimento Alternativi), e il Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, sempre in materia di gestione collettiva del risparmio. Nello stesso anno, si è assistito anche al recepimento del Regolamento EU 760/2015 (attraverso il d.lgs 233/2017) che disciplina gli ELTIF (European Long Term Investments Funds), e nel 2018 all'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari Consob. In anni più recenti, si sta assistendo in ambito europeo a una revisione della stessa Diret-

tiva AIFM e del Regolamento ELTIF per cercare di agevolare la promozione di tali prodotti presso una più ampia platea di investitori e di canalizzare maggiori risorse verso le imprese europee.

I principali cambiamenti del mercato

Nel corso del tempo, il mercato del private capital è profondamente cambiato, anche per andare incontro alle esigenze sempre più articolate delle imprese, che negli ultimi anni si sono trovate ad affrontare un contesto complicato e in continua evoluzione. Questo mutato scenario ha visto la nascita di nuove forme di operatori, in certi casi meno strutturati e derivanti da iniziative di privati, ma anche alcune importanti evoluzioni per quanto riguarda i soggetti con un'attività già consolidata nel mercato e la loro operatività. Innanzitutto, agli operatori generalisti, non focalizzati, quindi, su specifici settori o segmenti di attività, che in passato avevano rappresentato la scelta privilegiata dei nuovi operatori che si affacciavano sul mercato, se ne sono affiancati molti dedicati a investimenti in comparti specifici, sia di carattere altamente innovativo, quali il medicale, le biotecnologie o il *fnotech*, sia maggiormente tradizionali, come l'alimentare o la moda. La specializzazione, inoltre, riguarda sempre più spesso anche la tipologia di intervento effettuata, con riferimento alle operazioni di maggioranza o minoranza. Da un lato, infatti, vi sono i fondi di *buy out*, che acquisiscono la maggioranza o addirittura la totalità dell'azienda, spesso con il coinvolgimento del management e l'utilizzo della leva finanziaria. Al loro fianco, i veicoli di *permanent capital*, caratterizzati da una durata più lunga rispetto ai fondi tradizionali e da una politica di investimento volta a mantenere le partecipazioni nel medio-lungo termine e/o a riutilizzare i proventi derivanti da investimenti

di breve durata, si concentrano prevalentemente su interventi di *expansion*, caratterizzati da quote di minoranza in aumento di capitale.

Inoltre, la crescita del mercato e della conseguente dimensione di molti fondi ha determinato un importante cambiamento nell'ottica geografica di riferimento: con lo sviluppo del private equity e venture capital anche nell'Europa continentale, infatti, sono nati nel tempo molti fondi pan-europei non di stampo anglosassone ma basati in altre nazioni, quali la Francia e la Germania, che rappresentano ormai mercati particolarmente maturi e caratterizzati da grandi trend di crescita. Sempre con riferimento a questa area geografica, partendo dai Paesi finanziariamente più evoluti, si è sviluppato un modello di attività che prevede la scelta da parte di alcuni operatori di collocarsi in un segmento di mercato che copre, oltre al proprio Paese, una o più altre nazioni con caratteristiche simili, operando quindi con una logica multi-Paese. Accanto a questo fenomeno, va sottolineato come, negli ultimi anni, molti operatori di grandi dimensioni hanno deciso di lanciare fondi dedicati a investimenti in singole aree geografiche, molto spesso focalizzati sulle principali economie emergenti, che stanno ricoprendo un ruolo sempre più significativo nel mercato mondiale.

Inoltre, con la stessa logica che in passato aveva interessato i grandi *asset manager*, anche nel private equity si sta verificando un ampliamento delle tipologie di prodotti offerti, a seguito delle evoluzioni in termini di mestiere che caratterizzano il private capital. Non soltanto nei Paesi anglosassoni, ma anche in Europa continentale e in Italia, si osservano sempre più spesso operatori, ad esempio SGR nel caso domestico, che costituiscono piattaforme da cui lanciare fondi di diverso tipo e con diversi target di investimento, comunque focalizzati su *asset illiquidi*. *In primis*, oltre allo strumento dell'equity, sono presenti spesso anche fondi di debito, che possono essere dedi-

cati al finanziamento di imprese che vogliono crescere, ma anche a situazioni di difficoltà e necessità di ristrutturazione del debito. Inoltre, a fianco dei più tradizionali fondi di *buy out*, *expansion* o *venture capital*, che continuano ad avere grande importanza, si trovano fondi dedicati anche al real estate e alle infrastrutture, *asset class* che nel tempo hanno ricoperto un ruolo sempre più rilevante. Infine, soprattutto nei casi delle piattaforme più grandi, alcuni fondi sono dedicati all'attività indiretta, in particolare con fondi di fondi e di secondario, o anche in modo specifico all'attività di co-investimento.

Sul fronte della raccolta, negli anni si è verificato un cambiamento del peso delle diverse tipologie di investitori: innanzitutto, è cresciuto il coinvolgimento dei soggetti privati, il cui ruolo a sostegno dell'economia reale sta diventando nel tempo sempre più riconosciuto e consolidato. La ricchezza privata, in particolare, sta diventando un pilastro sempre più importante, configurandosi tra le prime fonti della raccolta, grazie anche ad alcune misure pubbliche, volte proprio a incentivare il ruolo dei privati in un più ampio contesto di politica industriale. Inoltre, in molti Paesi, grazie anche ad alcuni interventi istituzionali, si è ulteriormente rafforzato il peso di fondi pensione e assicurazioni, così come quello dei fondi sovrani che, grazie alle ingenti risorse a disposizione, possono elaborare una strategia che prevede investimenti anche in strumenti illiquidi; dall'altra parte, le banche, che erano state grandi protagoniste del mercato, hanno visto affievolirsi il proprio ruolo.

Con riferimento all'attività di investimento, a prescindere dalla tipologia e dalle caratteristiche degli operatori, negli ultimi anni si è osservato un cambiamento nella modalità di intervento. Oggi l'approccio è molto più operativo e industriale, volto alla creazione di valore per far crescere le imprese, come verrà ampiamente spiegato nelle pagine successive, mentre in passato maggiore importanza veniva data ad aspetti di natura

finanziaria, legati in particolare all'utilizzo della leva e all'arbitraggio sui multipli. In questo contesto hanno assunto grande rilevanza anche le politiche ESG (*Environmental, Social, Governance*), sia con riferimento alla selezione dei fondi in cui investire da parte degli investitori istituzionali, sia nell'ambito delle politiche da implementare nelle società target oggetto di investimento.

Un ulteriore tema importante nell'ambito degli investimenti è quello legato alle operazioni in sindacato, realizzate cioè da più operatori: negli anni il peso di questa categoria di investimenti è cresciuto notevolmente, rappresentando una modalità che consente di realizzare operazioni molto grandi che in alcuni casi non si riuscirebbe altrimenti a concludere, tanto che alcuni grandi operatori hanno lanciato fondi proprio dedicati a tale forma di investimento. Queste operazioni, sempre più spesso, non sono realizzate solamente tra operatori, ma anche insieme a investitori istituzionali, che privilegiano questa via nei casi in cui vogliano investire direttamente, oppure effettuate anche con imprenditori, famiglie o gruppi industriali.

Infine, con riferimento all'attività di disinvestimento, il ruolo dei compratori industriali si è mantenuto particolarmente importante negli anni. A queste tipologie di acquirenti si sono però affiancati anche *family office*, fondi sovrani e altre tipologie di soggetti il cui contributo è ormai consolidato nel mercato. In questo contesto, va sottolineato anche il ruolo delle SPAC, che consentono alle imprese un percorso accelerato di quotazione, e che negli ultimi anni hanno rappresentato non solo una nuova forma di investimento ma anche una modalità di exit per le target pronte a quotarsi.

I dati del mercato italiano

L'attività di raccolta e investimento complessiva

In linea con quanto avvenuto nei Paesi finanziariamente più evoluti e, in generale, a livello internazionale, le operazioni effettuate durante i primi anni in Italia si orientarono soprattutto verso imprese in fase di avvio e di sviluppo, attraverso interventi di *early stage* ed *expansion*. Con riferimento ai primi, in particolare, il comparto registrò un picco tra il 2000 e il 2001, nel periodo di grande euforia della *internet economy* e del modello delle società cosiddette «dot.com», seguito poi da una sensibile contrazione dovuta al brusco ridimensionamento del fenomeno.

Nel periodo successivo si è consolidata la prevalenza di interventi di maggioranza, orientati al cambiamento della proprietà dell'impresa, con il frequente uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione, in una fase del ciclo economico contraddistinta, anche a livello internazionale, dalla presenza di ingente liquidità a basso costo, dalla permanenza di bassi tassi di interesse e dal buon andamento dei mercati borsistici. Il 2007, in particolare, è stato l'anno di maggior espansione per le operazioni di *buy out*, grazie anche ad alcuni interventi di significative dimensioni, realizzati da soggetti pan-europei e internazionali.

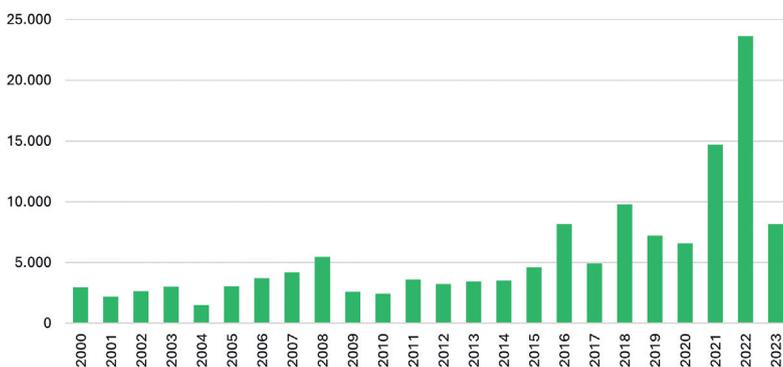
Anche in Italia la crisi del periodo successivo ha determinato una riduzione dell'attività di investimento, soprattutto con riferimento alle operazioni più grandi. Va comunque sottolineato come nel nostro Paese, in linea con le caratteristiche del tessuto imprenditoriale dominato dalla presenza di PMI, spesso a conduzione familiare, la dimensione delle operazioni, soprattutto realizzate da operatori domestici, fosse già in precedenza inferiore rispetto ad altre realtà europee, con un uso più contenuto della leva finanziaria.

Nel periodo 2021-2022 il mercato italiano ha vissuto una

fase di forte crescita, soprattutto in termini di ammontare investito, trainato dalla presenza di grandi *deal*, sia nel comparto dei *buy out* sia in quello delle infrastrutture. Il 2023 ha visto un rallentamento dell'attività, causato prevalentemente dal minor numero di operazioni di dimensioni elevate: in un contesto di grande incertezza, gli operatori si sono focalizzati prevalentemente sulle imprese attive nel *mid market*, che rappresenta il cuore del tessuto industriale del Paese.

In generale, negli ultimi anni, va sottolineato da un lato il peso dei soggetti internazionali, che guardano con interesse crescente alle imprese del nostro Paese, dall'altro il ruolo ormai consolidato del comparto delle infrastrutture. In questo segmento nell'ultimo periodo sono state fatte acquisizioni di dimensioni notevoli, con un impatto importante sull'ammontare complessivo. Queste operazioni, insieme ai *buy out*, storicamente la tipologia preferita dai fondi internazionali, rappresentano la fetta principale del mercato italiano, dove il peso delle operazioni di *expansion* rimane ancora molto piccolo, nonostante una crescita nel 2023.

Grafico 2 - Evoluzione degli investimenti in Italia



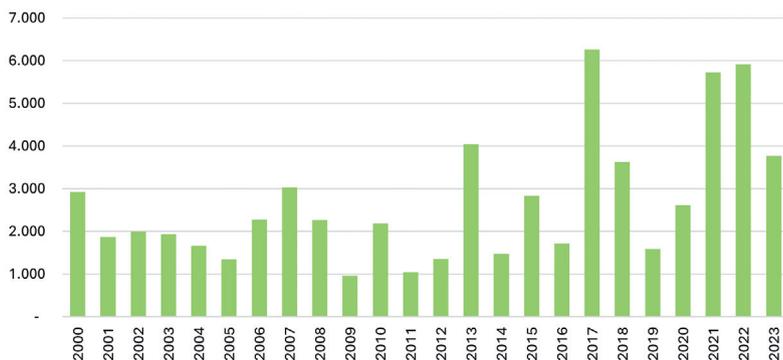
Dati in milioni di euro. È inclusa l'attività dei fondi infrastrutturali.

Fonte: AIFI-PwC

Anche il *fundraising*⁵ ha seguito un andamento in linea con lo scenario internazionale, nonostante i dati relativi al mercato italiano risultino fortemente influenzati dall'eventuale presenza di *closing* di ammontare superiore alla media, a causa della dimensione ridotta dei fondi domestici. Dopo un periodo in cui il mercato si è attestato mediamente su livelli piuttosto bassi, superando i 4 miliardi solamente nel 2013, negli ultimi anni il *fundraising* è tornato a crescere, con particolare riferimento al 2021 e 2022, entrambi caratterizzati da valori di poco al di sotto dei 6 miliardi. Anche in questo caso, l'impatto di alcuni soggetti che hanno raccolto fondi più grandi della media italiana è stato significativo, ma va sottolineata comunque la crescita del numero di operatori che hanno effettuato un *closing*. Il 2023 è stato un anno complicato anche per il *fundraising*, che ha visto ridursi notevolmente l'ammontare raccolto.

Oltre all'evoluzione nel tempo della raccolta, anche le fonti da cui questa è provenuta sono cambiate in modo significativo:

Grafico 3 - Evoluzione della raccolta in Italia



Dati in milioni di euro. È inclusa l'attività dei fondi infrastrutturali.

Fonte: AIFI-PwC

⁵ I dati di questo capitolo si riferiscono alla raccolta incrementale per ciascun anno.

come anticipato nelle pagine precedenti, i primi anni Duemila furono caratterizzati da un ruolo preponderante delle banche, che per molti anni si configurarono come fonte principale della raccolta. In seguito iniziarono a emergere altre tipologie, quali i fondi di fondi, anche grazie ad alcune iniziative di matrice istituzionale. Rispetto a quanto si verifica in altri Paesi, in Italia il ruolo di fondi pensione e assicurazioni è sempre stato piuttosto ridotto, ma negli ultimi anni questi soggetti hanno incrementato il loro peso nel mercato del private capital. Come già evidenziato, infine, va sottolineato il crescente peso della componente privata in questa attività, tanto da configurarsi nell'ultimo periodo tra le principali fonti della raccolta.

*L'attività di private equity realizzata dagli operatori domestici*⁶

Una parte fondamentale dell'attività di private equity nel mercato italiano è realizzata dai soggetti domestici, focalizzati sul segmento del *mid market*, caratteristico del contesto industriale italiano. Al fine di comprendere le caratteristiche di questi operatori e l'evoluzione della loro attività nel tempo, sono stati presi in considerazione SGR e altri veicoli di private equity domestici privati⁷ che abbiano raccolto capitali nel periodo 2000-2023⁸, a prescindere dal fatto che siano ancora attivi o abbiano cessato/trasferito la propria attività⁹.

⁶ Per approfondimenti si veda: A. Brambilla, A. Muzio, *L'attività degli operatori di private equity domestici dal 2000 a oggi*, Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio, n. 55, Egea, Milano 2023.

⁷ Sono esclusi i soggetti nati per iniziativa istituzionale.

⁸ Diversamente dal capitolo precedente, in questa analisi l'anno del *fund-raising* si riferisce al *final closing* del fondo e l'ammontare include anche eventuali *closing* precedenti. Per il 2023 sono indicati anche i *closing* parziali.

⁹ Nel caso di operatori con veicoli focalizzati su diverse *asset class*, sono stati inclusi solamente i fondi di private equity, mentre per quanto riguarda

I soggetti mappati sono stati 88: di questi, 67 sono ancora operativi, mentre i restanti hanno cessato la propria attività o sono stati acquisiti da altri operatori. Come si può osservare dal grafico 4, la maggior parte dei soggetti ha avviato la propria attività tra il 2000 e il 2009, quando sono nati 48 operatori, di cui 36 ancora attivi¹⁰. Complessivamente, nel periodo precedente al 2010, sono nate 62 iniziative, di cui 44 ancora esistenti: è interessante notare che, di queste, 20 sono ancora guidate dagli stessi fondatori, a testimonianza di come nel mercato siano presenti soggetti di grande esperienza, che conoscono profondamente il settore del private equity italiano. Il periodo tra il 2010, anno segnato dalla crisi del debito sovrano europeo, e il 2018 è stato caratterizzato da un saldo negativo in termini di numero di operatori, con la nascita di 12 nuovi soggetti, a fronte di 16 uscite dal mercato. Gli ultimi quattro anni, invece, hanno visto il lancio di 7 nuove iniziative. Infine, va ricordato che nel periodo oggetto di indagine 14 operatori hanno cambiato la propria denominazione e sono stati, invece, 8 i soggetti acquisiti da altre realtà, sempre dello stesso settore.

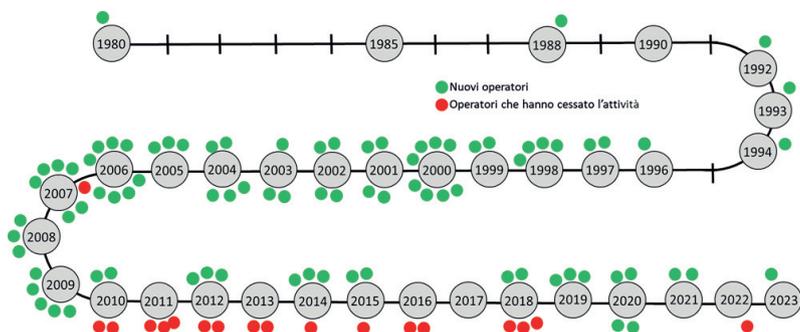
Questi operatori di private equity domestici nel periodo considerato hanno raccolto complessivamente circa 35,1 miliardi di euro, più della metà (55%) del mercato complessivo.

Fino al 2004 i valori si sono mantenuti molto bassi, attorno al miliardo di euro, per poi crescere lievemente negli anni successivi, con particolare riferimento al 2007 e 2009, che hanno

gli operatori pan-europei/internazionali, sono stati considerati solamente nel caso in cui abbiano raccolto fondi specificatamente dedicati all'Italia. Nell'analisi sono incluse anche le SGR di emanazione bancaria, mentre sono escluse le banche, i fondi regionali, pubblici e di matrice istituzionale, i fondi di venture capital e quelli dedicati agli investimenti in infrastrutture. È stata analizzata l'attività sia dei soci AIFI sia di altri soggetti attivi in Italia ma che non fanno parte della compagine associativa.

¹⁰ Sono esclusi dall'analisi tutti gli operatori per i quali non è disponibile l'anno di creazione. Negli operatori che hanno cessato l'attività sono inclusi quelli che sono stati acquisiti da altri soggetti.

Grafico 4 - Evoluzione storica degli operatori

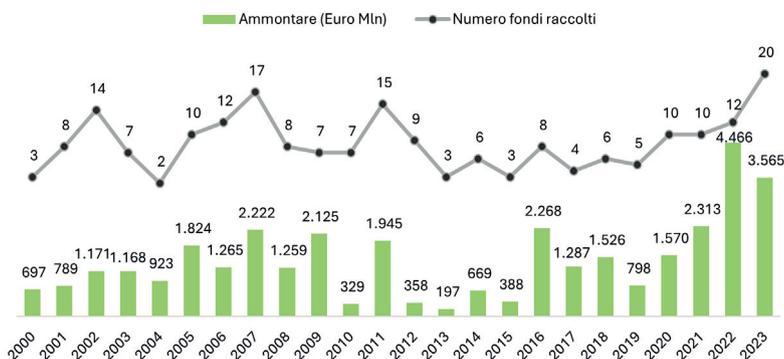


Fonte: AIFI e fonti pubbliche

visto superare la soglia dei 2 miliardi, grazie al *fundraising* di alcuni fondi di dimensioni più grandi rispetto alla media del mercato italiano. Gli anni successivi, invece, sono stati caratterizzati da un ulteriore rallentamento della raccolta, tanto che, con l'eccezione del 2011, in tutti gli altri anni il valore medio annuo si è attestato attorno ai 500 milioni. Da segnalare, con riferimento al comparto oggetto di analisi, che nel 2011 ha avviato la propria attività indiretta Fondo Italiano di Investimento SGR, con un fondo di fondi che in quell'anno e nei tre successivi ha fornito quasi 400 milioni a 16 fondi di private equity domestici. Nel 2016 la raccolta ha raggiunto i 2,3 miliardi, ma negli anni successivi si è nuovamente ridotta, prima di tornare a crescere nel 2021 e soprattutto nel 2022 e nel 2023, che si sono configurati come anni eccezionali per il *fundraising* italiano, con 32 fondi che hanno raccolto oltre 8 miliardi di euro. Si tratta di dati record per il nostro mercato, fortemente influenzati da alcuni *closing* particolarmente rilevanti, tra cui cinque sopra i 300 milioni ciascuno. Da sottolineare, infine, che nel 2020 ha avviato la propria operatività un altro fondo di fondi, sempre gestito da Fondo Italiano di Investi-

mento SGR, con una dimensione di circa 500 milioni di euro, che nel periodo 2020-2023 ha contribuito al *fundraising* complessivo per oltre 400 milioni.

Grafico 5 - Evoluzione della raccolta



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

Nonostante l'incremento degli ultimi anni, il *fundraising* in Italia rimane di dimensioni ridotte, soprattutto se lo si confronta con quello di altri Paesi europei: nel periodo 2021-2023, ad esempio, nel mercato francese¹¹ sono stati raccolti dai soli fondi di *expansion* e *buy out* circa 56 miliardi, contro i 10 dell'Italia.

Andando ad analizzare la dimensione dei fondi raccolti, emerge un ammontare medio nel periodo complessivo di poco superiore a 170 milioni di euro: la media annuale si è attestata al di sopra dei 300 milioni di euro solamente quattro volte, di cui due prima del 2010. Da sottolineare, inoltre, che la dimensione media nel periodo 2000-2009 era pari a 153 milioni, per poi lievemente diminuire nel decennio successivo,

¹¹ I dati si riferiscono alla raccolta incrementale dell'anno, a prescindere dalla tipologia di *closing*. Fonte: France Invest.

attestandosi a 147, segno che non c'è stata nel tempo una crescita dimensionale degli operatori domestici attivi in questo mercato.

Tali valori risultano particolarmente bassi rispetto alla grandezza media dei fondi di private equity europei. Guardando ai dati di Invest Europe, ad esempio, se si considera il *closing* finale dei soli fondi di *buy out*, *expansion* o generalisti, la dimensione media negli ultimi dieci anni si è attestata al di sopra del mezzo miliardo di euro, valore che veramente pochi operatori domestici sono stati in grado di raccogliere sul mercato. Nel nostro Paese, nei ventiquattro anni di attività considerata, infatti, il 43% dei fondi presenta dimensioni inferiori ai 100 milioni di euro, che diventa il 72% se si considerano quelli al di sotto dei 200 milioni. Solamente il 7% dei veicoli mappati ha raccolto oltre 500 milioni, distribuiti in modo piuttosto uniforme nel tempo: cinque, infatti, hanno raggiunto il *closing* finale nel periodo 2000-2009, cinque nel decennio successivo e cinque negli ultimi anni oggetto di analisi.

Passando ad analizzare l'attività di investimento, complessivamente nel periodo considerato sono stati investiti circa 19,8 miliardi di euro¹², pari al 15% dei complessivi 135 miliardi del mercato del private equity, descritto nel primo paragrafo. Tra il 2004 e il 2009 l'attività di questi operatori aveva rappresentato mediamente quasi il 30% dell'ammontare complessivo, ma con il passare del tempo tale percentuale si è ridotta, a fronte di investimenti sempre più consistenti realizzati da soggetti internazionali, che guardano con crescente interesse alle imprese italiane, anche di grandi dimensioni. Tra il 2010 e il

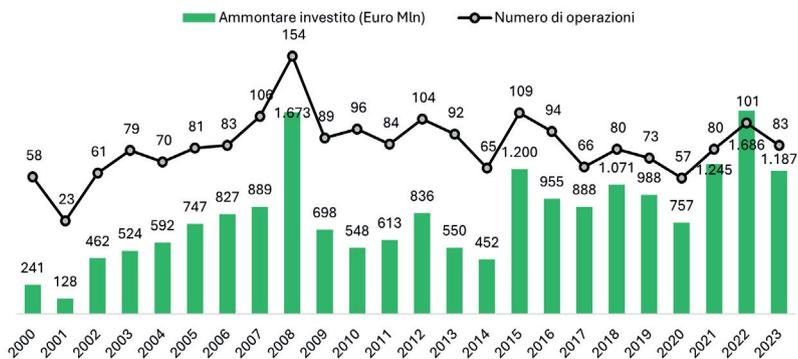
¹² Si considera l'attività effettuata dagli operatori di private equity domestici descritti nelle pagine precedenti. L'ammontare risulta inferiore alla raccolta per le seguenti motivazioni: *fee* di gestione, *dry powder* ancora disponibile e informazioni incomplete per alcuni fondi attivi nei primi anni di analisi.

2019, infatti, la quota degli operatori domestici è stata in media pari al 17%, per poi ridursi ulteriormente negli ultimi quattro anni, anche a fronte del maggior peso del comparto delle infrastrutture.

Esaminando l'evoluzione dell'ammontare investito nel tempo, si osserva innanzitutto una crescita fino al 2008, che ha rappresentato un anno record per gli investimenti di private equity realizzati da soggetti domestici, nonostante la crisi finanziaria esplosa proprio quell'anno, con 1,7 miliardi investiti, poco al di sotto del valore più alto raggiunto nel 2022. Gli anni successivi hanno visto un rallentamento dell'attività, che a partire dal 2015 è tornata a stabilizzarsi su valori attorno al miliardo di euro l'anno. Il 2021 e 2022, invece, sono stati caratterizzati da un importante trend di crescita e anche il 2023 si è confermato su livelli elevati di investimenti.

Anche guardando al numero di operazioni, che sono state complessivamente 1.988, il picco è stato nel 2008, quando sono state realizzate 154 operazioni, seguito dal 2015 con 109 investimenti. Considerando l'intero periodo, in media ogni anno sono stati realizzati 83 investimenti.

Grafico 6 - Evoluzione degli investimenti



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

I cambiamenti del mercato italiano del private equity, descritti nelle pagine precedenti, hanno avuto un impatto anche sulla dimensione media delle operazioni realizzate. Gli eventi che hanno caratterizzato il 2008-2009, in particolare, hanno portato a una riduzione dell'ammontare investito per singolo *deal*, a causa delle maggiori difficoltà del sistema finanziario. A partire dal 2017, invece, la dimensione media è tornata crescere, fino a raggiungere i quasi 17 milioni di euro nel 2022. In generale, comunque, le operazioni di private equity realizzate nel mercato italiano risultano più piccole se confrontate con quanto si verifica in altri Paesi europei, in linea con le caratteristiche del tessuto industriale italiano. In Francia¹³, ad esempio, la dimensione media delle operazioni di *buy out* negli ultimi tre anni è stata di circa 29 milioni.

Nel corso degli oltre vent'anni oggetto di analisi il mercato è stato caratterizzato da importanti trasformazioni anche con riferimento alla tipologia di operazioni realizzate: nei primi anni Duemila, infatti, il comparto aveva visto la prevalenza di investimenti di *early stage*, anche da parte di operatori tipicamente non focalizzati su questa *asset class*. Lo scoppio della bolla *dot.com* ha portato a un ridimensionamento di questo fenomeno e gli operatori sono tornati negli anni successivi a focalizzarsi su operazioni di *expansion* e *buy out*. Nel dettaglio, gli anni caratterizzati da grande disponibilità di denaro a basso costo hanno visto un peso prevalente degli interventi di maggioranza o totalitari, che nel periodo 2006-2009 hanno rappresentato oltre la metà degli investimenti. Negli anni successivi il peso delle operazioni di *expansion* è cresciuto, superando per numerosità gli investimenti di *buy out*: nel periodo 2010-2013, infatti, gli *expansion* sono stati mediamente il 47% del numero totale. A partire dal 2014, invece, il peso delle operazioni di minoranza è diminuito in modo progressivo e negli

¹³ Dati France Invest.

ultimi cinque anni oggetto di analisi è stato in media inferiore al 10%, con il punto più basso raggiunto negli anni 2022 e 2023 (7%).

La crescita delle operazioni di *buy out* e la contemporanea contrazione del segmento dell'*expansion* appaiono evidenti dall'analisi dell'andamento in valori assoluti del numero di operazioni: mentre nel periodo 2010-2013 gli investimenti in *expansion* erano maggiori rispetto ai *buy out*, negli anni successivi il trend si è invertito e addirittura dal 2017 si contano meno di dieci operazioni in media all'anno, mentre i *buy out* stanno vivendo una fase di espansione. Questa evidenza testimonia come nel nostro Paese siano ancora troppo poche le operazioni e gli operatori focalizzati sul segmento dell'*expansion*, che potrebbe avere un ruolo fondamentale per le tante piccole e medie imprese che hanno bisogno di capitali e supporto per crescere e internazionalizzarsi.

Passando ad analizzare le caratteristiche delle società oggetto di investimento, un primo aspetto da prendere in considerazione è il settore in cui esse operano. Nell'orizzonte temporale oggetto di analisi, la maggior parte degli investimenti ha coinvolto società operanti in comparti tradizionali: nel dettaglio, il

Grafico 7 - Evoluzione del numero di operazioni di *expansion* e *buy out*

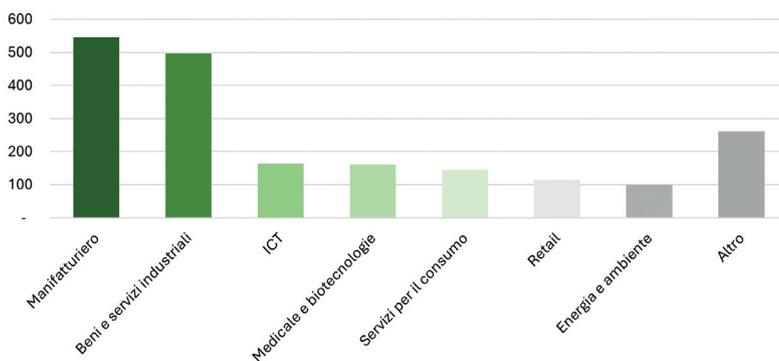


Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

27% ha riguardato il settore manifatturiero, seguito a breve distanza da quello dei beni e servizi industriali (25%). Il comparto dell'ICT e quello del medicale e delle biotecnologie hanno invece attratto ciascuno l'8% del numero complessivo di interventi. Questi dati testimoniano come la maggior parte delle operazioni di private equity realizzate da soggetti domestici focalizzati su questa *asset class* riguardano le imprese tipiche del nostro tessuto industriale, caratterizzato da grandi eccellenze nell'alimentare, la moda, l'arredamento, la meccanica e l'automazione. Non mancano, comunque, le operazioni in comparti innovativi, come quello dei software e dei dispositivi medici.

La prevalenza di investimenti in imprese tradizionali rappresenta una costante per tutto il periodo analizzato, anche se ci sono alcune significative peculiarità per ciascun arco temporale. Nei primi anni, infatti, la componente ICT era particolarmente rilevante, grazie al boom delle nuove tecnologie, che non aveva riguardato solamente le start-up, ma anche le imprese più mature. Nel periodo 2010-2014 hanno iniziato ad

Grafico 8 - Distribuzione del numero di operazioni per settore di attività delle target



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

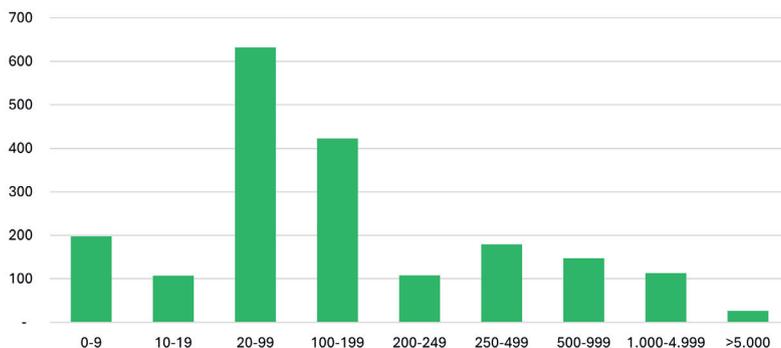
affacciarsi sul mercato gli investimenti nel comparto dell'energia e ambiente, inizialmente realizzati da soggetti generalisti, prima dell'affermarsi dei fondi dedicati a questa attività e a investimenti infrastrutturali. Gli anni 2015-2019 hanno visto un'ulteriore crescita del manifatturiero e dei beni e servizi industriali rispetto ai periodi precedenti, arrivando a rappresentare il 60% dell'attività. In questo periodo, così come in quello successivo, si è osservato anche un incremento del ruolo del comparto medicale e delle biotecnologie, che ha superato il 10% del numero complessivo di operazioni. Gli ultimi anni, infine, sono stati caratterizzati da un aumento del peso del comparto ICT, con numerosi investimenti destinati ad aziende protagoniste della transizione digitale, che rappresenta una sfida fondamentale che il nostro Paese deve affrontare.

A livello geografico, il 95% delle operazioni realizzate ha riguardato imprese basate in Italia, con particolare riferimento al Nord. Queste regioni, infatti, hanno attratto l'80% degli investimenti realizzati nel Paese, seguite dal Centro (14%) e dal Sud e isole (6%). Considerando le singole regioni, la Lombardia ha attratto il 39% del numero complessivo di operazioni realizzate in Italia, seguita dall'Emilia-Romagna (16%) e dal Veneto (12%).

Infine, analizzando la dimensione delle società¹⁴, emerge che il 76% degli investimenti ha riguardato imprese con meno di 250 addetti, in linea con le caratteristiche dimensionali del tessuto industriale del nostro Paese. Nel dettaglio, la fascia nella quale si è concentrato il maggior numero di operazioni è quella tra 20 e 199 dipendenti, a testimonianza di come il target preferito degli operatori di private equity domestici siano le imprese di medie dimensioni. Complessivamente le PMI hanno attratto il 61% delle risorse investite nel periodo.

¹⁴ I dati relativi al 2000 non sono disponibili.

Grafico 9 - Distribuzione del numero di operazioni per dimensione delle target



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

La creazione di valore nelle società oggetto di investimento

L'investimento in capitale di rischio è in grado di recitare un ruolo di primaria rilevanza nei sistemi economici moderni. Numerose ricerche dimostrano che alle imprese partecipate da investitori istituzionali sono riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali. L'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando aziende a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi ulteriormente.

Innanzitutto, sul fronte dell'impresa, la possibilità di far ricorso a operatori specializzati nel sostegno finanziario di imprese, finalizzato alla creazione di valore, consente alle società stesse di reperire capitale «paziente», che può essere utilizzato per sostenere piani di sviluppo, nuove strategie, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali o altri processi critici del

proprio ciclo di vita. Il supporto dell'investitore istituzionale non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio, ma ulteriore vantaggio deriva dalla disponibilità di know-how manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'impresa per il raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo. Le imprese partecipate dal private capital sono più innovative, in termini di deposito di brevetti, rispetto alla media nazionale, e caratterizzate da una importante crescita dei processi di internazionalizzazione. Fondamentale è poi il ruolo nel ricambio generazione e nella managerializzazione delle imprese. Da ultimo, ma non per importanza, gli operatori aiutano le aziende a diventare più trasparenti e sostenibili, grazie a numerose iniziative poste in essere su queste tematiche.

L'innovazione

L'innovazione, intesa come la scoperta di tecnologie, processi e prodotti nuovi o migliorati, rappresenta un canale fondamentale di creazione di valore nel private equity e uno dei motori chiave della crescita economica. Una ricerca realizzata dall'Università Cattaneo - LIUC su 293 imprese lombarde oggetto di operazioni di private equity e venture capital tra il 2013 e il 2018 (*early stage* nel 27% dei casi e nel restante 63% caratterizzate da fasi di sviluppo successive a quella iniziale) ha analizzato la capacità di indurre innovazione, misurata attraverso il deposito di nuovi brevetti e marchi. L'analisi evidenzia come le aziende che brevettano sono oltre il 25% del campione, contro una media nazionale inferiore al 5%. A determinare questi risultati non sono solamente le start-up, ma anche le aziende più mature: nel dettaglio, la tipologia di investimento che in media produce più brevetti è l'*expansion*, mentre a livello settoriale si osserva una grande propensione all'innovazione anche in comparti più tradizionali, quali il manifat-

turiero, le costruzioni e la grande distribuzione. Risultati simili si ottengono anche dall'analisi dei marchi.

La crescita e aggregazione

Una crescente attenzione è oggi rivolta anche alle strategie di *add-on*, che consentono alle imprese di crescere e consolidarsi sul mercato. Un'analisi realizzata da AIFI evidenzia come in un orizzonte temporale di dieci anni, dal 2014 al 2023, siano state realizzate quasi 1.000 operazioni di *add-on* in Italia e oltre 300 all'estero, per un totale di 1.300 acquisizioni effettuate da società nel portafoglio del private equity, numeri importanti che testimoniano come questa strategia sia fondamentale per creare valore. Le acquisizioni mappate all'estero hanno riguardato imprese basate in oltre quaranta Paesi, distribuiti in tutti i continenti, segno di grande eterogeneità in termini di espansione geografica. Circa metà delle operazioni è stata realizzata da fondi internazionali, a testimonianza della grande attrattività del mercato italiano nei confronti di questi operatori, spesso di grande dimensione. Gli operatori domestici supportano maggiormente le società in portafoglio nell'acquisizione di realtà internazionali, fornendo quindi un importante contributo nei processi di internazionalizzazione, spesso complicati per le imprese di piccole e medie dimensioni, grazie alla propria esperienza e al network di conoscenze messe a disposizione. I fondi internazionali, invece, risultano particolarmente attivi nelle acquisizioni in Italia, non solo tramite *platform* internazionali, che in questo modo possono entrare nel nostro mercato, ma anche e soprattutto tramite società italiane. L'analisi realizzata da AIFI dimostra come gli *add-on* abbiano un impatto positivo sulle imprese coinvolte: nei due anni successivi all'operazione, infatti, sia le *platform* sia le target vedono crescere il numero di dipendenti, il fatturato

e l'EBITDA, generando importanti benefici per l'economia reale.

L'internazionalizzazione

Un altro elemento fondamentale per la creazione di valore nelle imprese, soprattutto in un contesto di grande competitività come quello attuale, è quello dell'internazionalizzazione, strettamente collegato al tema della crescita sopra descritto. Oltre all'erogazione di capitali per facilitare l'ingresso in nuovi mercati, il sostegno dell'operatore si manifesta anche dal punto di vista strategico e operativo. Tra gli impatti del private equity sulle imprese, infatti, va indubbiamente evidenziata l'introduzione di prerequisiti fondamentali per un'efficace espansione all'estero, come ad esempio la trasmissione di competenze *core* e l'aumento della propensione al rischio. Secondo uno studio condotto da alcuni ricercatori dell'Università Cattaneo - LIUC su un campione di 154 operazioni di private equity (*expansion* e *buy out*) realizzate nel periodo 2006-2015 in società italiane, nella maggior parte dei casi i fondi prediligono, già a partire dalla fase di selezione, aziende che siano orientate all'espansione all'estero, per realizzare concretamente questo obiettivo durante tutto l'*holding period*. Gli interventi intrapresi dai fondi verso una maggiore internazionalizzazione, infatti, creano effettivamente valore a favore delle proprie partecipate, incrementando il grado di internazionalizzazione in termini sia di quota di esportazioni, sia di fatturato estero, portando di riflesso a un incremento della stessa competitività delle imprese. Complessivamente, nell'82% delle operazioni, il private equity ha contribuito a migliorare i processi di internazionalizzazione, effettuando questa attività nel 45% dei casi di imprese che ancora non erano internazionalizzate. Lo studio rivela, inoltre, che l'Europa rappresenta il target privilegia-

to per l'espansione (33% dei casi, grazie in particolare a Francia e Regno Unito), seguito dall'America (31%). Per quanto riguarda le modalità di espansione all'estero, la scelta preferita è l'apertura di una nuova sede, seguita dalla ricerca e contrattualizzazione di agenti e distributori e dall'acquisizione di una società già attiva nel mercato di interesse.

Il capitale umano e la governance

Un ulteriore tema particolarmente importante è quello relativo al capitale umano. Nel corso del periodo di investimento il sostegno dell'operatore su questo tema è fondamentale, contribuendo alla managerializzazione dell'azienda, fornendo un supporto nella definizione dell'organizzazione interna e nella selezione e attrazione di alcuni profili di rilievo, anche grazie a meccanismi di incentivo e allineamento di interessi e obiettivi. Una ricerca realizzata da AIFI e Mindful Capital Partners su 170 aziende nel portafoglio del private equity mostra che, considerando il periodo compreso tra il momento dell'investimento e la fine del 2022, il numero di dipendenti è cresciuto dell'8%, valore che sale al 34% se si considerano le sole PMI, il principale focus di investimento degli operatori, in linea con il tessuto industriale del Paese. Proiettando i risultati su un orizzonte temporale di circa cinque anni, che rappresenta il periodo medio in cui le società rimangono nel portafoglio, emerge che complessivamente in ciascuna azienda vengono creati 77 posti di lavoro, 51 se si guarda alle PMI. A supporto di queste evidenze, nella seconda parte della ricerca sono stati analizzati i dati di bilancio di 420 società disinvestite nel periodo 2013-2021, confrontando alcuni indicatori tra il momento dell'ingresso e quello dell'uscita del private equity. Anche in questo caso la crescita dell'occupazione è significativa e pari al 41%. Non cresce soltanto il numero di addetti, ma con esso

aumentano anche il costo del lavoro e la produttività per dipendente, a testimonianza del ruolo fondamentale che può ricoprire il private equity per l'intero sistema economico, configurandosi come un vero e proprio motore per lo sviluppo.

Il supporto dell'operatore si realizza anche attraverso una serie di interventi che riguardano la *governance*: nel 72% dei casi avviene l'inserimento di nuovi manager, con una media di 3,6 figure per ciascuna società. I ruoli prevalenti sono il Direttore finanziario e l'Amministratore delegato e/o il Direttore operativo, che vengono introdotti in un'impresa su due. Con il private equity il Consiglio di Amministrazione si amplia, spesso con l'inserimento di soggetti indipendenti, aumenta il numero di donne all'interno del *board* e vengono inseriti comitati a supporto del CdA, con particolare riferimento al comitato strategico e a quello per la sostenibilità ed ESG. La managerializzazione dell'azienda consente di migliorare l'efficienza e la produttività, grazie anche all'inserimento di meccanismi di incentivo per i manager volti ad allineare interessi e obiettivi, presenti nell'84% delle aziende analizzate. Tutti questi elementi sono fondamentali per le imprese italiane, spesso di piccola e media dimensione, che hanno bisogno di figure capaci di guidare il cambiamento per poter affrontare le nuove sfide.

Le iniziative realizzate non riguardano solamente i manager, ma numerose attività sono rivolte a tutti i dipendenti: nel 66% delle imprese partecipate sono presenti piani di welfare che migliorano la qualità della vita, lavorativa e non solo, di tutti i lavoratori, con particolare riferimento a *fringe benefit*, assicurazioni sanitarie e altre misure per la famiglia. Nuove iniziative per la sicurezza, smart working, programmi di coinvolgimento dei dipendenti nella vita aziendale sono ulteriori elementi che sottolineano la grande attenzione del private equity verso le risorse umane, per creare un ambiente più sicuro e stimolante. Nel 62% delle imprese vengono introdotti corsi di formazione non obbligatoria, soprattutto di natura tecnica, ma

anche di informatica e per lo sviluppo di *soft skill*. Da ultimo, ma non certo per importanza, vanno menzionate le iniziative per abbattere le barriere di genere e favorire lo sviluppo di un ambiente di lavoro inclusivo, ritenuto dagli operatori sempre più una chiave fondamentale per la creazione di valore.

La sostenibilità

L'ultimo grande tema che negli anni recenti sta ricoprendo un ruolo sempre più significativo è quello delle politiche ESG, vale a dire quei fattori ambientali, sociali e di buon governo, sempre più ricercati dagli investitori istituzionali nei fondi in cui investono e implementati dagli operatori nelle società target. Partendo dalle tematiche ambientali, appare evidente come molte iniziative siano strettamente correlate al settore di attività. In generale, comunque, le misure vanno nell'ottica della riduzione delle emissioni di anidride carbonica, dell'inquinamento dell'aria e dell'acqua, della deforestazione, riguardando, quindi, il cambiamento climatico, l'aumento della biodiversità e la sicurezza alimentare. Il secondo livello di analisi è quello relativo alle tematiche che hanno una ricaduta sul tessuto sociale, includendo aspetti quali il rispetto dei diritti umani, l'attenzione verso gli interessi di tutti gli *stakeholder* dell'organizzazione, il rispetto del principio di legalità. Tra le iniziative che rientrano in questo ambito, si possono evidenziare la presenza di pratiche per il rispetto dei diritti dei lavoratori e contro ogni discriminazione, per il miglioramento dell'ambiente e del benessere lavorativo e i percorsi di formazione e crescita professionale, sopra descritti. Infine, con riferimento alla governance, numerose attività riguardano il Consiglio di Amministrazione, con l'obiettivo di garantire diversità (di genere, anagrafica e di competenze) ed equilibrio, senza un gruppo dominante e con un adeguato numero di soggetti indipendenti.

COME ERA IL PRIVATE EQUITY NEL 1986

di Giorgio Ciria
Presidente IGI Private Equity



Se prendiamo come riferimento il 1986, non si può parlare in senso stretto di private equity perché il termine al quale veniva riferita l'attività era quello di «capitale di rischio». Di fatto si trattava di un apporto di capitale a fianco del/degli imprenditore/i, che controllavano l'azienda in qualità di soci di maggioranza rompendo, in misura limitata, la totale dipendenza

delle società dal capitale di debito. Le iniziative come quella alla quale noi per primi abbiamo dato vita facevano capo a banche popolari e si proponevano di affiancare le aziende, già loro clienti, con un apporto di capitale per sostenerne lo sviluppo. Quindi quote di minoranza a titolo «capitale di sviluppo».

Noi come Arca Merchant avevamo dodici banche popolari che detenevano, in quote paritarie, il 100% del capitale.

L'avvio è stato complicato da diversi fattori, fra tutti *in primis* la definizione dello Statuto perché non vi erano precedenti di società finanziarie vigilate da Banca d'Italia e quindi, dall'oggetto sociale ai poteri degli organi amministrativi ai

controlli, tutto doveva essere normato *ex novo* in un contesto di continui pensieri e ripensamenti, che hanno comportato alcuni mesi di confronto dialettico prima di giungere alla definizione dello Statuto, che sarebbe poi stato la base per tutti coloro che sarebbero seguiti.

Il vero tema operativo era però come spiegare il nostro ruolo perché noi intendevamo intervenire solo nel capitale delle aziende migliori con l'intento di accelerarne la crescita mantenendo la conduzione nelle mani dell'imprenditore, o della famiglia, integrando la governance con la nostra presenza in CdA e con un sindaco nel Collegio.

Non c'era scelta di settori preferiti, ma solo selezione fra aziende buone o no.

Oggettivamente prima di entrare in sintonia con le banche socie, dalle quali veniva l'*origination* delle operazioni, ci vollero molti mesi e decine di migliaia di chilometri, per incontrare imprenditori spesso non meritevoli, perché le operazioni esaminate riguardavano nella maggior parte dei casi situazioni finanziarie critiche dove si voleva trasformare parte del debito bancario di aziende in difficoltà in partecipazioni azionarie della nostra società.

Lo stesso imprenditore aveva molte difficoltà a parlare di apertura del capitale perché non apprezzava il ruolo del socio di minoranza che avrebbe potuto accelerare lo sviluppo della sua attività e migliorarne la gestione.

I primi incontri erano imbarazzanti, in piedi davanti alla sua scrivania, e dopo due ore di presentazione la conclusione era: non ho bisogno di niente! Erano le iniziali difficoltà di fare breccia nella mentalità e nella diffidenza di avere un socio con il quale condividere le decisioni più importanti, senza contare il fatto che in quegli anni le aziende di piccola-media dimensione «certificate» erano pochissime e la certificazione era per noi una condizione irrinunciabile una volta fatto l'investimento.

Tutto sommato le difficoltà che incontravamo, e che erano comuni, erano la costante della cultura imprenditoriale degli anni Ottanta.

Per l'imprenditore, quasi sempre di prima generazione, l'autofinanziamento e il debito bancario a medio termine erano la fonte dei mezzi per far crescere l'azienda. I dirigenti e i collaboratori dovevano essere fedeli e fidati, le competenze le aveva l'imprenditore che aveva fatto l'azienda: non era facile per noi fare accettare l'idea che il socio finanziario potesse non solo fornire capitali o rendere parzialmente liquido il suo investimento, ma anche essere lo specchio nel quale riflettere e confrontare le sue idee sul futuro.

La nostra forza era nella proprietà delle banche popolari, soci pazienti, e nella guida di Marco Vitale, presidente di Arca Merchant, che col suo entusiasmo ci induceva a perseverare con tenacia e a rivedere periodicamente, con le nostre proposte, le aziende promettenti incontrate senza successo.

Voglio sottolineare il ruolo delle banche popolari perché la loro forza, rispetto alle aziende di «credito ordinario» da cui provenivo, consisteva nel fatto che nessuna aveva come obiettivo principale della gestione la massimizzazione del risultato d'esercizio, ma piuttosto quello di presidiare il territorio coprendo tutti i bisogni, anche gli interstizi, dei clienti. In sostanza erano vere banche popolari, un mondo oggi scomparso ma glorioso per come interpretavano il loro ruolo.

Eravamo un gruppo di quattro partner, con alle spalle esperienze diverse, ma con grande fiducia reciproca, tanto entusiasmo e spirito da pionieri.

Personalmente ho lasciato cadere la promozione a condirettore generale del Banco Lariano, per dare vita ad Arca Merchant attirato dalla sfida professionale del «capitale di rischio».

La società non percepiva commissioni di gestione e doveva provvedere ai costi correnti con ricavi che non venivano dalla parte «merchant» bensì dall'attività di *investment banking* con

commissioni di consulenza finanziaria, da organizzazione di pool di debito o M&A e principalmente dalla controllata Arca Commissionaria con i suoi proventi di intermediazione di valori mobiliari.

L'insieme dei ricavi ci ha consentito, fin dall'inizio, di remunerare regolarmente il capitale. Successivamente, dopo i primi tre-quattro anni sono arrivate le sopravvenienze da cessione di partecipazioni.

Il nostro modello è stata la società inglese «3i» che aveva iniziato a operare con investimenti di capitale di rischio nel primo dopoguerra, ottenendo ottimi risultati.

Dopo qualche anno sono arrivati i fondi di «private equity» con finalità di investimento per acquisire non la minoranza ma il controllo delle aziende, poi i fondi di «buy out» che oggi fanno la maggioranza delle operazioni di private equity con fondi raccolti prevalentemente da investitori istituzionali.

Anche Arca Merchant diede vita a un primo fondo di private equity denominato Arca Impresa con raccolta di fondi da privati, clienti delle banche socie.

In parallelo sorsero molte iniziative sempre di matrice prevalentemente bancaria, poche sopravvissero oltre ad Arca Merchant perché di fatto erano delle «infermerie» di capitale in sostituzione di rischi bancari di finanziamento.

La solidità delle aziende nelle quali investire è stato per Arca Merchant un punto fermo, mai derogato, ma difficile da fare accettare dai nostri soci. Noi potevamo, e sapevamo, aiutare la crescita e svolgere un ruolo concreto di consulenza. Ricordo che nei miei dieci anni di Arca Merchant abbiamo fatto circa cento operazioni di minoranza, tutte finalizzate alla crescita. Non sapevamo risanare le aziende in crisi. Per i *turn-around* non ci vogliono finanziari ma manager con competenze ed esperienze di gestione industriale, di razionalizzazione dei costi, di conoscenza di prodotti e mercati; solo pochi lo sanno fare.

L'arrivo di una pluralità di operatori italiani e stranieri contribuì a un rapido aggiornamento professionale di quelli già sul mercato e alla maturazione e al cambiamento di mentalità dell'imprenditore.

In pochi anni la pubblicità di buone operazioni fatte ha contribuito a sviluppare il mercato.

Arca Merchant fece anche investimenti di maggioranza, in pool con altri investitori: però di fatto eravamo bravi a fare gli azionisti, i consulenti, i controllori del rischio dell'investimento, ma impreparati a gestire le aziende. Comunque si ottennero buoni risultati con ritorni soddisfacenti e poche perdite, ma lontani dai ritorni dei *buy out* attuali.

Quali sono state le tappe decisive per lo sviluppo di questo mercato?

Nella mia esperienza si sono succeduti nel tempo alcuni cambiamenti strutturali del mercato e dell'operatività. Ne riassumo i principali:

- Il mercato si è sviluppato perché sono progressivamente aumentati gli operatori. L'inizio era di fatto limitato alle società di matrice bancaria o miste con qualche privato. Dopo qualche anno arrivarono molti *player* privati e veri fondi di private equity. Merita di essere citata la presenza sul mercato sin dai primi anni di una società quotata che fu la SOPAF con la quale si potevano condividere gli investimenti e che ha formato molti operatori e professionisti, i quali a loro volta hanno dato vita a nuove iniziative con la filosofia del private equity.
- Nel tempo si sono consolidate le società di gestione che facevano capo a grandi gruppi familiari ovvero professionisti indipendenti, con una raccolta da ricchi privati che diversificavano gli investimenti o con l'apporto di investitori isti-

tuzionali internazionali e «fondi di fondi». Alcuni operatori italiani si sono fusi fra loro o hanno conferito le loro attività in fondi internazionali diventandone l'emanazione sul nostro mercato, diventato quindi più ampio e articolato.

È noto infatti che il mercato del private equity è un mercato dove l'offerta crea la domanda.

Con il moltiplicarsi degli attori si è notevolmente incrementata la tipologia delle operazioni di investimento: dal capitale di rischio iniziale con investimenti di minoranza al private equity attuale in cui l'obiettivo non è l'accompagnamento allo sviluppo, ma l'acquisizione dell'azienda.

- Si sono affermate in particolare le operazioni di *management buy out* che gradualmente hanno realizzato la grande parte degli investimenti e hanno aperto il grande mercato della continuità aziendale attraverso la cessione del controllo delle aziende familiari.
- Il sistema bancario, che inizialmente aveva guardato con prudenza e perplessità i cambiamenti intervenuti, è entrato con decisione nelle operazioni di private equity con la concessione di finanziamenti indispensabili per l'*acquisition financing*, componente chiave per la redditività degli investimenti. Nella grande parte si trattava di operazioni su aziende medie, anche se vi sono state operazioni di sistema, una per tutte il grande *buy out* della Telecom che ha avuto fra i partecipanti una prevalenza di investitori italiani.
- Sotto l'aspetto normativo il vero cambiamento è stato l'introduzione delle «società di gestione del risparmio» (SGR). Si è così definita la forma giuridica e operativa degli attori sotto la vigilanza della Banca d'Italia e di Consob con una normativa complessa, come ben sappiamo, a tutela degli investitori e come disciplina degli operatori.

Merita un riconoscimento il ruolo essenziale svolto da AIFI, che dal primo momento ha guidato tutte le società di gestione

con competenza e professionalità a districarsi e interpretare l'insieme delle normative fiscali, legislative e di rispetto del mercato divenendo il riferimento indispensabile per gli operatori italiani e internazionali.

Lato operatori, come è cambiata la domanda?

La professione è cambiata radicalmente negli ultimi vent'anni. I primi operatori, dei quali faccio parte, erano di fatto dei fiancheggiatori della proprietà. Come già detto, le minoranze erano investimenti a responsabilità e rischio contenuti, richiedevano un'attenzione all'andamento delle partecipate attraverso una puntuale verifica dei numeri e un colloquio costante con il socio di maggioranza. Il punto chiave era proprio questo: l'intesa e la vicinanza all'imprenditore e ai suoi collaboratori per creare un contesto di fiducia affinché nessuna decisione fosse presa senza il consenso comune, e una vigilanza sulla struttura del debito societario.

Negli anni siamo passati attraverso diversi e complicati cicli economici: da anni di inflazione a doppia cifra a periodi di deflazione con scarsità di offerta di credito (elemento sempre delicato per la gestione dei rapporti fra le società di portafoglio e le banche).

Il punto critico per le operazioni di minoranza è sempre stato l'uscita dall'investimento. I gestori guardavano alla quotazione e alcune aziende, complessivamente poche, sono state portate in quotazione. Il problema era che, nonostante i patti parasociali prevedessero una vendita congiunta della società, di fatto questo non succedeva e le minoranze venivano riacquistate dalla proprietà.

Non avendo in concreto la forza di attivare la cessione dell'azienda si finiva per dismettere l'investimento sacrificandone il rendimento.

Nonostante questo le operazioni di minoranza non sono sparite. È cambiato il profilo degli operatori e le modalità di realizzarle. Di fatto sono entrati con successo sul mercato i fondi di «private debt». I loro gestori hanno prevalentemente la cultura del rischio di credito però le operazioni che fanno hanno caratteristiche di rischio e rendimento simili alle partecipazioni di minoranza e lasciano la gestione dell'azienda nelle mani dell'imprenditore o della proprietà.

Per contro per soddisfare le esigenze degli investitori istituzionali, che investono solo in fondi che prendono il controllo delle aziende, sono cambiati il profilo e le competenze professionali dei gestori dei fondi. La vera differenza consiste nel fatto che con la maggioranza del capitale il gestore si assume la responsabilità dell'azienda e del suo divenire. Avere la responsabilità non vuole dire fare gli atti di gestione, che spettano al management, ma identificare prima della chiusura dell'investimento il capo azienda (CEO), il capo della finanza (CFO) e il responsabile commerciale.

Questo è stato il vero cambiamento professionale: il salto di responsabilità e di coinvolgimento nell'investimento.

Si è evoluta radicalmente la remunerazione dei gestori con l'introduzione del «carry interest» e delle stock option per il management con un drastico incremento dei loro compiti interni e verso gli *stakeholder*.

Quali sono le grandi differenze fra allora e oggi?

Le differenze sono molteplici e le possiamo così riassumere:

- Il mercato è diventato molto più grande e i piccoli operatori iniziali hanno dovuto confrontarsi con le grandi società di private equity.
- La maggioranza degli investimenti è destinata ad acquisire

il controllo delle società anche di piccola/media dimensione.

- È aumentata di molto la concorrenza fra gli attori del mercato e il prezzo delle società target. Inizialmente si concludevano sulla base di una trattativa diretta con l'imprenditore, oggi ogni operazione si perfeziona prevalentemente con una procedura d'asta competitiva fra offerenti finanziari e/o società industriali che cercano alleanze per partnership produttive o integrazioni per acquisire quote di mercato.
- Si è formato un mercato secondario che ha favorito i disinvestimenti delle società di portafoglio sempre con procedure competitive e per cessioni ad altri fondi o ad aziende industriali.
- La composizione dei fondi ha visto la graduale uscita degli investitori privati, perché gli importi minimi da investire sono aumentati, sono intervenuti gli investitori istituzionali (organizzazioni internazionali, fondi pensione, *family office*), sono rimaste alcune assicurazioni e banche con quote minoritarie. In qualche caso l'investitore rappresenta un grande fondo nazionale del suo Paese (fondi sovrani). In Italia va citato il decisivo apporto del «Fondo Italiano di Investimento» che ha fatto sia operazioni di minoranza sia investimenti come «Fondo di fondi» con ottimi ritorni, e del «Fondo Europeo di Investimenti», anch'esso come «Fondo di fondi».

Come già detto, il cambiamento della struttura del mercato ha comportato il cambiamento del profilo professionale degli operatori e ha aiutato con investimenti di maggioranza e di maggiori dimensioni, a superare, in parte, il male storico delle aziende piccole e medie che era ed è la frammentazione e la debolezza sul mercato.

A parte piccole nicchie, piccolo non è bello e spesso senza prospettive, il mitico signor Brambilla è quasi sparito. Ciò in

quanto il divenire dell'evoluzione tecnologica, della robotizzazione dei processi produttivi, della digitalizzazione delle aziende, ha cambiato il sistema gestionale anche delle realtà piccole/medie. Anni fa era determinante il prodotto e su quello si basava la forza dell'imprenditore. Il prodotto faceva il fatturato. Oggi questo non è più vero, occorre pensare al mercato in modo sistematico e continuativo, con una dimensione maggiore e con manager che conoscono i mercati e sanno vendere. Le aziende di conseguenza si sono dotate della funzione marketing. In questo i fondi hanno avuto un ruolo propositivo e innovativo nella governance delle aziende introducendo maggiore flessibilità operativa che ha voluto dire in sintesi più mercato e meno prodotto.

Spesso il proprietario dell'azienda ha ceduto il controllo ma è rimasto con una quota di minoranza, con un ruolo attivo accanto al management professionale.

Queste su indicate, a mio parere, sono le principali differenze intervenute che hanno cambiato il ruolo degli investitori e hanno drasticamente aumentato il rendimento delle operazioni.

Quale elemento di nostalgia rispetto agli anni in cui ha dato il via a questo nuovo mondo?

Nostalgia? No, personalmente nessuna. È stato un cambiamento naturale, graduale, che ha fatto crescere professionalmente e managerialmente tutti gli operatori che hanno resistito e sono rimasti in attività. Oggi i nostri fondi, fatta salva la diversa dimensione rispetto ai giganti internazionali, possiamo dire che sono strutturati nella loro attività, sia di analisi che di *compliance* e di *risk management* e ogni altro adempimento richiesto dalle Autorità di Vigilanza, al pari del contesto internazionale.

Sono aumentati gli adempimenti e questo, forse, è la sola nostalgia per la semplicità di allora.

Cosa manca ancora al settore?

Manca la concentrazione degli attori. Credo che sia per il tema raccolta che per i costi della gestione e dei vari adempimenti, occorra una maggiore dimensione. Così come è avvenuto per il sistema bancario che in dieci anni ha ridotto drasticamente il numero delle banche (pensiamo alle Casse di Risparmio locali) e rafforzato con tante fusioni il sistema del credito, così dovrebbe avvenire anche per gli operatori di private equity.

La raccolta diventerà sempre più complessa, gli investitori vorranno che i loro capitali vengano messi al lavoro sempre più rapidamente. Quindi più persone dedicate al *fundraising*, all'*origination* delle operazioni e all'analisi più approfondita e in tempi più rapidi degli investimenti.

Infine la maggiore dimensione delle società di gestione beneficerà in modo determinante delle sinergie di costo.

ALLE ORIGINI DEL «PRIVATE EQUITY» IN ITALIA

di Marco Vitale
Economista d'impresa
Presidente Vitale-Zane & Co srl



La nostra Costituzione è un grande baluardo per resistere a ulteriori concentrazioni di potere finanziario, per un'economia e una finanza partecipativa dove c'è posto per i grandi e per i piccoli, per un'economia del libero intraprendere ma nel rispetto di diritti sovraordinati, rispetto a quelli, pur legittimi, della buona finanza, per un'economia, una società, una cultura equilibrate che si oppongono

all'appiattimento e omogeneizzazione tecnocratica per la quale solo le grandi dimensioni meritano rispetto. Ecco perché non perdono occasione per tentare di scardinarla. Questa, e semplicemente questa, è la partita in gioco nel tentativo in atto di omogeneizzare e banalizzare tutte le nostre strutture bancarie, per sottoporle al pensiero unico di chi pensa che le banche popolari, e tutto il credito cooperativo, siano un'anomalia del sistema. Ed in effetti si tratta di un'anomalia rispetto al loro sistema. Ma il loro sistema è esattamente quello che i padri costituenti non volevano.

MARCO VITALE (18 gennaio 2016)

1986: come eravamo

Il 12 maggio 1986, avanti a Gianfranco Franchini, notaio residente a Milano, compaiono i signori:

- Bonaveglio Giacomo, nato a Bombay (India) il 1946, in rappresentanza di Eurovenca SpA (To) e di Iniziativa SpA (Biella);
- Tellini Giorgio, nato a Bibbiena nel 1937, in rappresentanza di SO.FI.PA Società Finanziaria di partecipazione SpA, di Finnova SpA, società per il finanziamento dell'innovazione e dello sviluppo, di Finprogetti SpA, tutte società facenti capo al Mediocredito Centrale del quale Tellini è dirigente. Tellini dichiara di intervenire anche a nome di SOPAF, Società Partecipazioni Finanziarie del Gruppo di Jody Vender;
- Fabio Cappon, nato a Roma nel 1953, di Credipar Finanziaria di Partecipazioni SpA (del Gruppo IMI);
- Pierleone Ottolenghi, nato a Milano nel 1932, quale presidente di Promozione per la Media Impresa, in forma abbreviata Promedia SpA;
- Gianmario Roveraro, nato ad Albenga nel 1936, quale amministratore delegato di Italfinanziaria Internazionale SpA.

Sono queste cinque persone, in rappresentanza delle citate società, che costituiscono l'«Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento nel Capitale di Rischio» (AIFI). Tra i soci fondatori non appare Jody Vender, personaggio fondamentale per la costituzione di AIFI, perché la sua società (SOPAF) era rappresentata da Tellini. È quindi più appropriato considerare come soci fondatori i componenti del primo consiglio direttivo che fu formato da: Marco Vitale, presidente; Giorgio Tellini; Jody Vender; Gianmario Roveraro; Giacomo Bonaveglio.

I maggiori animatori della costituzione di AIFI furono in ordine di importanza Jody Vender e Giorgio Tellini. Furono questi che chiesero a Marco Vitale di assumere la responsabilità di presidente.

La sede fu quella di via Cornaggia 10 presso lo studio della società Bersani Vitale, dove rimase sino al 2004.

L'atto costitutivo stabiliva:

L'Associazione è un'organizzazione stabile, di società finanziarie (venture capital merchant banking) che, come attività principale, effettuano investimenti in aziende sotto forma di capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni, prevalentemente di minoranza e in società non quotate in borsa, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate, pur senza assunzione della responsabilità imprenditoriale delle stesse.

L'associazione persegue, senza fini di lucro, i seguenti principali obiettivi:

- a) sviluppare e coordinare l'attività di investimento di capitale di rischio in Italia e in Europa;
- b) rappresentare gli interessi degli Associati in Italia ed all'estero e favorire la collaborazione fra le società operanti nel campo, in Italia e all'estero;
- c) favorire la raccolta e la divulgazione di informazioni nonché i contatti fra gli Associati, il mercato ed altri organismi esterni;
- d) contribuire alla formazione di gruppi manageriali qualificati sia nelle società associate sia nelle aziende partecipate;
- e) stabilire rapporti con i competenti organi italiani e stranieri al fine di promuovere l'emanazione di provvedimenti legislativi e/o regolamenti volti a disciplinare e favorire l'attività di investimento a titolo di capitale di rischio;
- f) vigilare sul rispetto da parte degli Associati del codice di comportamento di cui all'art. 8 dello Statuto così come specificato nell'articolo 2 dello statuto sociale.

Ma alla squadra iniziale si aggiungono ben presto altri personaggi. Dal comitato direttivo escono Gianmario Roveraro e Giacomo Bonaveglia ed entrano per cooptazione Vittorio Serafini, su indicazione dell'IMI, e Cesare Rosa, molto attivo nell'avvio dell'associazione. Ma soprattutto entra nella squadra un personaggio chiave: Anna Gervasoni. Il verbale della prima assemblea AIFI del 16 marzo 1987 è firmato da Marco Vitale come presidente e da Anna Gervasoni come segretario

tecnico. Anna Gervasoni ha ventisei anni, ha studiato la materia con Jody Vender, con il quale si è laureata, che l'ha segnalata all'AIFI, ha poca esperienza pratica ma ha un piglio e una capacità di decisione e d'azione straordinaria e insieme di forte vocazione allo studio e alla didattica. Anni dopo dirò: è nata direttore generale. Ma, per ora, non c'è nessuno da dirigere e perciò viene nominata segretario tecnico. Ma soprattutto è attiva su tutti i temi sui quali si deve impegnare AIFI, che sono tanti e di diversa natura, con una grande abilità. Quello che da subito mi colpì fu la sua capacità di avviare un dialogo serio e costruttivo con gli enti di riferimento e in particolare con Banca d'Italia. Era decisionista ma anche diplomatica e studiosa. Con lei la squadra era completata e verrà rapidamente arricchita dai rappresentanti più attivi provenienti dagli associati.

Questi gli inizi di un cammino di ormai quasi quarant'anni. Ma c'è ancora molto da fare e c'è il tempo, perché lo statuto di AIFI stabilisce che la durata dell'associazione è fissata al 31 dicembre 2100.

Ma come eravamo arrivati a questi inizi?

È indispensabile una sintesi storica perché non venivamo dal niente.

Le origini e l'art. 47 della Costituzione

Lo studioso che è veramente interessato alle origini del capitale di rischio nell'ambito dello Stato unitario italiano¹ non può non prendere le mosse dalla prima industrializzazione italiana nella seconda metà dell'Ottocento. Qui i grandi protagonisti furono la Società d'Incoraggiamento d'Arti e Mestieri di Milano (1838) e l'Istituto Tecnico Superiore (1863) che all'inizio

¹ Nei secoli d'oro dell'Italia e soprattutto nel Quattro-Cinquecento non mancarono pratiche di «private equity» e di «venture capital» soprattutto a Venezia, Genova, Napoli.

poté contare su un grande supporto della Società d'Incoraggiamento d'Arti e Mestieri e che subito i milanesi chiamarono Politecnico e dei tanti studiosi, operatori, tecnici di primo piano formati dalle due grandi istituzioni citate². E tra questi, due sommi: Giuseppe Colombo e Francesco Brioschi. Soprattutto il formidabile Giuseppe Colombo (1836-1921) non fu solo un grande tecnologo e professore ma un vero e proprio «merchant banker», guidando capitali provenienti da settori antichi (agricoltura, tessile, cartiere) verso settori innovativi e verso giovani brillanti come fece con il giovane Pirelli, uno dei primi laureati del Politecnico, operazione che nacque come una vera e propria operazione di «venture capital» organizzata dal professor Colombo. Nel senso che lo intendo io, il più grande banchiere di affari della storia italiana è Giuseppe Colombo, tecnologo (sicuramente chi ha frequentato studi di ingegneria di una qualche tradizione avrà visto il manuale Hoepli del Colombo che è ancora in giro in molti studi), allievo di Cattaneo, presidente per tanti anni della Società Arti e Mestieri, dove si formarono i quadri e da dove vennero fuori molti di quelli che poi andarono a fondare aziende, rettore del Politecnico di Milano e infine senatore. Proprio nel suo ruolo di presidente della Società Arti e Mestieri e di rettore del Politecnico, quest'uomo straordinario, di grandi capacità costruttive, era portatore di una visione lucidissima dello sviluppo tecnologico: il suo mestiere, il suo interesse gli faceva capire con grande lucidità dove ci si doveva sviluppare e come. Ci sono delle sue relazioni lucidissime, nelle quali fa il quadro della posizione italiana, dei settori in cui siamo estero-dipendenti, dei settori in cui possiamo affrancarci e delle direzioni da prendere. Ma non si limita a fare le analisi, diventa promo-

² Chi è interessato a questo periodo fondamentale dell'industria italiana può utilmente leggere l'eccellente libro di Carlo G. Lacaita *L'intelligenza produttiva. Imprenditori, tecnici e operai nella Società d'Incoraggiamento d'Arti e Mestieri di Milano (1838-1938)*, Electa, Milano 1990.

tore di aziende, grazie al suo prestigio e ai suoi contatti. Ed è così che nasce la Pirelli. Il giovine Pirelli è uno dei primi laureati, l'110 e lode, al Politecnico, laureato sui temi della gomma perché il professor Colombo gli aveva detto che la gomma era un prodotto dell'avvenire. Viene mandato, con una borsa di studio, a studiare in Germania e in Inghilterra. Rientra in Italia e con l'aiuto del professor Colombo che chiama a raccolta i suoi amici, quelli che avevano il capitale, fonda la Pirelli; una aggregazione di venture capital promossa dal suo professore, intorno a un ingegnere che si era indirizzato verso la gomma su consiglio del suo professore.

E così nasce la Edison. Giuseppe Colombo va a Parigi, approfittando di un viaggio in Europa di Edison, negozia con lui l'acquisto della prima turbina e torna a Milano, dove la installa, prima in Europa, finanziata da commercianti, agricoltori, amici del Colombo, che intorno alla Società Arti e Mestieri e al Politecnico avevano creato una classe dirigente. Perché questo fa una classe dirigente: impiega il surplus che produce in un progetto di sviluppo, sostenendo le innovazioni e i nuovi settori che continuamente la tumultuosa vita industriale produce.

Fu, nel suo insieme, una stagione magica quella dal 1861 al 1914, per l'economia italiana, ricca di uomini, progetti, sviluppi, un periodo in cui si credeva nell'impresa, nel mercato e nella competenza. Fu con la guerra del 1914 che l'incanto si ruppe e attraverso crisi belliche e postbelliche, fascismo ed economia corporativa, grande crisi degli anni Trenta con il crollo delle maggiori banche e delle maggiori industrie, crisi della Seconda guerra mondiale, che prese sempre più piede un'economia dirigista e statalista. Beneduce e Menichella, personaggi chiave della ristrutturazione economica degli anni Trenta, credevano alla funzione del mercato e ricorsero allo stesso per finanziare l'IRI, purché i canali di finanziamento fossero intermediati e controllati da enti pubblici. Centralismo, statalismo, cooperativismo erano le caratteristiche domi-

nanti dell'economia italiana, squassata dalla guerra, che le nuove classi dirigenti della ricostruzione ereditarono dalla guerra e dal crollo del regime, e per molti andava bene così.

Qui si innesta la vicenda *fondamentale* dell'art. 47 della Costituzione. Fu il primo scontro aperto tra sostenitori dello sviluppo del mercato finanziario e del risparmio e i sostenitori di un sistema finanziario bancocentrico e rigidamente controllato dalla mano pubblica. È uno scontro che ritroveremo, in forme e momenti diversi, nei decenni successivi, e che è sempre e ancora in atto.

L'attuale art. 47 della Costituzione emerse dalla seduta dell'Assemblea Costituente di lunedì 19 maggio 1947, ore 15.00. L'articolo elaborato dalla Commissione e sottoposto all'Assemblea (che portava il numero 44) era il seguente:

La Repubblica tutela il risparmio: disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.

A questo testo della Commissione, difeso, con molta abilità, dal presidente della stessa, Ruini, furono presentati numerosi emendamenti, tutti relativi al tema della difesa del risparmio dall'inflazione e del controllo del credito. Tra questi un emendamento di Einaudi, Corbino, Badini Confalonieri e altri, e illustrato da Einaudi, che diceva: «Aggiungere il seguente comma: A tal fine (difesa del risparmio) è garantito il rispetto della clausola oro». Ma gli emendamenti, tutti rifiutati e confutati con grande abilità da Ruini, furono o ritirati o, come quello di Einaudi, del quale Ruini aveva dimostrato, con relativa facilità, l'impraticabilità, respinti.

L'unico emendamento che passò, con lievi modifiche, l'unico contro il quale l'abilità di Ruini³ non fu sufficiente, fu quello

³ In realtà Ruini, pur respingendo l'emendamento, disse: «L'onorevole Zerbi, che mostra molta competenza in materia, ha proposto un emendamento interessante».

steso e svolto da Tommaso Zerbi⁴ e presentato da ventisette democratici cristiani⁵. L'emendamento proponeva di sostituire l'intero articolo elaborato dalla Commissione con il seguente:

La Commissione tutela il risparmio in tutte le sue forme e favorisce l'accesso del risparmio popolare all'investimento reale promuovendo la diffusione della proprietà dell'abitazione, della proprietà diretta coltivatrice, del diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese. La Repubblica disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.

L'emendamento fu illustrato, in modo molto convincente, da Zerbi nel pensiero del quale confluiscono e si fondono la tradizione del Partito Popolare della partecipazione, la grande competenza tecnica accumulata nella sua attività di studioso e docente di economia aziendale, e l'esperienza internazionale più recente, che viene soprattutto dagli anni Trenta e dal mondo anglosassone.

⁴ Tommaso Zerbi (Cermenate, 27 marzo 1908 - Milano, 14 marzo 2001) è stato un economista e politico italiano. Allievo di Gino Zappa, fu docente di ragioneria ed economia aziendale prima presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi e poi presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Autore di numerosi libri di storia della ragioneria, nella sua attività politica, fu membro prima del Partito Popolare di don Luigi Sturzo e, dopo la sua partecipazione alla resistenza, dal 1945 segretario provinciale dello stesso Partito Popolare e poi membro della Democrazia Cristiana. Tommaso Zerbi venne eletto all'Assemblea Costituente nelle file della stessa Democrazia Cristiana nel Collegio IV di Milano e fece parte della Terza commissione per l'Esame dei Disegni di Legge, della quale il 4 dicembre 1946 venne nominato vicepresidente. Fece inoltre parte del governo De Gasperi VII quale sottosegretario al Bilancio, con il ministro Giuseppe Pella. Zerbi era una persona di straordinaria lucidità, competenza e garbo.

⁵ L'emendamento fu presentato dagli onorevoli Zerbi, Malvestiti, Capugli, Belotti, Balduzzi, Avanzini, Morelli, Pat, Sampietro, Pastore Giulio, Cotellessa, Bianchini Laura, Castelli Avolio, Ferrario Celestino, Gui, Quarrello, De Maria, Coccia, Pella, Meda, Delli Castelli Filomena, Benvenuti, Clerici, Baracco, Bovetti, Gortani, Arcaini.

Zerbi afferma⁶:

Senonché, io ritengo che il solo mezzo che l'esperienza storica abbia dimostrato sufficientemente efficace per difendere, almeno in larga parte, il contenuto economico del risparmio delle classi operaie, artigiane, impiegatizie, pensionate, insomma del piccolo risparmio popolare sia nello spalancare a tale piccolo risparmio anche le porte dell'investimento reale in beni strumentali, sia nell'educare tale piccolo risparmio a tali investimenti, sia nel munirlo di strumenti economico-giuridici nuovi o di nuove forme associative, atte a redimere il risparmio popolare da quel complesso di inferiorità che finora lo ha fatto soccombente alle vicende della moneta.

All'incirca un secolo fa, in seguito a vicende che potremmo designare come semplici ventate a paragone della catastrofica bufera che in questi ultimi anni ha squassato in Italia gli investimenti monetari a reddito fisso, *il piccolo e medio risparmiatore inglese insegnarono la propria difesa nel cosiddetto investment trust, organismo di concentrazione del risparmio, capace di attuare accorti assortimenti di investimenti e di rischi azionari ed obbligazionari, pronto a mutare tempestivamente gli investimenti medesimi in rapporto alle variabili tendenze del mercato monetario e finanziario all'intento di assicurare al risparmio stesso un optimum di sicurezza e di stabilità di contenuto economico insieme alla più alta remunerazione possibile.*

Io credo che l'investment trust possa essere molto utilmente diffuso anche nel nostro Paese, sia nella sua struttura tradizionale sia e soprattutto nella forma di grandi cooperative d'investimento, le quali in varia guisa potrebbero anche coordinare le finalità caratteristiche dell'investment trust con quelle di holding popolari oppure d'impiegati ed operai risparmiatori.

Mediante le accennate forme d'investimento associativo noi diffonderemmo la piccola comproprietà dei grandi capitali industriali, noi intesseremmo concreti motivi di solidarietà economica fra molti del nostro popolo ed i maggiori dei nostri complessi produttivi ed *erigeremmo, al tempo stesso, validi strumenti di meno iniqua redistribuzione fra le varie classi sociali delle male conseguenze di future bufere*

⁶ Conservo le sottolineature (qui evidenziate in corsivo) perché esse furono apposte sul testo degli atti parlamentari in mio possesso direttamente dall'on. Zerbi.

monetarie. Per tutte queste considerazioni io ritengo che la nostra Costituzione non possa ignorare l'accennato problema e, nella forma qui proposta, o in altra più acconcia, io penso debba *impegnare il futuro legislatore alla ricerca di una sostanziale e non appena nominale difesa del risparmio popolare*.

Dunque, nel pensiero di Zerbi e dei colleghi presentatori dell'emendamento la difesa vera del risparmio popolare dalla svalutazione non la si realizza con meccanismi contrattuali di difficile tenuta e credibilità (come era il caso della proposta Einaudi sulla clausola oro) ma dando vita a un'economia partecipativa dove il risparmio popolare si saldi con gli investimenti produttivi. E ciò diventa, al contempo, fattore di diffusione della proprietà, di migliore distribuzione di redditi, di educazione economica, di maggiore responsabilità individuale e collettiva, di crescita di istituzioni di investimento collettivo preposte a questa funzione. Dietro quelle poche righe dell'art. 44 vi è, dunque, una visione ampia e lungimirante che viene da lontano e che guarda lontano.

Zerbi accettò alcune modifiche suggerite da Ruini ma mantenne il suo emendamento così modificato, che venne approvato. L'art. 44 proposto da Zerbi diverrà, poi, con un piccolo riaggiustamento formale, l'attuale art. 47 della Costituzione:

La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme: disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

L'abilità oltre che la competenza di Zerbi furono indubbiamente rilevanti in quella occasione. Ma il numero elevato di firmatari, l'andamento della discussione, la posizione non così fortemente contraria, come per gli altri emendamenti, di Ruini, il deciso intervento di sostegno di Taviani, in rappresen-

za del Gruppo democristiano, tutto dimostra che la proposta non fu estemporanea ma che essa era stata ben meditata e ben preparata nell'ambito della Democrazia Cristiana. E in effetti quell'emendamento veniva da lontano. Veniva almeno da quel convulso settembre 1920, il settembre dell'occupazione delle fabbriche, quello dell'ultimo governo Giolitti. Fu allora che la direzione del PPI (cioè Sturzo) e la CIL prepararono un progetto di legge per l'introduzione dell'azionariato operaio (il primo provvedimento in tal senso della storia italiana) per lo sviluppo del cooperativismo industriale. Mentre, dunque, il movimento socialista era interessato a un controllo sulla gestione e rifuggiva da ogni forma di partecipazione alla proprietà e agli utili (in quanto ciò avrebbe trasformato, come diceva Serrati, gli operai in «aiuti interessati alla gestione borghese»), il PPI di Don Sturzo puntava decisamente sulla partecipazione alla proprietà azionaria e agli utili. Sturzo (accompagnato da Gronchi, segretario della CIL, e da Tovini, segretario del Gruppo parlamentare popolare) si incontrò con Giolitti per chiedere che il progetto del PPI venisse affiancato al progetto governativo di matrice socialista che, nel frattempo, aveva già raggiunto il consenso degli industriali e della Confederazione del lavoro. Giolitti si rifiutò affermando: «Non posso accettare il Vostro progetto perché di partito», anche se, a detta di Gabriele De Rosa, Giolitti «dentro di sé, lo preferisse all'altro sul controllo delle aziende».

Ma neppure Zerbi, come spesso mi ha illustrato personalmente⁷, pensava che esso sarebbe stato così drasticamente e

⁷ Anna Gervasoni e io ci recammo a rendere omaggio a Zerbi nel 1995. Zerbi aveva ottantasette anni ed era lucidissimo e in buona salute. Gli chiedemmo di accettare la posizione di presidente onorario di AIFI per rimarcare la continuità tra la sua azione per l'articolo 47 della Costituzione e l'azione di AIFI. Lui fu lieto di accettare e fu nominato presidente onorario nel consiglio dell'8 maggio 1995. Da allora fu diligentemente presente alle assemblee e riunioni AIFI per gli altri anni che visse sino al 2001. Forse era l'ultimo costi-

rapidamente rimosso nell'ambito di quella costituzione materiale che, nel giro di pochi anni, avrebbe totalmente stravolto l'essenza, molti degli indirizzi e dei principi di fondo della Carta costituzionale approvata dall'Assemblea Costituente. Tre forze potenti si ergono contro la visione della democrazia economica e partecipativa propria della Costituzione, della quale l'art. 47 è un semplice tassello che non va considerato isolatamente dagli altri principi della Costituzione. Da un lato vi sono la sinistra e il sindacato marxista per i quali conta solo la lotta di classe organizzata e gestita dal sindacato e dalla direzione centrale del partito comunista. Dall'altro vi sono le potenti oligarchie economiche-industriali italiane che non vogliono neanche sentir parlare delle cose che avevano già concordato con Giolitti negli anni Venti, che non vogliono nessuna interferenza di nessun tipo da parte di nessuno, e men che meno dal mercato. I mezzi finanziari verranno dagli smisurati profitti del boom post-bellico e, se questi non saranno sufficienti, da accordi con il governo e con le banche del governo, possibilmente dopo averle rese ancora più benevole con la corruzione. Ma anche la nuova imprenditoria media e più seria non è interessata a questa prospettiva che appare secondaria di fronte alla rigogliosa crescita economica, alle grandi possibilità di autofinanziamento e ai finanziamenti agevolati degli istituti a ciò dedicati. È significativo che nella smisurata e interessantissima documentazione dell'attività di Angelo Costa, certamente il miglior presidente della Confindustria del dopoguerra e portatore di un pensiero onesto e non strumentale, contenuta negli otto volumi che coprono il periodo

tuate vivente e fu una gioia per lui ma anche per noi averlo al nostro fianco. L'incontro del 1995 fu molto bello e commovente. Lo trovammo al tavolo di lavoro nella sua bella biblioteca. Ci regalò due suoi libri: *La Banca nell'ordinamento finanziario visconteo*, editore Cavalleri di Como, ristampa della sua prima opera scientifica del 1935; e *Moneta di conto nelle fonti contabili di storia economica*, Marzorati, Milano 1955.

dal 1942 al 1976, documentazione dove si parla ripetutamente di tutto e di tutti, un unico tema è praticamente assente ed è proprio quello della Borsa, del mercato mobiliare, della diffusione della proprietà mobiliare. Le poche volte che Costa è chiamato a pronunciarsi sull'argomento della partecipazione dei dipendenti alla proprietà e agli utili, la sua posizione è del tutto negativa. La terza forza è quella del sistema bancario, ostile a ogni innovazione che possa favorire la crescita di un mercato finanziario articolato e che è fundamentalmente ostile a ogni istituzione migliorativa del mercato finanziario.

Di fronte alla morsa di queste forze, i democristiani, dal canto loro, abbandonano rapidamente la visione che derivava dal pensiero popolarista (persona, società intermedie, autonomie locali, diffusione della proprietà, democrazia economica, come premessa e componente integrante della «Libertà» sturziana), e si spostano con decisione, con il fanfanesimo, verso il capitalismo di Stato, mentre altre componenti non irrilevanti del mondo cattolico si pongono in gara con il mondo marxista sul filone del collettivismo, del socialismo, dello statalismo. L'art. 47 della Costituzione o, meglio, il pensiero che l'ha ispirato, scompare negli anni Cinquanta, Sessanta e Settanta e rinascerà lentamente e in forme diverse solo dopo la rottura violenta del capitalismo di Stato portata dalle vicende internazionali, dalla crisi petrolifera e dalla conseguente crisi industriale che attraversa tutta la seconda parte degli anni Settanta. Il capitalismo di Stato è, del resto, una strada obbligata una volta sancita la separatezza tra risparmio e investimenti. Una volta impedito al risparmio di accedere agli investimenti produttivi, come voleva l'art. 47 della Costituzione, la funzione di volano degli investimenti spetta necessariamente allo Stato sia direttamente, attraverso le sue imprese, che indirettamente, attraverso le sue banche. La spesa pubblica diventa il perno di tutto il sistema.

La rottura dello schema del capitalismo di Stato non è, però, il portato di un diverso progetto politico, di idee che si

contrappongono con un loro nuovo modello e che prevalgono sul piano della contesa politico-elettorale. Essa è frutto della gravissima crisi economica, produttiva, finanziaria degli anni Settanta. Il sistema si incrina perché non funziona più. Come avverrà in URSS a metà degli anni Ottanta. Sino a che il sistema finanziario italiano resta chiuso, la percezione della gravità del problema resta attutita, soprattutto per chi non vuol vedere (ancora alla fine degli anni Ottanta, un altissimo esponente della DC mi chiedeva, ironicamente, se io fossi veramente preoccupato dell'elevatezza del deficit e del debito pubblico). Quando l'accelerazione del processo di integrazione europea si salda con le spinte derivanti dalla crisi degli anni Settanta, il nostro modello di capitalismo di Stato e di circuiti finanziari dominati dallo Stato appaiono, almeno alle persone più responsabili, in tutta la loro contraddittorietà con il modello di economia aperta che, nonostante tutto, l'Italia sta perseguendo, sul fronte industriale e dello scambio di beni e servizi, dall'immediato dopoguerra. Si inseriscono qui i primi cauti mutamenti delle strutture finanziarie funzionali al capitalismo di Stato. Il primo significativo mutamento è rappresentato dalla tardiva introduzione dei fondi di investimento mobiliari aperti, introdotti, con una specie di colpo di mano, dal ministro Andreatta nel 1983.

Il primo progetto di legge per l'istituzione
dei fondi aperti. La lunga attesa: 1963-1983.

Il colpo di mano del ministro Andreatta

Il pur lento sviluppo del «private equity» in Italia non ci sarebbe stato senza lo sviluppo precedente dei fondi aperti. Quindi è necessario seguire la nascita di questi. Abbiamo già visto che essi rientrano in pieno nella visione di chi ha voluto l'art. 47 della Costituzione. Abbiamo anche illustrato le forze che bloc-

cano la partenza dell'art. 47. Come vedremo, il cammino verso la creazione di un moderno mercato finanziario segna sempre un'accelerazione nei momenti di crisi e di paura.

Il primo segnale di crisi e di paura si verificò nel 1963-1964 (allora si parlò di «congiuntura»). Questa acuta e breve crisi economica e finanziaria non solo segnò la fine del tumultuoso sviluppo iniziato verso il 1955-1958, che chiamammo il «miracolo economico» italiano⁸, ma generò preoccupazione in alcuni illuminati notabili democristiani: che il modello del capitalismo di Stato vada corretto? Che richiedesse qualche forma di integrazione con il mercato finanziario? In fondo erano tutti democristiani, i costituenti che avevano approvato l'art. 47. Fu così che nell'estate del 1963 il presidente della Borsa di Milano, Aletti, istituì un ristretto gruppo di lavoro formato da Isidoro Albertini, Ettore Fumagalli, Marco Vitale e forse altri che non ricordo, con l'incarico di redigere la bozza di una proposta di legge per l'istituzione dei fondi aperti. La richiesta veniva dal senatore democristiano Ponti di Como che si raccomandava di lavorare con una certa urgenza perché il governo considerava la cosa non solo importante ma anche urgente.

Ricordo che lavorammo in agosto a Milano, in un ufficio della Borsa senza l'aria condizionata, soffrendo molto per il caldo, ma con la consapevolezza di fare qualcosa di importante per il Paese. Stilammo la proposta di legge in quell'estate milanese di metà degli anni Sessanta, quasi del tutto uguale a quella che riapparirà nella proposta Andreatta del 1983. *La proposta era urgente ma non se ne fece niente per vent'anni.* Mancava una volontà politica diffusa, a parte qualcuno più illuminato, come Ponti, Berlanda e Andreatta, non a caso tutti democri-

⁸ A prezzi costanti del 1963 il reddito nazionale netto passa da 17.000 miliardi di lire nel 1954 ai 30.000 miliardi del 1964 e quello pro capite da 350.000 a 571.000 lire. La produzione italiana è al 9% di quella europea nel 1955 e sale al 12% nel 1962.

stiani, come democristiani erano i costituenti che votarono l'art. 47 della Costituzione. Gli altri non capivano l'urgenza e la necessità di svecchiare il sistema finanziario o erano apertamente contrari al mercato finanziario in quanto tale. L'on. Lombardi (socialista) aveva dichiarato che voleva distruggere la Borsa italiana.

Certo le banche non aiutavano. Anzi. Il sistema bancario era fortemente contrario a qualsiasi ipotesi di innovazione. Il terrore delle banche, terrore è la parola esatta, era quello di finire disintermedate, di perdere potere. Ricordo ancora che Lucio Rondelli, presidente del Credito Italiano, un giorno mi disse: «Il sistema bancario è come una barra di metallo, se si dà un colpo da una parte si deve sentire immediatamente la vibrazione dall'altra parte della barra. Se questa barra viene frastagliata, le vibrazioni non si sentono più. E questo non va bene».

Andreatta seppe tempestivamente cogliere uno spiraglio politico-parlamentare che si era aperto nel muro ostile dell'establishment e, in poco tempo, condusse in porto un'ottima legge sui fondi aperti.

L'elaborazione del progetto di legge per l'introduzione anche in Italia dei fondi di investimento aperti (trentasette anni dopo l'art. 47 della Costituzione che ne auspicava la creazione e vent'anni dopo la bozza di progetto urgente richiesta al gruppo di lavoro della Borsa del 1964) fu relativamente semplice e rapida. Ad esso collaborarono con lo staff di Andreatta soprattutto Isidoro Albertini, Marco Vitale, l'avvocato Bruna dello studio Chiomenti di Roma, che avevano già collaborato, facendosi una buona esperienza, alla progettazione e creazione del fondo lussemburghese di matrice italiana Fonditalia e i primi due anche nel gruppo di lavoro della Borsa del 1963-1964, che ha rappresentato l'ossatura di quella che diventerà la legge Andreatta.

Del progetto 1963-1964 ho già parlato. Ma non posso evi-

tare un breve accenno all'esperienza di Fonditalia. Uno dei maggiori sviluppi dei fondi aperti in Europa fu quello di un gruppo di matrice americana, denominato IOS, un gruppo spregiudicato, ma tecnicamente e organizzativamente abilissimo. IOS operando attraverso un fondo lussemburghese si sviluppò, con grande rapidità, in tutta Europa e anche in Italia. Ma in assenza di una regolamentazione in Italia, l'attività di raccolta di fondi era proibita. Ciononostante, IOS riuscì a dar vita a una rete di raccolta che ottenne risultati straordinari e che mandò il segnale che anche in Italia c'era un popolo di risparmiatori che cercava impieghi diversi dai tradizionali depositi bancari e titoli del tesoro. Non erano mancati altri segnali dello stesso tipo nel corso degli anni Sessanta. Mi riferisco al fenomeno dei cosiddetti titoli atipici che vide affluire un cospicuo ammontare di risparmio popolare verso titoli non regolamentati (per questo chiamati atipici) e privi di qualsiasi tutela e affidabilità, per lo più promossi da avventurieri e venditori di fumo. I titoli atipici furono una successione di autentici disastri, fenomeno tollerato se non stimolato da ministri irresponsabili e, forse, corrotti, del tipo che vedremo replicato, negli anni Novanta, con le finanziarie fantasma albanesi, in buona parte di matrice italiana. Ma con IOS si trattava di un'esperienza diversa, di un'organizzazione collaudata, di modalità operative ben conosciute e regolamentate negli USA e in numerosi altri Paesi anche europei. Nacque allora spontanea la domanda: perché non permettere a questi fondi di operare legalmente anche in Italia secondo schemi operativi regolamentati e quindi più affidabili? È una domanda che si poseero gli stessi dirigenti di IOS che iniziarono a progettare un fondo lussemburghese dedicato al mercato italiano (Fonditalia) con una rete distributiva in Italia regolamentata secondo la legge italiana.

Ma la stessa domanda dovettero essersela posta anche in istituzioni finanziarie italiane. Allora si disse, ma non sono in

grado di provarlo, che un processo di regolarizzazione in questo senso era molto ben visto e auspicato dal governatore della Banca d'Italia Guido Carli. Io fui invitato a partecipare alla costituzione di Fonditalia da Isidoro Albertini e dal bravissimo avvocato Bruna dello studio Chiomenti di Roma. Questo era certamente almeno un indizio, insieme al tradizionale spirito innovativo di Guido Carli, che la creazione di Fonditalia era vista positivamente anche dal Governatore Carli. Così si arrivò alla costituzione di Fonditalia, secondo principi e regolamentazioni molto rigorosi, sino a che, quando IOS, per suoi problemi, crollò, Fonditalia resistette solidamente e poté essere rilevato felicemente, con la rete distributiva, Fideuram dell'IMI, dando vita al primo fondo di matrice italiana serio, solido, ben regolamentato e ben guidato. Fu il confluire di tutte queste esperienze: dibattito costituente in sede di art. 44 (47) dell'Assemblea Costituente, progetto Borsa del 1963-1964, esperienza disastrosa dei titoli atipici, esperienza significativa di IOS in Europa e in Italia, importante esperienza della creazione di Fonditalia, prime esperienze nel campo di IMI, a favorire il lavoro di presentazione della proposta di legge Andreatta, grazie al quale anche l'Italia si dotò, tra gli ultimi Paesi, dopo l'India e dopo la Grecia, di una legge sui fondi d'investimento aperti. E fu una buona legge.

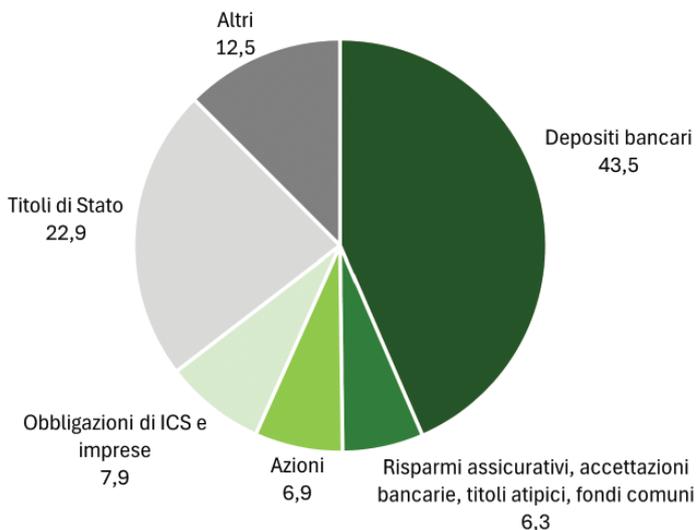
La partenza a razzo dei fondi aperti.

I risparmiatori italiani investono.

La nascita e il lancio del fenomeno Arca

Chi aveva collaborato con Andreatta per la legge sui fondi aperti non aveva dubbi sul fatto che sarebbe stata un successo e che sarebbe stata bene accolta dai risparmiatori italiani. I risparmiatori italiani erano pronti a diversificare e arricchire il loro portafoglio con investimenti diversi dai tradizionali depo-

Figura 1 - Com'era composto nel 1984 il portafoglio delle famiglie



Fonte: *Italia Oggi* su elaborazione dati Banca d'Italia

siti bancari e titoli di Stato, come nei Paesi a economia collettivista.

Ma neanche i più ottimisti immaginavano una partenza a razzo come fu quella dei principali fondi rapidamente avviati. Tale partenza non fu dovuta alle grandi banche, che furono lente e riottose a utilizzare il nuovo strumento di investimento, ma dalle banche territoriali più vicine ai risparmiatori e in particolare dalle banche popolari. La prima fu la Banca Popolare di Milano (presieduta dal professor Schlesinger) che, dopo essersi rifiutata di aggregarsi con altre popolari, partì da sola con la sua società di gestione (Gestfimi, presieduta dal professor Ruozzi). Ma subito dopo partì la società di gestione Arca, costituita nel 1983 dalle principali dodici popolari del Nord dopo la Milano, tutte con quote paritetiche: Banca Agricola Mantovana; Banca Antoniana di Padova e Trieste;

Banca Popolare di Bergamo; Banca Popolare Commercio e Industria di Milano; Banca Popolare di Crema; Banca Popolare di Cremona; Banca Popolare dell'Emilia; Banca Popolare di Lodi; Banca Popolare di Padova Treviso Rovigo; Banca Popolare di Sondrio; Banca Popolare di Verona; Banca Popolare di Vicenza.

Arca, per efficacia ed efficienza, per capacità di lavorare insieme, per risultati raggiunti per i risparmiatori, per capacità di inserire felicemente il nuovo prodotto nel portafoglio dei prodotti tradizionali, fu un fenomeno di successo particolare. Non posso analizzare, in questa sede, i fattori di questo successo ma ne devo ricordare almeno due. Il primo fu che i vertici delle dodici banche si impegnarono personalmente con i loro direttori generali nel Consiglio di Amministrazione di Arca. Questo fu il segnale chiaro che le dodici banche erano impegnate seriamente al massimo livello ed era un segnale diretto, al tempo stesso, ai propri collaboratori e ai clienti. Il secondo fu che, come presidente di Arca, dedicai un mese per incontrare sul posto *tutti* i responsabili di filiale delle dodici banche per spiegare a tutti gli operatori che cosa erano i fondi, perché erano uno strumento importante in tutto il mondo, perché non bisognava temere, come molti pensavano, la disintermediazione bancaria ma imparare a gestire il nuovo risparmio che si sarebbe investito nei fondi.

Fu la prima rottura del monolite di stampo parasovietico. Fu la scoperta che i risparmiatori italiani erano pronti a investire quando venivano loro offerti prodotti seri, gestiti in modo serio, da persone serie. La buona legge Andreatta e la buona partenza dei fondi aperti furono un tassello importante per portare avanti altri passaggi costruttivi del processo di costruzione di un mercato finanziario decente.

Gli stimoli per la creazione dei fondi chiusi
e per la prima regolamentazione
degli investimenti nel capitale di rischio.
La nascita di AIFI (12 maggio 1986)

Senza la breccia aperta dalla legge sui fondi aperti e senza il grande slancio assunto dai primi fondi avviati, non sarebbero arrivati i fondi chiusi, la prima regolamentazione degli investimenti nel capitale di rischio, la nascita di AIFI (Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento nel Capitale di Rischio). Per questo è stato necessario partire dall'art. 47 della Costituzione e raccontare, sia pure brevemente, la lunga attesa dall'art. 47 della Costituzione alla legge di Andreatta del 1983. Il successo dei fondi aperti fu come un sasso lanciato in uno specchio d'acqua immobile. Il sasso produsse dei cerchi concentrici che, piano piano, mossero tutta la superficie dello specchio d'acqua.

Ma fu anche un campanello d'allarme per un certo ceto politico. E questo spiega i grandi sforzi che si dovranno fare per innestare, su questo primo passo, gli sviluppi successivi, pur logici e conseguenti. Ci vorranno anni e anni di fatiche e di pazienza e la complicità di parlamentari isolati e distribuiti in tutto lo schieramento e la collaborazione di singoli personaggi operanti negli uffici studi di alcune grandi istituzioni economiche, per arrivare, terribilmente tardi e male (molti anni dopo l'India e la Grecia), a un'accettabile introduzione di quel fondamentale strumento di investimento collettivo che sono i fondi mobiliari chiusi e più in generale i vari strumenti di investimento nel capitale di rischio. Ma questi sviluppi successivi, pur tardi, male, pasticciati, verranno. E soprattutto verrà la liberalizzazione dell'ordinamento valutario italiano, il suo inserimento nel mercato finanziario mondiale, sino alla partecipazione all'avvio dell'euro. La nuova strada è stata tracciata dalla crisi prima e poi dall'Europa, dal mercato finanzia-

rio internazionale e dagli usi e costumi finanziari anglosassoni che sono diventati, ovunque e anche da noi, dominanti.

Subito dopo la legge sui fondi aperti, apparvero alla ribalta dei politici nuovi, genuinamente aperti all'innovazione finanziaria e allo sviluppo del mercato finanziario e mobiliare. Tra questi spiccò Enzo Berlanda, il primo politico a impegnarsi seriamente per l'introduzione nel nostro ordinamento dei fondi chiusi e degli investimenti nel capitale di rischio. Lo fece sia in sede parlamentare che partecipando ai dibattiti pubblici, che scrivendo articoli sui più importanti quotidiani, che dialogando, in modo sempre costruttivo, con operatori e studiosi. Persona di valore e integrità, Berlanda rientra certamente tra i maggiori protagonisti della modernizzazione del mercato finanziario italiano. C'era ancora la diffidenza se non l'ostilità della Banca d'Italia e quella delle maggiori banche. Ma il contesto culturale generale stava cambiando e la presenza di politici come Berlanda era di conforto. Il 28 febbraio 1986 fui invitato a tenere un'ampia relazione sull'ammodernamento del mercato finanziario in un centro di formazione della Banca d'Italia (Seminario Sadiba 10) organizzato dal Servizio Studi della Banca d'Italia in collaborazione con l'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e di Borsa e con la facoltà di Economia dell'Università Cattolica di Milano. La relazione ebbe una vasta diffusione tra operatori e studiosi. Fu allora che decidemmo di costituire l'AIFI il 12 maggio 1986, come ho raccontato all'inizio di questo scritto.

1986-2003: diciassette anni di lento e faticoso
ma sicuro sviluppo. La svolta del 2003

L'AIFI nasce nel maggio 1986. La prima regolamentazione degli investimenti nel capitale di rischio è del 6 febbraio 1987, con la delibera del Comitato per il Credito e il Risparmio alla

quale fa seguito poco dopo la necessaria direttiva applicativa della Banca d'Italia. È una regolamentazione che stabilisce che la Banca d'Italia potrà autorizzare le banche a partecipare a società di intermediazione finanziaria specializzate nel realizzare «l'afflusso di capitale di rischio alle imprese, affiancandosi al sostegno creditizio tradizionale» nel rispetto del «principio fondamentale del nostro ordinamento creditizio della separazione tra banca e impresa non bancaria».

Le regole alle quali la partecipazione è sottoposta sono severe ma nel sistema è finalmente entrato il principio che sia utile far affluire capitale di rischio alle imprese. È la prima riprova che l'art. 47 della Costituzione è ancora in vigore. E nella regolamentazione entrano anche alcuni vincoli che erano considerati allora buona pratica generale per gli investitori nel capitale di rischio: gli interventi partecipativi dovevano essere temporanei e a carattere minoritario; dovranno riferirsi a imprese con valide prospettive economiche con esclusione tassativa di operazioni che abbiano natura di salvataggio o siano finalizzate alla tutela di ragioni di credito delle banche; non dovranno essere finalizzati ad assumere la gestione della società partecipata.

La macchina si era messa in moto. In realtà, al di fuori del sistema bancario, già alcuni pionieri del capitale di rischio si erano mossi, anche prima della nascita di AIFI. La prima operazione di «equity capital» di cui ho traccia nel mio archivio è la nascita di LUVE (che sta per Lucky Venture). LUVE nasce il 16 ottobre 1985, con un capitale di 20 milioni di lire, per realizzare il 20 dicembre 1985 l'operazione di «management buy out» di acquisto del ramo d'azienda di Contardo in amministrazione controllata. Il capitale di maggioranza faceva capo a Iginio Liberali (54 anni, lunga carriera di manager in Necchi e Merloni) e alla sua famiglia. Senza il coraggio di Iginio Liberali LUVE non sarebbe nata. Ma non sarebbe nata neanche senza il sostegno finanziario e morale di tre pionieri del capita-

le di rischio: Eurovenca, di Giacomo Bonaveglio, Torino; SO.FI.PA, Società Finanziaria di Partecipazioni, Roma; Diatrading SpA, Treviso, di Carlo Bortoletti. Oggi LUVE è quotata in Borsa ed è tra i leader mondiali del suo settore. Ma senza questi coraggiosi operatori non sarebbe mai nata. Il primo consiglio si svolse il 20 dicembre 1985 ed era composto da Iginio Liberali, Marco Vitale e Giacomo Bonaveglio.

Con la delibera del CICR del 6 febbraio 1987 e la conseguente delibera applicativa della Banca d'Italia, la macchina ricevette un'accelerazione decisiva. Come era già successo con i fondi aperti, tra le banche più rapide ad accettare la sfida furono le dodici banche popolari del Gruppo Arca che, l'8 settembre 1987, costituirono Arca Merchant con piccole partecipazioni anche di Baring Italtrend Alpa Ltd, Rasfin SpA e ABK SpA. Lascio lo sviluppo di questa vicenda alla testimonianza di Giorgio Cirila che, sottratto al settore bancario, divenne il principale protagonista di Arca Merchant.

Per AIFI incomincia un lento e faticoso ma sicuro cammino. La direzione generale fu sempre garantita da Anna Gervasoni che con il passare del tempo assume sempre di più il ruolo di autentico pilastro di AIFI. I compiti che AIFI ha dovuto affrontare nel lungo cammino non erano e non sono né semplici né facili. I principali sono i seguenti:

- far conoscere alle imprese la natura e la funzione del «private equity» e vincerne la naturale diffidenza. All'inizio, anche a seguito di qualche episodio non felice, ci fu chi chiamava i fondi chiusi «le locuste», denominazione ora fortunatamente sparita;
- far capire agli operatori che l'approccio alle imprese non poteva essere solo finanziario ma aziendale e che i propri collaboratori dovevano essere economisti d'impresa e tecnologi piuttosto che puri finanziari;
- inserire il piccolo e nuovo gruppo italiano nel quadro inter-

nazionale guidato da Paesi dove la pratica del «private equity» era in atto da decenni;

- sviluppare una strategia e una deontologia di fondo, propria di questa attività in modo da crescere in credibilità e affidabilità e con radici solide nella consapevolezza che le piante non cadono quando le radici sono solide, sane, profonde e diffuse;
- dedicare molto tempo e molti sforzi alla formazione del personale AIFI, dei giovani attirati da questa attività e dei collaboratori dei nostri associati. Su questa linea un grande merito va al Master del private equity, creatura di Anna Gervasoni, giunto alla 24^a edizione;
- collaborare con le autorità competenti e in particolare con Banca d'Italia e con parlamentari e ministeriali interessati per ricercare insieme un giusto equilibrio tra le esigenze di tutela e solidità proprie dei supervisori e le esigenze di responsabile flessibilità proprie degli operatori;
- divulgare e far conoscere la realtà e l'immagine del «private equity» nel mondo imprenditoriale, nella stampa, nelle facoltà di economia, attraverso i convegni annuali, le pubblicazioni, i contributi dei propri amministratori e operatori.

Il nostro fu soprattutto un processo di autoformazione ma eravamo molto attenti alle esperienze che ci venivano da Paesi e scuole più avanzati. Personalmente trassi grandi benefici formativi da tre fonti. Studiai a fondo la letteratura americana relativa agli anni Trenta, che videro le prime riflessioni teoriche sul primo sviluppo del «private equity»; fu qui che trovai per la prima volta l'espressione che il «private equity» deve essere un «patient money». Fu un grande arricchimento personale dialogare a metà degli anni Settanta con Hyman Minsky, grande e per me anche intelligentissimo economista americano. In quegli anni, dopo la sconfitta del Vietnam, l'inflazione, la crisi petrolifera, le grandi città negli Stati Uniti e

l'economia americana erano in profonda crisi e depresse. Ma Minsky mi diceva: non vendete l'America a breve; vedrete l'economia americana risorgere e lo strumento principale della ripresa saranno le nuove imprese alimentate dal «private equity» e dal «venture capital», e mi parlava dei benefici del grande programma del presidente Johnson per portare capitale di rischio nello «small business». Quando fui nominato presidente di AIFI una delle prime cose che feci fu di chiedere un incontro a Londra con il presidente di 3i che era, allora, il più grande operatore di «private equity» d'Europa con migliaia di investimenti e che era nato nel secondo dopoguerra su stimolo della Banca d'Inghilterra e per volontà del governo inglese. Da questo lungo incontro ebbi tanti preziosi suggerimenti.

Ho detto che fu un cammino lento e faticoso e lo ribadisco. Ma fu anche di enorme interesse e di grande soddisfazione, tanto che non mi accorsi che il tempo passava velocemente. Nel 2002 mi resi conto che ero presidente di AIFI da sedici anni e che era tempo di passare la mano, cosa che incominciai nel 2002 e realizzai nel 2003. Il cambio non fu facile ma fu rivelatore di una nuova realtà; il numero degli associati era significativamente cresciuto e si era diversificato. Si erano creati diversi gruppi con caratteristiche operative ed esigenze diverse. Quindi un nuovo compito si aggiungeva per il vertice: imparare a tenere insieme e in buona armonia questi gruppi diversificati. Questo rese ancora più difficile la scelta del nuovo presidente. Dopo una battaglia interna, non priva di momenti dolorosi, la maggioranza degli associati sostenne la tesi che il nuovo presidente doveva essere esterno, indipendente da ogni componente degli associati per evitare lacerazioni interne e di alto *standing* personale. Fu questo un momento rischioso e fummo sollevati e lieti quando prevalse la tesi del candidato esterno e quando individuammo Dematté come candidato e ottenemmo il suo consenso. Dematté fu nominato presidente il 26 maggio 2003 ma morì il 19 marzo 2004. La

sua rapida scomparsa creò un periodo di turbamento e incertezza che si chiuse il 29 maggio 2012 con la nomina di Innocenzo Cipolletta, all'insegna della continuità, che è a tutt'oggi in carica.

Così AIFI riprese e accelerò la sua lunga marcia.

La grande crisi del primo decennio del 2000 e la nascita del Fondo Italiano di Investimento (18 marzo 2010)

Il primo decennio del Duemila fu un periodo di grandi turbolenze economiche in tutto il mondo, che io definisco, unitariamente, come la grande crisi del Duemila. Naturalmente le turbolenze incisero profondamente anche sul funzionamento dell'industria italiana del «private equity». All'inizio del decennio ci fu l'esplosione dei valori dei titoli «high tech» seguiti da improvvisi e grandi crolli. Si diffuse così una mentalità speculativa che era esattamente il contrario del «patient money» di cui parlavano le antiche fonti. Si diffusero quindi degli approcci di natura più speculativa: rapida crescita dei valori, rapida realizzazione degli stessi, partecipazioni non più minoritarie ma preferibilmente maggioritarie per poter realizzare più facilmente operazioni straordinarie, spremitrici di valori, come fusioni, acquisizioni, smembramenti. Verso la metà del decennio incominciarono ad apparire i segnali di una grande minaccia che raggiunse i suoi vertici nella grande crisi del 2007, 2008, 2009 caratterizzati da violente crisi bancarie e finanziarie. Questa crisi generale indebolì enormemente la debole struttura del «private equity» italiano che non fu più in grado di attrarre fondi per i necessari investimenti. Fu in questo clima di autentica depressione che, a livello di governo, nacque il progetto di dar vita a un importante Fondo Italiano di Investimento. Il progetto, ideato e voluto soprattutto

dal ministro Tremonti, prese corpo il 18 marzo 2010 e fu un eccellente esempio di buona collaborazione tra pubblico e privato. I soci fondatori furono: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria, ABI, Cassa Depositi e Prestiti, Intesa San Paolo, MPS Investments, Unicredit; e a questo primo nucleo si aggiunsero qualche mese dopo: Istituto Centrale delle Banche Popolari; Banca Popolare dell'Emilia e Romagna; UBI Banca; Banca Popolare di Milano; Credito Valtellinese, Banca di Cividale. Il consiglio di amministrazione fu composto come segue: Marco Vitale, Presidente (Economista d'Impresa, Presidente Vitale Novello); Cesare Buzzi Ferraris (Managing Director Corporate Finance Advisory Unicredit); Fabio Canè (Head of Investment Banking Intesa San Paolo); Gianfranco Carbonato (Presidente dell'Unione Industriali di Torino); Gabriele Cappellini (Amministratore delegato Fondo Italiano di Investimento SGR); Guido Corbetta (Professore ordinario Dipartimento di Management Bocconi); Anna Gervasoni (Direttore generale AIFI e Professore associato LIUC); Lorenzo Gorgoni (Consigliere Banca MPS); Anna Molinotti (Responsabile partecipazioni Cassa Depositi e Prestiti); Andrea Montanino (Dirigente generale del Ministero dell'Economia e delle Finanze); Giovanni Sabatini (Direttore generale ABI).

Credo che per far comprendere l'impostazione strategica del Fondo la cosa più utile sia riprodurre il documento «Appunti per prima riflessione» distribuito dal presidente in data 30 marzo 2010.

APPUNTI PER PRIMA RIFLESSIONE

1. In un libro in corso di stampa dedico un paragrafo al «Capitale di sviluppo a medio-lungo termine, da reinventare». In esso illustro le ragioni che richiedono, nel settore, un grande

sforzo innovativo. Il nostro Fondo nasce come tentativo di risposta a tale esigenza.

2. Sarebbe un grave errore strategico e operativo pensare al nostro Fondo come a un megafondo tradizionale (una specie di Clessidra bis), e riprodurre, quindi, automaticamente modi di pensare, operare, organizzarsi, propri dei fondi tradizionali. Le differenze sono, infatti, profonde.
3. Le differenze principali sono le seguenti:
 - fermo l'obiettivo di un ritorno positivo e dell'esigenza di applicare le migliori metodologie di lavoro sviluppate dall'industria internazionale dell'«equity», il nostro Fondo non subisce la tipica pressione degli investitori per rendimenti particolarmente elevati e per un realizzo di guadagni di capitale in tempi brevi, che è diventata caratteristica dominante, anche se non esclusiva, dell'industria dell'«equity» negli ultimi dieci anni. Il nostro Fondo riprende la logica del «patient money» che, a lungo, caratterizzò la teoria e la prassi di questa attività, nella sua fase iniziale;
 - il nostro Fondo non si muove in una logica puramente finanziaria ma in una logica istituzionale. Vuole contribuire all'obiettivo economico ma anche politico-istituzionale del rilancio dell'industria minore italiana. Ha bisogno quindi di una visione e di un approccio che non è presente nell'odierna industria dell'«equity»;
 - il nostro Fondo, per le sue stesse dimensioni, per il suo mandato e per la sua caratterizzazione verso le imprese di minori dimensioni nasce con l'obiettivo di realizzare un numero elevato di interventi. Non conosco niente di simile in Europa oggi. Gli esempi possibili sono, innanzi tutto, 3i, quando nacque nel 1945, su iniziativa della Banca d'Inghilterra e di poche altre banche e che in relativamente pochi anni raggiunse le oltre 2.000 partecipazioni. Un'altra interessante analogia è con il Fondo per l'Imprenditoria Giovanile in Italia, nel suo primo decennio, quando nacque per sviluppare nuove imprese giovanili nel Sud con un impegno di massa e sviluppò metodologie di lavoro interessanti e funzionali ad una attività di massa,

anche se le forme di finanziamento erano diverse da quelle dell'«equity». Qualcosa di simile si realizzò anche negli USA nei secondi anni Sessanta con lo «Small Business Act» del presidente Johnson.

Queste tre caratteristiche renderanno difficile operare con la compartecipazione di altri fondi, perché nella maggior parte di questi dominano attese di rendimenti e di tempi di realizzo non facilmente armonizzabili con le nostre caratteristiche e con il nostro mandato.

L'assicurazione che dobbiamo trasmettere al Tesoro, ai soci e all'opinione pubblica è che, pur muovendosi in un rigoroso rispetto del mandato fissato dai soci e dallo Statuto, l'SGR deve agire con un alto livello di indipendenza professionale. Dobbiamo essere indipendenti *ed essere percepiti come tali*, da pressioni «politiche» improprie sia che vengano dalla politica che dall'amministrazione pubblica che dai soci stessi.

Su questa partita si gioca il 90% del nostro successo.

Marco Vitale, Milano, 30 marzo 2010

Il regolamento del Fondo stabiliva che il 50% dei fondi disponibili per gli investimenti andava impiegato in investimenti diretti nelle imprese, mentre il resto andava investito in altre società di gestione di fondi per contribuire a rianimare il settore che era, come detto, in grande sofferenza.

Il Fondo Italiano lavorò bene sulle tre direttive principali:

- sostenere lo sviluppo di medie imprese italiane;
- dare nuove energie al sistema italiano delle società di gestione dei fondi;
- contribuire a formare una classe dirigente di giovani di valore.

Su tutte e tre le mozioni il Fondo Italiano ottenne buoni risultati nel corso dei primi tre anni.

Non ho una conoscenza del periodo successivo e l'unica cosa che posso dire è che il sistema produttivo italiano ha più

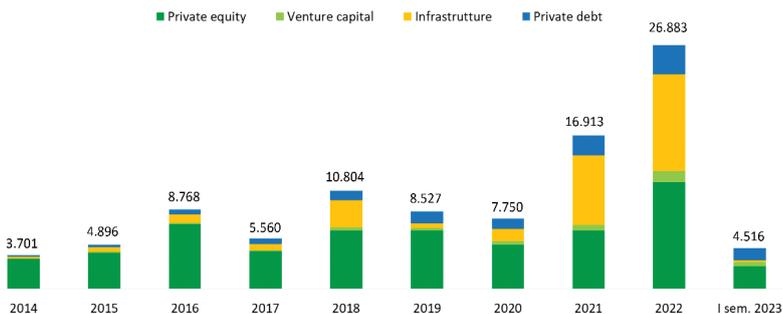
che mai bisogno oggi e nel prossimo futuro di un Fondo Italiano impostato secondo i criteri originali, secondo il principio antico del «patient money», e capace di agire con un alto livello di indipendenza professionale.

Il quadro odierno. Qualche elemento di nostalgia?
Cosa manca ancora al settore?

Il quadro odierno è ben rappresentato nella scheda presentata da Anna Gervasoni a un Convegno della Banca Popolare di Sondrio il 23 febbraio 2024 (figure 2 e 3).

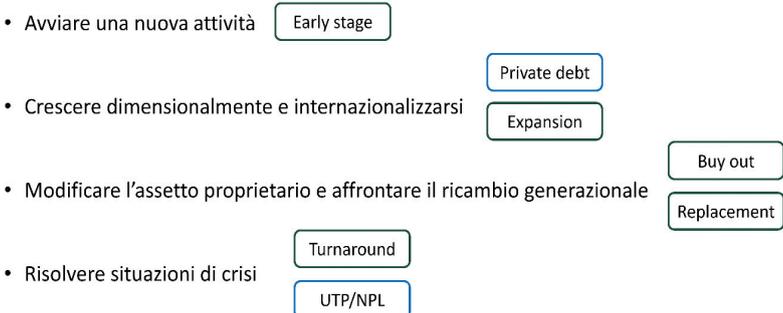
Con 176 associati AIFI, investimenti di «private capital» nel mercato italiano in continua vigorosa crescita, tante belle storie di impresa come quelle di LUVE, Moncler, DiaSorin, Recordati, STMMicroelectronics, e tante altre meno note da raccontare, una ricca e articolata offerta di specialisti che coprono tutta la gamma di servizi richiesti dalle imprese a seconda delle varie necessità, un gruppo di dirigenti investitori ben preparati da una buona scuola, rari casi di *mala gestio* (e questo vale sia per i fondi aperti che per i fondi chiusi che per altre forme di «private equity»), una mediamente buona soddisfazione delle imprese che hanno fatto esperienza con il «private equity», il bilancio globale di AIFI è positivo. Il lavoro fatto dal 1986 a oggi, considerando il tardivo e arretrato punto di partenza, può lasciarci ragionevolmente soddisfatti. Il tempo non è stato sciupato. Eppure elementi di nostalgia non mancano. Basta domandarsi: a che punto saremmo oggi se il lavoro incominciato nel 1986 fosse iniziato subito dopo l'approvazione dell'art. 47 della Costituzione, se ci fossero stati allora al governo gli Zerbi, Andreatta, Berlanda, Tremonti?

Figura 2 - La crescita degli investimenti alternativi in Italia (milioni di euro)



Fonte: AIFI-PwC per il private equity, AIFI-CDP-Deloitte per il private debt

Figura 3 - Le esigenze delle imprese e degli imprenditori e le risposte del private capital



Fonte: AIFI

Cosa manca?

- Manca una razionalizzazione nel settore delle start-up, settore disorganizzato e dispersivo, basato sulla convinzione profondamente errata che si tratta di assicurare molto capitale mentre è necessario assicurare capitale misurato e

molta competenza. Oggi troppo spesso tanto capitale, soprattutto di comuni e regioni, è affidato ad autentici incompetenti trasformando i fondi per le start-up in una sorta di elemosina con relativo saccheggio di casse pubbliche, senza resa di conto;

- è *indispensabile* razionalizzare, ricomporre e coordinare gli interventi a valenza pubblica (CDP, Fondo Italiano, Invitalia e altri ancora più dispersivi);
- manca ancora un serio fondo unitario per il Sud (come avevamo cercato di fare all'inizio del Fondo Italiano). Oggi esiste solo un fondo di «coinvestimento» gestito da Invitalia e un altro sempre di «coinvestimento» gestito da CDP. Ma per ora i due fondi non investono insieme. In entrambi i casi ci deve essere un terzo che coinveste.

Queste sono le cose principali che mi sembrano mancare oggi. Non è poco. E tanti treni sembrano essere passati per sempre. Ma, come ho detto tante volte, nuovi treni passano sempre. Io penso che soprattutto il treno per il Mezzogiorno si stia avvicinando alla stazione. Ma devono salire sul treno operatori di «private equity» competenti e interessati e non delle «locuste» pubbliche, selezionate in base al mangia mangia dei partiti che sono, se possibile, ben peggiori delle locuste private.

LA FINANZA TRASFORMA IL PASSATO IN FUTURO

di Innocenzo Cipolletta
Presidente AIFI



Spesso la finanza è stata vista come il lato negativo dell'economia, dove lavoro e imprese sono invece gli attori positivi. «Troppa finanza» si sente dire, e molti sono quelli che lamentano l'eccesso di finanziarizzazione dell'economia che avrebbe generato speculazioni, divaricazioni di reddito, fallimenti di imprese e bassa crescita di quella che viene

chiamata «economia reale», quasi che la finanza fosse irreale.

Che nella finanza siano stati commessi errori e ci siano stati incidenti clamorosi è un fatto, come d'altra parte avviene in ogni ambito dell'economia (e della vita reale). Ma la finanza non è altra rispetto all'economia: anzi essa ne è parte integrante al punto che senza finanza non ci sarebbe alcuna evoluzione economica.

La finanza trasforma il passato in futuro al punto che, se non ci fosse, il sistema economico rimarrebbe statico e non avremmo alcun progresso. In effetti, attraverso la finanza il risparmio accumulato dalle famiglie viene impiegato nelle imprese che realizzano i loro investimenti. E il risparmio altro non è che il frutto del lavoro realizzato negli anni passati e

accumulato dalle famiglie. Mentre gli investimenti effettuati dalle imprese sono lo strumento che genererà nuovo lavoro e nuovi redditi negli anni futuri.

Ecco allora che senza la finanza non ci sarebbe futuro e una buona finanza, capace di selezionare bene le imprese e i loro investimenti, rappresenta uno strumento necessario per una buona crescita di un paese. Questo è quanto fanno (o tentano di fare) gli operatori di private capital. Essi raccolgono il risparmio delle famiglie attraverso investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, banche, *family office*, istituzioni ecc.) e lo impiegano acquisendo quote (o totalità) di imprese selezionate attraverso accurate analisi che cercano di capire se e come queste imprese saranno capaci di realizzare progetti di crescita, acquisizioni, fusioni, riconversioni e altri obiettivi che rafforzano la struttura produttiva. Se la loro analisi è stata corretta, allora le imprese in cui sono stati impiegati questi capitali vedranno aumentare anche notevolmente il loro valore. Tale aumento di valore, che verrà realizzato cedendo sul mercato le quote di possesso dell'impresa, rappresenta la remunerazione del risparmio gestito, oltre che la remunerazione per il gestore. È così che il risparmio generato dal lavoro passato viene impiegato per garantire la sua remunerazione e la crescita futura delle aziende che, a loro volta, assicureranno il lavoro e il risparmio del futuro.

Si tratta di un circuito virtuoso che implica competenze, visione e coraggio. Non sempre le operazioni riescono, ma complessivamente l'apporto di questo comparto della finanza è altamente positivo. Il private capital nelle sue diverse declinazioni (private equity, private debt, venture capital) è il fenomeno finanziario più appariscente e più rilevante degli ultimi quarant'anni. Esso ha saputo conquistare un posto particolare nel nostro Paese che è caratterizzato da piccole e medie imprese spesso sottocapitalizzate e gestite da famiglie. Queste imprese necessitano di capitali e di competenze per assicurare la loro

crescita, l'adeguamento tecnologico, la conquista di nuovi mercati e anche i passaggi generazionali dei loro azionisti.

Il settore del private capital è cresciuto molto nel corso degli ultimi quarant'anni, ossia da quando sono state fatte le prime timide esperienze nel nostro Paese, e di questo c'è testimonianza in questo libro. Nel corso degli anni l'AIFI, che è l'associazione degli operatori di private equity, private debt e venture capital, ha visto aumentare i suoi associati fino a raggiungere oggi il numero di 358 soci, ossia la quasi totalità degli operatori che hanno sede in Italia, dove peraltro sono attivi anche operatori che non necessariamente hanno sede nel nostro Paese. Ma questo comparto ha anche conosciuto molte innovazioni e trasformazioni perché si adatta continuamente alle esigenze del mercato, testimonianza della sua vitalità e vivacità che ne fanno un attore finanziario rilevante per la crescita del Paese.

EVOLUZIONE DEL MERCATO E CENTRALITÀ DEL PRIVATE CAPITAL

di Anna Gervasoni
Direttrice generale AIFI



Il mercato italiano del private equity o, come amiamo meglio dire adesso, del private capital, nasce attraverso un periodo di avvio nel nostro Paese e di prima maturazione a fine degli anni Ottanta e negli anni Novanta. Si erano già visti alcuni elementi fondamentali come la convivenza di modelli diversi tra operatori domestici e internaziona-

li e dopo l'avvio delle prime società e dei primi fondi chiusi italiani, che si sono sempre resi protagonisti nelle operazioni di sviluppo d'impresa, abbiamo avuto una grande era dei *management buy out* realizzati da operatori internazionali, quelli che allora si chiamavano *investment e merchant bank*, che animarono l'attività di M&A nel nostro Paese, importando modelli che venivano essenzialmente dal mondo anglosassone ispirato da una forte logica finanziaria. Il mercato italiano del private equity, per come lo conosciamo oggi, parte all'inizio di questo secolo in cui finalmente abbiamo un consolidato numero di realtà italiane e internazionali che iniziano a essere soggetti strutturati e consolidati con strategie di lungo periodo e che offrono alle imprese italiane modalità di partnership e inter-

vento differenti. In questi ultimi venticinque anni vediamo tante tendenze e tanti operatori che nascono e poi muoiono e vediamo alcuni di essi continuare a consolidarsi e diventare *player* strutturali nel nostro mercato. Vediamo anche molti operatori internazionali entrare nel nostro Paese, in alcuni casi con delle logiche di singola attività, e in altri creando delle strutture dedicate all'Italia. Nei periodi più recenti notiamo alcuni fenomeni estremamente rilevanti; innanzitutto, l'industria del private capital è riconosciuta dalle istituzioni come un elemento fondante e importante nell'ambito del nostro mercato finanziario ed è riconosciuta anche come uno strumento di politica economica. Il ruolo delle istituzioni, in alcune fasi cruciali di questa affermazione, è stato importante, a partire da Cassa Depositi e Prestiti e dall'istituzione, dal 2010, del Fondo Italiano d'Investimento, vero e proprio punto di svolta in un momento critico e molto complicato dove l'industria nazionale del private equity e venture capital rischiava di scomparire. Cosa osservare oggi e in prospettiva? Innanzitutto, questo tipo di attività e questo mercato, più di altri, è in continuo cambiamento. Gli stimoli che provengono dai grandi investitori istituzionali e dalle richieste dell'economia reale fanno sì che questi intermediari abbiano la necessità di trasformarsi e di adattarsi in continuazione ma anche di essere proattivi sia nei confronti del mercato della raccolta sia verso quello degli impieghi, e in questo si contraddistingue la nostra attività. Spesso il settore è nei fatti uno dei segmenti in grado di anticipare, nel mercato finanziario, le tendenze e di cogliere meglio di altri intermediari e operatori i rischi del sistema. Basti pensare all'importanza, già da anni individuata dai nostri *player*, di investire in imprese anche attive in settori tradizionali che però avessero nella loro visione un salto tecnologico e un cambiamento verso modelli di business più sostenibili. I nostri operatori individuano e colgono imprese dove si possa fare un vero salto di qualità e soprattutto si spinga l'accelera-

tore sull'innovazione, sull'internazionalizzazione e sulla definizione di modelli manageriali che possano affrontare le sfide del futuro, ivi inclusa quella del ricambio generazionale. Gli stessi temi sono quelli all'ordine del giorno dei nostri operatori di private capital; oggi vediamo un cambiamento di modello che sicuramente porterà molti *player* a innovare il loro business e il loro approccio verso le imprese seguendo modelli operativi di intervento consoni alle sfide che molte imprese medie devono cogliere. In questo senso l'approccio soprattutto del private equity oggi è diventato ancora più industriale e di affiancamento nella crescita per aggregazioni delle proprie imprese target nel tentativo, spesso ben riuscito, di creare i nuovi campioni nazionali dell'imprenditoria. Ma non solo: tali intermediari vedono grandi opportunità nel diversificare i loro prodotti. Sempre a livello internazionale e italiano, gli operatori affiancano alle loro linee di intervento internazionali altri prodotti e quindi creano vere e proprie piattaforme di gestione di *private asset* che vedono sotto un unico cappello gestionale team di investimento che gestiscono fondi diversi che spaziano dal private equity, al private debt, al venture capital, alle infrastrutture, al *turnaround*. Questa è un'evoluzione della struttura dell'intermediario in chiave di condivisione di costi e sinergie gestionali ma che salvaguarda le competenze e le specializzazioni dei singoli team.

Altro tema fondamentale è la necessità di avere una visione sovranazionale e questo vale anche per gli operatori domestici. Il mercato della raccolta ormai non è più solo domestico così come le imprese che sono oggetto di investimento, anche se sono basate in Italia spesso sono operatori con volontà di crescere a livello internazionale e che quindi guardano anche a questo tipo di sviluppo, così come iniziamo a intravedere qualche attività di investimento all'estero anche da parte dei nostri operatori nazionali proprio in chiave di diversificazione del loro portafoglio. Discorso a parte meritano gli operatori

internazionali già presenti a partire dagli anni Novanta nel Paese ma che oggi rappresentano un asse portante del nostro settore. L'Italia, soprattutto negli ultimi anni, è guardata con enorme interesse dagli operatori pan-europei che non sono più di matrice anglosassone e che vedono nel nostro Paese un'opportunità straordinaria di investimento. I modelli operativi, essendo strutture che hanno DNA diversi, iniziano a variegare l'offerta sul mercato arricchendola. L'ambizione è che gli operatori italiani che hanno nella loro strategia quella di crescere internazionalmente e di avere dimensioni di maggior rilievo, anche restando totalmente domestici, siano in grado di competere ad armi pari con i loro colleghi provenienti da altri Paesi. Questa è una sfida che riguarda soprattutto la capacità di attrarre capitali e quindi è un tema di raccolta ma è anche un tema di regole che liberino energie e non sottraggano risorse eccessive agli operatori. Il mondo tecnologico e in particolare i cambiamenti che porterà l'intelligenza artificiale generativa anche nel nostro settore sono elementi noti a tutti. In questa arena prevalgono le incertezze ma la sensibilità rispetto al fatto che il mestiere necessariamente cambierà è fattuale. Sicuramente il settore all'interno del più ampio mercato finanziario è quello che valorizza maggiormente la componente umana e le professionalità di chi vi opera; proprio per assistere e migliorare l'operatività quotidiana delle tecnologie che vadano a utilizzare i processi, lungo la catena di quello che viene definito ciclo di attività del private capital, sicuramente aiuterà. Al centro delle attenzioni in questo come in tutti i principali settori, in un momento così dinamico e complicato, c'è quello della attrazione e della *retention* delle competenze. Il settore da sempre è stato attrattivo dei migliori talenti. Si tratta di continuare a mantenere tale attrattività ma soprattutto di motivare e trattenere i talenti migliori sulla base imprescindibile delle competenze e del merito. L'attenzione quindi alla creazione del team e alla sua continua motivazione nel restare

al centro delle attenzioni dei promotori dei fondi. Altro tema di rilievo è la consapevolezza del proprio ruolo strategico per lo sviluppo del sistema Paese. Tale *mindset* deve essere la guida al dialogo con le istituzioni, con i potenziali fornitori di capitali e con le imprese. Il mondo della raccolta sta cambiando, abbiamo anche l'attenzione dei privati che è crescente e i *private asset* ormai stanno diventando un'alternativa solida e complementare ai *public asset* nelle scelte di investimento di tutti. Bisogna affermare le proprie differenze e saper offrire ai diversi segmenti di mercato il corretto profilo rischio-rendimento. Nasceranno sempre più strumenti attorno a questa filiera anche per assicurare liquidità e per ottimizzare le esigenze di domanda e offerta di capitali. Già oggi abbiamo piattaforme che utilizzano tecnologie avanzate per la raccolta e per il mercato secondario. La consapevolezza che ci debba essere continuità di attenzione in tema di sostenibilità è diventato ormai un elemento di lavoro che fa parte del quotidiano. Anche qui possiamo avere un ruolo attivo e fondamentale stimolando e offrendo risorse finanziarie alle imprese che stanno affrontando la transizione digitale ed ecologica e che probabilmente, in alcuni casi e senza il nostro supporto, non possono farla e rischiano, nel breve periodo, di soccombere sul mercato. Per mantenere viva l'attenzione su come posizionare l'industria italiana nei prossimi anni, AIFI vuole continuare a offrire un luogo fisico e virtuale di confronto non solo all'interno del settore ma con le istituzioni, le imprese, gli investitori e gli atenei. Ricerca, *dissemination*, confronto istituzionale a livello italiano e internazionale sono la base per poter supportare non solo e non tanto gli attuali operatori ma quelli che resteranno o che entreranno sul mercato nei prossimi anni.

IL RUOLO DI CDP PER IL MERCATO PRIVATO DEI CAPITALI

di Giovanni Gorno Tempini
Presidente CDP



CDP è un soggetto fondamentale nel mantenere in equilibrio il mondo del private capital. Che ruolo ha avuto nello sviluppo del settore e cosa può ancora fare?

CDP ha avuto un ruolo importante nella creazione e nello sviluppo del mercato privato dei capitali, agendo in linea con il proprio ruolo di investitore istituzionale di lungo termine e coerentemente con i propri obiettivi strategici. In particolare, CDP ha agito come attore principale favorendo la nascita di operatori specializzati e rafforzando gli strumenti disponibili sul mercato, in linea con le esigenze delle imprese. In uno scenario nazionale ed europeo in cui continua a prevalere il ricorso al canale bancario per finanziare gli investimenti e si rileva solo una moderata apertura al capitale di rischio delle imprese, il mercato dei capitali sembra non esprimere appieno il suo potenziale. La propensione a ricorrere al finanziamento bancario e flottanti ridotti diminuiscono la liquidità del mercato dei capitali europei, sia pubblico sia privato, e di quello italiano. Ne risultano, ad esempio, rapporti di capitalizzazione molto inferiori rispetto a quelli osservati nel Regno

Unito (100%) o oltreoceano, negli Stati Uniti (184%). La capitalizzazione della Borsa italiana rispetto al PIL, al confronto, è del 42%. Una ridotta capitalizzazione che si riflette su un più contenuto volume di scambi degli strumenti finanziari sul nostro mercato, su valutazioni e multipli inferiori per le imprese e su maggiori difficoltà nel costituire team specializzati per le specifiche esigenze di sviluppo delle imprese lungo le diverse fasi di vita aziendale. Tutto ciò con *spillover* evidenti sull'economia reale e sulle capacità di innovazione. Partendo dalla valutazione di questi gap oggettivi da colmare, CDP ha agito e continua a operare nell'ottica di azionare tutte le leve che permettano un maggiore sviluppo dei mercati dei capitali. In questo senso si è evoluta, allargando il perimetro di azione e orientando l'operatività alla costituzione di società focalizzate su specifiche *asset class*: CDP Equity, CDP Venture Capital, CDP Real Asset, Fondo Italiano di Investimento. Allo stesso tempo si è ampliato anche il *range* di strumenti, contemplando interventi in debito e in equity (diretto e indiretto). Questo oggi permette a CDP di essere tra i principali investitori italiani nel private capital, sostenendo le imprese in tutte le fasi del ciclo di vita aziendale.

Che importanza ha questo settore per l'economia italiana?

Basta guardare al quadro congiunturale contemporaneo. La politica monetaria restrittiva della BCE ha aumentato di oltre 400 b.p. i tassi di interesse, incidendo in maniera rilevante sul costo di finanziamento delle imprese, restringendo l'accesso al credito e diminuendone le capacità di investimento. In un contesto bancocentrico come quello domestico, alti tassi riducono la domanda di finanziamenti, spesso necessari per sostenere investimenti tecnologici e innovazione, per accedere e restare competitivi sui mercati internazionali. Il ricorso ai ca-

pitali privati in questo contesto può avere una funzione di stabilizzazione, permettendo alle imprese di riequilibrare l'esposizione verso il canale bancario e di ridurre il rischio di credito. In ottica anticiclica, permette anche al sistema bancario di diminuire l'esposizione verso società più rischiose, liberando capitale regolatorio a favore di investimenti meno rischiosi.

Ma anche in contesti di mercato caratterizzati da sostanziale stabilità, l'ingresso di nuovi azionisti attraverso capitale di rischio può essere una leva fondamentale per la creazione di valore, fornendo alle imprese capitali utili nelle strategie di espansione e acquisizione, per il rafforzamento patrimoniale, manageriale e organico. Il sistema produttivo nazionale, in particolare le PMI, soffre infatti di una cronica carenza di capitali in tutte le fasi del processo di implementazione industriale: dalla fase di start-up a quella di crescita, locale e internazionale, per finire alla eventuale, ma possibile quotazione in borsa.

Si tratta di percorsi che non possono prescindere dal legame tra capitali pubblici e privati, perché la *mission* è unica, ed è rappresentata dallo sviluppo del contesto imprenditoriale e dell'economia del sistema nazionale. Un esempio è quello descritto dagli ecosistemi dell'innovazione. Affinché le idee innovative, che spesso originano in contesti pubblici come quelli accademici, trovino la strada verso il mercato, sono necessari numerosi operatori capaci di sostenere la crescita imprenditoriale, le strategie di marketing e lo sviluppo del prodotto, agevolando anche i rapporti con gli investitori. Un complesso sistema fatto di *venture building*, poli di trasferimento tecnologico, acceleratori d'impresa e investitori che credano nell'idea imprenditoriale nonostante il rischio insito in una start-up. Tutto questo diventa più semplice se vengono creati dei contesti, con una visione organica di sviluppo, in cui tutti questi operatori possano ritrovarsi per condividere idee, competenze e capitali. Così ha agito CDP negli ultimi anni, finanziando oltre mille

start-up in via diretta o indiretta, strutturando programmi di accelerazione, poli di trasferimento tecnologico, finanziando fondi orientati a strategie di aggregazione in settori considerati strategici.

Come presidente di CDP quali sono state le sfide maggiori che ha dovuto affrontare e quali le grandi soddisfazioni?

Cassa Depositi e Prestiti si è, nel tempo, adeguata alle evoluzioni del mercato e alle necessità delle imprese e della PA. Il nostro obiettivo resta quello di contribuire al rafforzamento finanziario delle aziende, stimolando lo sviluppo dei mercati dei capitali in una logica di complementarità rispetto al mercato e agendo come catalizzatore di risorse di altri investitori. L'operatività si è evoluta in linea con il ruolo di Istituto Nazionale di Promozione che investe per dare impulso al contesto economico, industriale e sociale. Una delle principali direttrici, che ha impresso una svolta decisiva, è stata l'attenzione all'impatto che le nostre attività creano sul territorio e a favore della collettività. Generazione di impatto che è una prassi consolidata nel funzionamento del nostro Consiglio di Amministrazione e una modalità operativa adottata in tutti gli ambiti d'intervento. Un lavoro di trasformazione complessiva che coinvolge le funzioni di business, *risk management* e *compliance*. Una dinamica che dimostra la capacità di adattamento al contesto di cassa e di visione strategica del suo management.

Una grande soddisfazione, inoltre, è rappresentata dal proficuo lavoro fatto per lo sviluppo del venture capital che, a partire dal 2020, abbiamo contribuito a far decollare, riducendo il gap che separava l'Italia dai principali mercati europei. CDP Venture Capital (controllata al 70% da CDP Equity e partecipata al 30% da Invitalia) gestisce tredici fondi di investimento per oltre 3 miliardi di *asset* in gestione ed è il primo

operatore di mercato (nel 2023 sono stati definiti 53 round di raccolta capitali) garantendo il sostegno alle start-up in tutto il ciclo di vita, favorendo la ricerca scientifica attraverso cinque poli di trasferimento tecnologico (agrifood tech, aerospazio, biofarmaceutico, sostenibilità ambientale e robotica) e stimolando progetti con diciotto programmi di accelerazione per un perimetro complessivo di oltre mille start-up coinvolte direttamente o indirettamente.

Non posso infine non ricordare anche l'impegno di CDP a supporto della pubblica amministrazione e degli enti locali, con un ruolo che da finanziatore si è evoluto verso forme innovative di *advisory* per accompagnare i territori nelle nuove sfide di crescita economica e sociale.

INTERVISTE

Ignazio Castiglioni
Co-Founder e CEO HAT SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

HAT è nata nel 2007 e negli anni si è conquistata un posizionamento unico nel mercato italiano grazie alla forte specializzazione in investimenti di private equity rivolti ai settori dell'innovazione e della tecnologia.

In questi anni il mercato del private equity è notevolmente cambiato. Alcuni dei principali cambiamenti includono:

1. *dimensione del mercato*, che è cresciuta significativamente, con un notevole aumento degli investimenti e degli *asset under management* (AUM) globali in tutte le classi di *asset* alternativi e tra questi, in particolare, il private equity, ha guidato da leader la crescita, passando dai 1,7 trilioni di dollari del 2010 ai 4,8 trilioni del 2022. Nonostante nel 2023 la raccolta fondi, l'attività di *deal* e la performance siano rimaste sotto pressione, la previsione per il private equity è di raggiungere 8,5 trilioni di dollari entro la fine del 2028;
2. *consolidamento del settore*, che ha visto un aumento di acquisi-

- zioni e fusioni tra società di private equity, creando gestori di fondi più grandi e più diversificati. Da un lato, la tendenza degli investitori è verso una maggiore concentrazione dei capitali su un minor numero di fondi e gestori di grandi dimensioni, ben conosciuti nel settore; dall'altro, sono nate nuove modalità per investire sfruttando vantaggi normativi che spaziano dai *club deal*, ai *search fund*, sino alle SPAC;
3. *crescita dei fondi tematici*, che fanno leva sulla specializzazione dei gestori in grado di operare con elevato know-how settoriale in modo più efficace in specifiche nicchie di mercato caratterizzate da trend di crescita strutturale di medio-lungo periodo;
 4. *maggiore attenzione alla sostenibilità*, con un marcato interesse alle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) e sempre più investitori che cercano opportunità di investimento che rispettino criteri ESG;
 5. *tecnologia*, con un maggiore utilizzo di analisi dei dati e software per identificare opportunità di investimento e gestire i portafogli e le relazioni con gli investitori.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Il nostro mestiere si è evoluto significativamente negli ultimi anni a causa delle numerose nuove modalità emerse di «fare private equity». In generale, per avere successo in un ambiente sempre più competitivo e complesso, i professionisti di oggi devono essere più flessibili, adattabili e orientati all'innovazione e attenti al mercato in continua e rapida evoluzione.

La maggiore concorrenza e pressione sui rendimenti obbliga i professionisti a individuare continue modalità di miglioramento nelle strutturazioni delle operazioni, ricorrendo, ad esempio, a nuove forme di finanziamento grazie anche alla

crescita del private debt. Oggi, grande attenzione è rivolta alla sostenibilità e responsabilità sociale, con un maggior focus sull'innovazione e la tecnologia. A causa della crescente complessità del settore del private equity, risultano inoltre necessarie una maggiore specializzazione e competenze tecniche avanzate. Infine, i professionisti di oggi sono più attenti a garantire una maggiore trasparenza e una migliore governance nelle loro operazioni, oltre che essere più consapevoli dell'importanza della diversità e inclusione nei team di investimento.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Molte sono le operazioni a cui HAT è legata, tra queste Assist Digital, Burke & Burke, GPI, Lutech, SIA, Wiit. Ma sicuramente quella che più di altre mi sta a cuore ricordare è Safety21, *software provider* italiano, punto di riferimento nel nostro Paese nel settore *smart road* e *smart city*. La società propone a enti pubblici e forze di polizia tecnologie avanzate e servizi scalabili e innovativi attraverso la piattaforma proprietaria *cloud-based IoT* per il monitoraggio del traffico e il miglioramento degli standard della sicurezza stradale. HAT ha creduto sin dal principio nella forza dirompente della trasformazione tecnologica e dello sviluppo della *smart mobility*, cogliendo in anticipo opportunità in un mercato in forte trasformazione. HAT ha investito in Safety21 per accelerare la crescita, anche per linee esterne, in un mercato con elevate potenzialità di sviluppo e molto frammentato lungo la catena del valore, che evolveva verso servizi integrati e offerte tecnologiche di alta qualità. Grazie al supporto di HAT, al potenziamento del management e della governance, uno sviluppo anche per linee esterne con tre acquisizioni (*add-on*), Safety21 è diventato il primo player italiano nel settore della *smart mobility* e *smart road*, raggiungendo obiettivi di crescita sorprendenti (triplicando i

ricavi e quintuplicando l'EBITDA, in exit pari al 37% del fatturato), creando valore per tutti gli *stakeholder* e con un ritorno pari a $6,7\times$ volte il capitale investito.

I servizi di Safety21 per monitorare il traffico, prevenire le violazioni della circolazione stradale e ridurre le emissioni di CO₂ hanno avuto un impatto sociale importantissimo: a Milano dal 2019, il numero di incidenti è diminuito del 16%, i morti del 18% e i feriti del 20%, con un risparmio per la comunità di circa 1,5 miliardi di euro.

Silvana Chilelli

Amministratore Delegato e Direttore Generale
Eurizon Capital Real Asset SGR SpA



Quale ruolo ricopre il private capital per gli investitori istituzionali?

Il private capital è ormai diventato un elemento strutturale nell'*asset allocation* degli investitori istituzionali, siano essi assicurazioni, casse o fondi pensione.

Quello che cambia è il peso percentuale all'interno dell'*asset allocation* e la tipologia prevalente di investimento. Le assicurazioni, ad esempio, preferiscono investimenti in private credit e infrastrutture per il vantaggio in termini di assorbimento di capitale rispetto al private equity. Le casse invece possono investire più liberamente anche in private equity. Inoltre, non tutti gli investitori istituzionali possono effettuare investimenti diretti in singoli *asset*, alcuni devono limitarsi a investimenti in fondi. In Italia negli ultimi anni sono stati fatti molti passi avanti per avvicinare gli investitori istituzionali al private capital, comunque si può fare ancora molto e spesso si discute delle ragioni che ancora ostacolano lo sviluppo del private capital e le possibili soluzioni. Credo ci siano alcuni temi importanti spesso sottovalutati, ma che a mio avviso sono prerequisiti per avvia-

re con successo gli investimenti nei mercati privati: gli investimenti in private capital richiedono *commitment* del top management e consapevolezza dei Consigli di Amministrazione all'interno degli investitori istituzionali; servono team dedicati con competenze specialistiche: l'allocazione in private capital non può essere l'attività marginale di team dedicati ai mercati liquidi; occorrono processi decisionali chiari. Un ultimo tema che meriterà attenzione negli anni a venire, in particolare in Paesi come l'Italia, sarà un maggiore allineamento tra la *compensation* dei team di investimento degli investitori rispetto ai team degli *asset manager* dedicati ai mercati privati. Gli investitori istituzionali devono essere attrattivi anche per i professionisti dei mercati privati. Anche gli *asset manager* devono fare uno sforzo per allinearsi sempre di più alle esigenze degli investitori istituzionali in particolare in temi di governance, infrastrutture per il controllo rischi e tematiche ESG.

E quale ruolo ricopre il private capital per gli investitori retail?

Le reti di consulenza da tempo consigliano ai loro clienti del segmento «private banking» l'inserimento di una quota di investimento in mercati privati. La quota di mercati privati nei portafogli dei clienti *private banking* è inferiore rispetto a Paesi esteri; esiste pertanto un grande potenziale, un'opportunità per avvicinare il risparmio privato all'economia reale. Per i clienti *retail* sono fondamentali un approccio rigoroso di *due diligence* e *asset allocation* che garantiscano grande diversificazione.

Come scegliete il modo in cui investire in questo settore?

Noi investiamo per conto dei nostri clienti (assicurazioni, fondi pensione, fondi di previdenza, ma anche *family office* e inve-

stitori privati) con un modello prevalentemente indiretto, ossia tramite selezione di fondi terzi. Entriamo nel diretto attraverso co-investimenti o in segmenti dove riteniamo di avere competenze specifiche e differenzianti, ad esempio il private debt. In termini di *asset class* e tipologia di investimenti, le nostre scelte sono il risultato delle nostre prospettive di lungo termine e delle esigenze degli investitori. Tipicamente il cliente indica l'ammontare disponibile per investimenti in mercati privati e una preliminare suddivisione tra debito ed equity. Noi in qualità di gestore proponiamo l'*asset allocation*, selezioniamo gli investimenti, li monitoriamo e prepariamo tutta la reportistica.

È cambiata nel tempo la consapevolezza del ruolo che il settore può avere per l'economia italiana?

Sicuramente è aumentata la consapevolezza del ruolo dei mercati privati nei portafogli finanziari e del loro contributo in termini di rischio/rendimento. Credo si possa fare molto di più dal punto di vista del ruolo che gli investimenti in mercati privati possono avere per lo sviluppo dell'economia reale italiana. La struttura delle imprese italiane sia nel settore industriale, sia in quello dei servizi è costituita prevalentemente da aziende medio-piccole non quotate. Favorire lo sviluppo del mercato degli investimenti privati è un modo diretto per aumentare le disponibilità finanziarie di queste aziende sia in termini di finanziamenti, sia in termini di equity; questo implica in linea generale maggiori investimenti, crescita e maggiore occupazione.

Gabriele Cipparrone
Partner Apax



Quale visione hanno i fondi internazionali del mercato italiano del private equity?

L'Italia è considerata dai fondi internazionali uno dei grandi mercati del private equity in Europa. I fattori principali di questo posizionamento sono la dimensione del mercato, al quarto posto in Europa dopo Regno Unito, Francia e Germania¹, e la buona crescita nel volume di transazioni.

La rilevanza del mercato italiano per i fondi internazionali, e in particolare per quelli di grandi dimensioni, è cresciuta nel corso dell'ultimo decennio: il numero di transazioni medie e grandi è quasi raddoppiato nel periodo 2014-2023 rispetto ai dieci anni precedenti².

Tra i fattori chiave dell'incremento del numero delle transazioni, si possono individuare l'aumento del numero di società di dimensione medio-grande e la maggiore liquidità del mercato. Alla base del primo fattore, troviamo la naturale cre-

¹ Invest Europe, 2022.

² Private Equity Monitor.

scita organica delle aziende e la creazione di gruppi societari che hanno consolidato alcuni settori molto frammentati tramite fusioni e acquisizioni. Alla base del secondo fattore, troviamo una maggiore consapevolezza dell'opzione private equity da parte degli imprenditori e la crescita degli investimenti secondari, in cui fondi *mid market* vendono a fondi di maggiori dimensioni.

Il mercato italiano ha peculiarità differenti rispetto ad altri mercati europei?

Il mercato italiano presenta sicuramente differenze rispetto ad altri grandi mercati europei.

Tali differenze spesso rappresentano dei vantaggi per i fondi di investimento. Ad esempio:

- Un elevato numero di piccole e medie imprese, molte con tematiche di successione da risolvere, che rappresentano un terreno fertile per il private equity. Queste aziende tendono ad avere dimensioni adatte ai fondi *mid market* e offrono opportunità di consolidamento per i fondi internazionali di grandi dimensioni, spesso alla ricerca di *roll-up* in settori frammentati. Negli anni il private equity è diventato un catalizzatore di aggregazioni industriali in grado di far crescere il tessuto industriale e tecnologico del Paese, spesso bloccato nelle ambizioni e negli investimenti da dimensioni limitate rispetto ad altri mercati europei.
- Un maggiore spazio di sviluppo in alcuni settori che negli anni non hanno avuto la stessa crescita rispetto ad altri Paesi europei e che oggi rappresentano un grande potenziale. Il settore tecnologico e digitale, nel quale i Fondi Apax hanno effettuato diversi investimenti in Italia, rientra fra tali settori e rappresenta una grande opportunità di crescita negli anni a venire. Anche in questo caso, così come

nelle aggregazioni, i fondi internazionali possono avere un ruolo importante per aiutare lo sviluppo del Paese, introducendo nel mercato le *best practice* di altri mercati più avanzati e agendo da catalizzatori.

Oltre a questi fattori positivi, il mercato italiano presenta tuttavia alcune caratteristiche che ne aumentano il profilo di rischio rispetto ad altri Paesi europei. L'ambito fiscale, ad esempio, porta i fondi internazionali a operare in uno scenario normativo dai contorni a volte incerti.

Come è cambiata, negli anni, la percezione del mercato nostrano?

Dal 2000, anno in cui Apax ha iniziato a operare in Italia, si possono distinguere tre diverse fasi nella percezione del mercato italiano:

- Una prima fase iniziata a fine anni Novanta e proseguita fino alla crisi del 2008-2009. In questa fase, in cui il private equity è in un momento di forte sviluppo in Europa, il mercato italiano viene considerato un mercato molto interessante e una grande opportunità di crescita, soprattutto per i fondi internazionali. In questo periodo, diversi fondi aprono uffici in Italia e il livello di attività aumenta in modo significativo.
- Una fase di crisi, iniziata nel 2009 con la *Global Financial Crisis*, e continuata con la crisi del debito sovrano nel Sud Europa fino al 2013-2014. In questa seconda fase, la percezione del rischio di operare in Italia aumenta notevolmente, soprattutto da parte di alcuni fondi internazionali con minore esperienza nel mercato, che vedono l'Italia come un Paese a rischio di *default* e di uscita dall'euro. In questo periodo diversi fondi internazionali chiudono gli uffici lo-

cali, anche a causa della difficoltà generale di mercato e del focus sull'ottimizzazione dei costi.

- Una nuova fase di stabilizzazione e crescita a partire dal 2015, con un'accelerazione negli ultimi anni. In quest'ultima fase, che continua al giorno d'oggi, la percezione del mercato migliora significativamente, anche grazie a una situazione macro-economica che appare più solida rispetto al passato. In questi anni i vantaggi di operare in Italia sembrano più che compensare le difficoltà e si assiste a un ritorno di molti fondi internazionali sul mercato, sia con nuove transazioni, sia con l'apertura (o la riapertura) di uffici locali.

Paolo Colonna

Presidente e Founder Creazione di Valore



Come è stato il mestiere del private equity e come è cambiato in questi anni?

Io vorrei fare due premesse. La prima è che penso che il private equity sia un'attività industriale e non finanziaria, perché il lato finanziario è davvero marginale, a parte alcuni casi particolari; in Italia i temi persone, prodotto, mercato coinvolgono il 90% di qualunque attività di private equity. La seconda premessa è che penso che in un Paese fatto da piccole aziende e imprenditori, il private equity abbia adesso, e mi auguro sempre più in futuro, un ruolo davvero importante. Ho cominciato a operare nel private equity, senza sapere che si chiamasse così, nel 1981 e nel 1988 ho aperto quello che penso sia il primo fondo dedicato all'Italia con Schroder e Associati. Il settore, nel frattempo, è cambiato in modo immenso, si è industrializzato. Inizialmente eravamo veramente degli artigiani che si muovevano molto in base a sensazioni, ma ben poco attraverso modelli, protocolli, professionalità specifiche. Si è industrializzato, si è segmentato per dimensioni e settori con metodologie, consulenti e tecnologie *ad hoc*. *Le due diligence*

allora erano una vera invenzione. Adesso ormai ci sono procedure, specialisti che dedicano il loro tempo in maniera facilmente organizzata e temporizzata. Se domandi tutto ai consulenti, però, non può funzionare perché la chiave di volta è capire l'imprenditore e la sua squadra, attraverso i loro occhi capire la loro impresa. E non c'è nessun consulente che sia in grado di fare questo. Poi è stato sdoganato il nostro mestiere oltre che professionalizzato, nel senso che all'inizio eravamo un po' dei missionari che spiegavano che cos'era il *management buy out*, il *leverage buy out*, la struttura finanziaria, ma non ci capiva davvero nessuno anzi eravamo visti con grande diffidenza. Ormai gli imprenditori, con o senza intermediari, ragionano in multipli, su maggioranze e minoranze, sui ruoli, sulle successioni, per differenza dai gruppi industriali. Quindi direi che in questi trentacinque anni è veramente maturato il significato del private equity. Ormai è un'opzione a cui pensare in modo normale, non l'opportunità, ma una opportunità, molto diversa dal lasciare in eredità al figlio oppure dal vendere al concorrente o dal chiudere bottega. Quindi è nell'orizzonte della cultura degli imprenditori con la chiara visione di poter ancora partecipare alla vita e allo sviluppo della propria società. Anche per le dismissioni da parte di gruppi industriali il private equity è diventato un protagonista corteggiato.

Adesso ci sono tanti modi di fare private capital e come diceva lei si è evoluto tutto questo mondo. Ma cosa manca ancora secondo lei?

Per prima cosa manca il capitale sia dei privati che delle istituzioni che da poco iniziano a fare i primi passi. Il tema è come far entrare nel proprio portafoglio gli illiquidi, segmento sconosciuto o addirittura impedito, non solo il private equity e il real estate. Mancano ancora gli investitori e soprattutto il modo di far partecipare gli investitori. Ci sono molti esempi di

investitori finanziari, *family office* o persone con notevole disponibilità e cultura internazionale, manca invece la possibilità di capire e investire per il piccolo-medio investitore privato e sarà un'evoluzione molto lenta ma ritengo che la crescita degli investitori sarà sempre più importante perché borsa e banche non riescono più a coprire le necessità delle imprese.

Come secondo punto direi che per fortuna c'è una grande e crescente diversificazione tra le attività di private equity: ci sono *club deal*, SPAC, *search fund*, holding industriali, capitali pazienti ecc.

Nelle diverse forme stanno entrando sempre più persone con professionalità ed esperienze operative manageriali o consulenziali che nei fondi tradizionali sono difficili da coinvolgere. Stanno entrando anche investitori che portano valore aggiunto. I team stanno sempre creando più valore.

Spero anche che sia i *search fund* che il capitale di sviluppo riescano a sviluppare approcci che coinvolgano le piccole aziende e le aiutino a crescere; segmenti che se ben diversificati possono portare molto valore, certo con tanto «olio di gomito».

Terzo punto la crescita del «buy&build», della creazione di gruppi industriali che sono da sempre il mio pallino. Nel 2023, con Fabio Sattin, il *club deal* Italian Design Brands è stato quotato in Borsa dopo una cavalcata di undici operazioni sinergiche durata otto anni. Oggi sto sostenendo la crescita del mio sedicesimo e diciassettesimo gruppo.

Tanto lavoro in più (che può scoraggiare) per tanto valore in più se si creano effettive sinergie (e non solo «mucchi») tra le imprese acquisite e tra gli imprenditori. Si diventa «acquisitori industriali», si creano opportunità insperate per le società partner, si attraggono professionalità di valore, si internazionalizza.

Secondo lei qual è quindi la naturale evoluzione del mercato del private capital?

Il mercato di private capital è, secondo me, sicuramente in forte sviluppo proprio perché il debito bancario e la borsa sono in declino e le imprese hanno bisogno di testa e di capitali. Il capitale privato diventa indispensabile. Penso che si punterà molto di più al capitale stabile, alle holding industriali, al *long term capital* e sarà sempre più necessario l'apporto dell'investitore privato con co-investimenti selettivi. *Club deal*, *search fund*, daranno tutto questo. Ogni segmento di private capital si focalizzerà maggiormente su diverse tipologie di *deal*.

I Fondi tradizionali su *deal* sempre più grandi e strutturati finanziariamente in settori diversificati. La variabile durata del *deal* sempre più condizionante. I coinvestimenti su singoli *deal* sempre più comuni.

I Fondi di Turnaround saranno sempre molto complessi finché la legislazione italiana sarà punitiva e non costruttiva.

Le strutture stabili (holding, capitali pazienti ecc.) cresceranno sempre di più per poter gestire la variabile tempo, si focalizzeranno principalmente sul «buy&build» in settori specifici.

I *club deal* cresceranno molto, anche se a scapito dei fondi tradizionali, per il più facile e chiaro investimento di privati, spesso apportando valore. Molti avranno al loro interno le professionalità per facilitare il «buy&build» che per la struttura dell'azionariato è spesso visto con scetticismo, ma basta prevederlo e organizzarlo, sarà un incentivo in più a partecipare.

Le SPAC, a cui finora sono stato contrario, troveranno un miglior allineamento di interessi tra gli investitori della SPAC o dell'IPO e i gestori.

Search fund e capitale di sviluppo sono attualmente i segmenti più complessi e nebulosi, ma la necessità è molto grande. Si identificherà una strada.

L'evoluzione complessiva sarà senz'altro molto positiva sia in termini di professionalità degli operatori che di capitali che verranno investiti. La creazione di valore per le aziende e per gli investitori molto elevata.

Raffaele de Courten

Partner Fondatore Alto Partners SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

Rispetto a ventitré anni fa, quando Alto Partners ha iniziato a operare, sono intervenuti significativi cambiamenti di mercato. Il numero di operatori è aumentato, pur rimanendo il mercato italiano altamente frazionato per via di una base di investitori discontinua e influenzata da tematiche di rischio Paese e incertezza del quadro normativo e fiscale. La conoscenza del private equity da parte delle imprese è migliorata così facilitando le operazioni di matrice familiare legate ai progetti di crescita e di passaggio generazionale. Molti investitori istituzionali italiani, quali casse di previdenza e fondi pensione, un tempo del tutto assenti, si stanno avvicinando seriamente a questa *asset class* con programmi di investimento pluriennali. A fronte di ciò, permane una discontinuità operativa dei fondi di fondi di matrice italiana e comunitaria, che si concentrano oggi su strategie specifiche con spiccata valenza *impact*. Senza dubbio i gestori dei fondi di private equity sono chiamati a un elevato livello di flessibilità, dovendo essi con-

formarsi a una *market practice* soggetta a continua evoluzione, sia dal punto di vista della tecnica nell'effettuare gli investimenti, sia da punto di vista delle richieste degli investitori in termini di reporting, monitoring, gestione dei conflitti di interesse e, non ultimo, di politica ESG. Su quest'ultimo aspetto in particolare si sta concentrando una notevole attenzione degli investitori, a loro volta sollecitati dai loro azionisti e *stakeholder* in generale. I numerosi adempimenti addizionali comportano senza dubbio un maggior carico di lavoro per i gestori. Per quanto riguarda l'interesse degli investitori esteri, gli ostacoli maggiori nell'attrarli su schemi di investimento italiani di lungo termine sono le modeste dimensioni dei fondi e il rischio geopolitico.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Il mestiere del private equity si è dovuto adattare in Italia all'aumento della concorrenza, che ha comportato un aumento dei prezzi di ingresso. A fronte di tale cambiamento, i rendimenti sulle singole operazioni si devono basare su un progetto industriale di crescita e non più, come in passato, principalmente sul *deleveraging*. Tale approccio richiede specifiche competenze industriali oltre che finanziarie. Inoltre, i recenti anni hanno visto un incremento esponenziale sia dei *club deal* sia dei co-investimenti. Il tempo chiarirà se queste forme di investimento reggeranno la prova dei mercati e delle ciclicità tipiche del settore. Anche sul fronte della strutturazione delle operazioni vi sono stati cambiamenti: considerata la volatilità nell'erogazione del debito strutturato da parte delle banche, sono emersi sul mercato strumenti di tipo ibrido forniti da specifici *provider* indipendenti. I diversi modi di fare private equity inevitabilmente influenzano le preferenze degli investitori e in

particolare in Italia, Paese nel quale risulta più complicato fissare degli standard di mercato, diversamente da quanto accade in Germania, Francia e Regno Unito. Anche a livello dei settori merceologici sono emersi dei cambiamenti laddove, per esempio, un settore tradizionale italiano come quello della meccanica di precisione ha subito qualche ridimensionamento mentre è cresciuto l'interesse per segmenti nuovi quali la nutraceutica e il commercio digitale. In sostanza, pertanto, il mestiere del private equity in Italia è cambiato sia sul fronte del *fundraising* che su quello del *deployment*. Molti dei paradigmi storici della nostra *industry* sono caduti. Siamo chiamati a confrontarci con un panorama di LP più volatile, più opportunistico e meno fedele. Sul fronte degli investimenti siamo chiamati all'esame di settori nuovi in crescita, che richiedono competenze diverse da quelle tradizionali. Da aggiungere infine la maggiore complessità a livello di amministrazione, *risk management*, AML e governance richiesta sia dalle autorità di vigilanza e controllo, sia dalla comunità degli LP.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Un'operazione che certamente fa piacere ricordare è Rancilio, investimento effettuato nel 2007 e ceduto nel 2013. Si è trattato di un caso interessante di crescita per acquisizioni che si è concluso con una brillante exit industriale. Il Gruppo Rancilio, co-leader europeo nella produzione e commercializzazione di macchine per caffè ad uso professionale, era alla ricerca di un partner per la crescita e la gestione del passaggio generazionale. Alto Partners ha investito in quota di minoranza, principalmente in aumento di capitale, per finanziare l'acquisizione strategica di Egro Coffee System, società svizzera specializzata nella produzione di macchine superautomatiche e perfettamente complementari con la gamma prodotti Ran-

cilio. L'allargamento della gamma prodotti e la creazione di importanti sinergie produttive, logistiche e commerciali ha innescato una crescita importante del fatturato e del margine operativo lordo. La crisi sistemica 2008-2010 ha avuto un impatto relativamente limitato che è stato più che riassorbito negli anni successivi. La cessione dell'investimento è avvenuta dopo circa sei anni tramite la vendita integrale di Rancilio al Gruppo Ali, primaria realtà multinazionale attiva nel *foodservice equipment*, nel contesto di un processo competitivo organizzato da una primaria *investment bank* estera. L'operazione Rancilio, in sintesi, rappresenta un buon esempio di operazione che ha risposto alla duplice esigenza di crescita (per linee interne ed esterne) e di gestione del passaggio generazionale (progressiva managerializzazione che ha trovato conferma nella bontà della *trade sale*). L'operazione è stata effettuata senza indebitamento e il rendimento è stato originato dall'aumento del fatturato, dell'EBITDA e in parte dall'arbitraggio positivo del multiplo.

Luca Destito

Senior Managing Director Lone Star Funds Europe



Quale visione hanno i fondi internazionali del mercato italiano del private equity?

Il mercato italiano è ben sviluppato e attrae capitali dai principali investitori istituzionali. La combinazione di stabilità economica, industrie consolidate, un'apertura internazionale e la presenza di

molte aziende di *mid market* ad alto potenziale creano terreno fertile per generare rendimenti solidi. Il che posiziona l'Italia come un attore significativo nell'arena globale del private equity, offrendo opportunità convincenti per gli investitori che cercano di diversificare i loro portafogli e raggiungere i loro obiettivi di investimento.

Negli anni, il mercato italiano del private equity si è evoluto da uno principalmente popolato dai fondi domestici a uno sempre più attraente per i fondi internazionali che cercano di diversificare i loro portafogli in un mercato di dimensioni rilevanti e ben sviluppato.

Essendo la decima economia globale per PIL e considerando la reputazione internazionale dell'Italia come un Paese a

basso rischio, l'economia italiana si presenta come una destinazione naturale per i fondi per fare investimenti. E questa attrattiva è ulteriormente supportata dalla leadership globale di molte aziende italiane in settori chiave, tra cui l'automotive, la chimica, il manifatturiero, il tempo libero e i beni di lusso. In questi settori, l'Italia ha un tessuto industriale ben sviluppato di aziende di medie dimensioni che sono leader globali nei rispettivi settori. E sono proprio queste aziende leader di nicchia che attirano tipicamente investimenti di private equity.

Innanzitutto, le aziende di medie dimensioni hanno un *track record* consolidato, il che significa che hanno dimostrato in modo continuativo il successo del prodotto o servizio che offrono, presentando quindi un minore livello di rischio dell'investimento. Ciò può essere ulteriormente supportato dal fatto che le aziende in questo segmento generalmente hanno raggiunto una notorietà del marchio nei loro mercati di nicchia, una base di clienti fedele e una forza lavoro qualificata.

Allo stesso tempo, a questo livello dimensionale spesso non hanno massimizzato il loro potenziale e presentano ancora prospettive di crescita ed efficienza interessanti. Prospettive che il fondo di private equity può contribuire a realizzare, potenzialmente focalizzando la strategia sulla crescita dei ricavi in nuovi mercati o settori adiacenti, e allo stesso tempo supportando la ricerca di efficienza.

Infine, le aziende di medie dimensioni hanno generalmente valutazioni più attraenti rispetto alle grandi aziende, che spesso beneficiano di un premio di dimensione, ad esempio a causa del livello di diversificazione che offrono.

Quando combinate, queste caratteristiche rendono interessanti per i fondi di private equity gli investimenti nel *mid market* italiano. Il risultato di questo interesse è anche riflesso nel fatto che il mercato italiano del private equity è uno dei più penetrati in Europa. Negli ultimi dieci anni, ad esempio, il valore complessivo delle transazioni in Italia guidate dal private

equity, rapportato al PIL, è tra i più alti in Europa. Agli stessi livelli di altri mercati europei principali, come la Francia e il Regno Unito, e addirittura superiore a Paesi come Germania e Spagna, ad esempio.

Il mercato italiano ha peculiarità differenti rispetto ad altri mercati europei?

Una caratteristica che ho notato differenzia il modo di fare private equity in Italia rispetto ad altri Paesi è un modello spesso di partnership con la figura dell'imprenditore.

Il tessuto industriale italiano è caratterizzato da numerose imprese a conduzione familiare, dove l'imprenditore o la famiglia sono riluttanti a rinunciare al pieno controllo delle proprie imprese per ragioni storiche, emotive e spesso anche di competenze specifiche che l'imprenditore porta con sé. In queste situazioni spesso in Italia i fondi di private equity tendono a investire insieme all'imprenditore, che spesso rimane in azienda come CEO o in altro ruolo attivo.

Questa partnership tra private equity e imprenditori è molto più frequente in Italia di quanto ho osservato negli altri mercati europei. In altri mercati, gli imprenditori tendono tipicamente a guardare ai fondi di private equity come una via d'uscita per il loro investimento nell'azienda che hanno creato, permettendo loro di monetizzare il loro contributo all'azienda dopo anni di duro lavoro. Invece, in Italia, ci sono state molte situazioni in cui i fondi di private equity hanno investito a fianco all'imprenditore. Questo continuativo coinvolgimento dell'imprenditore fa sì che le sue conoscenze del settore e dell'azienda e lo spirito imprenditoriale – spesso anche la sua genialità – continuino a essere valorizzati, mentre il fondo di private equity tipicamente porta le proprie competenze, esperienze, contatti e pensiero strategico.

In queste operazioni, l'azienda continua a beneficiare del prezioso contributo dell'imprenditore, delle sue conoscenze senza pari dell'azienda e del settore, e delle sue aree di competenza specializzate, che un fondo potrebbe faticare a replicare indipendentemente. Questo è particolarmente vero in aziende dove è chiave il ruolo creativo o la profonda esperienza in R&S o relazioni consolidate con clienti, fornitori o regolatori. Che è spesso il caso nei settori in cui l'Italia è competitiva a livello globale.

Il contributo che il fondo tipicamente dà alla definizione della strategia può essere molto prezioso. Avendo analizzato l'azienda e il settore con una prospettiva nuova, un fondo può portare un rinnovato focus strategico, come ad esempio il riposizionamento dell'azienda in nuovi settori o geografie. Mentre la tendenza naturale dell'imprenditore è tipicamente quella di concentrarsi sul *core business*, un fondo di solito ha una gamma più ampia di esperienze maturate in settori e mercati diversi. Di solito contribuisce anche ad accelerare questi sviluppi con operazioni di fusioni e acquisizioni, per le quali porta ovviamente competenze specifiche nell'analizzare, negoziare, strutturare e finanziare acquisizioni. O a effettuare dismissioni. E sono spesso queste operazioni che fanno da volano al riposizionamento strategico dell'azienda.

Un ulteriore contributo che si presenta spesso è il rafforzamento della squadra manageriale. Le imprese interamente controllate da un imprenditore spesso sono meno managerializzate. E questo perché molte delle decisioni chiave non vengono delegate e quindi le professionalità in azienda hanno meno opportunità per svilupparsi. A determinati livelli di dimensione aziendale, ciò può limitare il potenziale di crescita e sviluppo del business. Il fondo può supportare il rafforzamento del team di gestione attraverso il suo network, la sua reputazione, la governance e il sistema di incentivi, che aiutano ad attrarre i migliori talenti a livello globale.

Ritengo che questo modello di partnership – che definirei spiccatamente italiano – presenti vantaggi sia per l'economia italiana che per gli attori coinvolti. Non solo offre al fondo l'opportunità di rendimenti superiori, ma anche per l'azienda e l'imprenditore, che beneficiando delle competenze che il fondo porta può realizzare una crescita più rapida di quanto avrebbe potuto altrimenti raggiungere.

Come è cambiata, negli anni, la percezione del mercato nostrano?

Storicamente, ragioni culturali e relazionali hanno fatto sì che il mercato italiano del private equity fosse dominato da attori con una presenza locale, sia fondi puramente domestici che quelli internazionali ma con una presenza locale consolidata. Tuttavia, negli anni il mercato si è sviluppato significativamente, il che significa che questo non è più il caso. Ad esempio, mi risulta che dei sei più grandi investitori di private equity nel mercato italiano negli ultimi dieci anni, tre non abbiano una presenza locale. Questo cambiamento è potuto avvenire perché la cultura aziendale italiana è diventata sempre più aperta, cercando un coinvolgimento globale. Le imprese operano sempre più in inglese e adottano un approccio più meritocratico. Inoltre, gli *advisor* sono diventati sempre più professionalizzati, consentendo loro di assistere meglio i fondi internazionali nell'interagire con le aziende locali e i loro azionisti aziendali o privati.

Questa apertura è un volano di sviluppo dell'economia italiana. Aiuta ad attrarre anche dall'estero manager di talento. Favorisce la crescita delle aziende italiane. Contribuisce a sviluppare leader internazionali. Beneficia consumatori e lavoratori. Vengono in mente molti esempi negli ultimi anni in cui i fondi di private equity hanno dato grandi contributi ad aziende italiane a espandersi significativamente a livello internazio-

nale in settori come l'alimentare, il farmaceutico, il packaging, i sistemi di pagamento e l'aerospaziale, solo per citarne alcuni.

Ma non mancano rischi e sfide davanti a noi. Le dinamiche globali fanno sì che il panorama aziendale italiano debba continuare ad adeguarsi ad alcuni macro-cambiamenti. Mi riferisco a concorrenza dai mercati emergenti, innovazione tecnologica e attenzione all'ambiente.

L'evoluzione del ruolo dei mercati emergenti nell'economia globale sta creando l'emergere di concorrenti nuovi. Mentre la globalizzazione è stata per molto tempo intesa come una fonte di produzione delocalizzata e a basso costo, sempre più i mercati emergenti hanno raggiunto livelli di competenza tali che competono con i mercati sviluppati in termini di innovazione di prodotto. Basti pensare allo sviluppo in Cina del settore delle auto elettriche. Queste dinamiche portano all'emergere di nuovi importanti clienti o concorrenti per le aziende italiane, e la capacità di collaborazione internazionale è destinata a diventare sempre più critica per il successo.

Lo sviluppo globale di tecnologie digitali e intelligenza artificiale, applicati in vari settori, crea rischi e opportunità per molte aziende. La velocità di cambiamento dei mercati aumenta. Ci si adatta o si viene soppiantati da nuove realtà. Spesso sono tecnologie che si sviluppano in un settore e poi vengono adottate in altri mercati. L'adeguamento a questi cambiamenti, e l'adozione tempestiva ed efficace di queste tecnologie, diventano cruciali per rimanere competitivi.

E ovviamente l'attenzione all'ambiente. Negli ultimi cinque-dieci anni, i fattori ambientali, sociali e di governance («ESG») sono diventati sempre più importanti sia per gli investitori che per i consumatori, ed è inevitabile che questa tendenza diventi sempre più importante. La sfida per le aziende di medie dimensioni è di riuscire a sviluppare le proprie credenziali ESG alla velocità che il mercato globale impone.

In questo contesto, saranno i fondi di private equity che più riusciranno a sviluppare le competenze necessarie per assistere le aziende di portafoglio ad approfittare di queste tendenze, a realizzare i rendimenti migliori.

Nicola Emanuele
Managing Partner Aksia Group SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quanto avete iniziato?

Certamente, in venticinque anni di attività molte cose sono cambiate, sia in Italia sia nel mercato del private equity. Alla fine degli anni Novanta, quando Aksia era agli albori, c'erano pochi operatori e un mercato costituito da imprese che non

solo non conosceva ma non si fidava, perlomeno ancora, dei fondi di private equity, dei suoi modi di operare e di investire.

Ci si muoveva in un mercato poco consapevole, che non riusciva a intravedere la reale opportunità che il private equity poteva rappresentare per le imprese. Da un certo punto di vista, mi sento di poter dire che le operazioni proposte e concluse in quegli anni siano state in qualche modo «speciali» rispetto al classico mondo dell'M&A.

Tornando al mercato e al modo di operare di quegli anni esisteva, quindi, la primaria necessità di far comprendere all'imprenditore il ruolo che avrebbe avuto il fondo all'interno dell'azienda e quali prospettive/obiettivi la stessa avrebbe potuto raggiungere con il suo supporto.

Rispetto ad oggi, nonostante fosse già presente un vasto numero di aziende, che sulla carta rappresentavano opportunità interessanti per un fondo, esistevano pochi operatori; quindi, di fatto, la concorrenza risultava molto contenuta.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Oggi ci muoviamo in un mercato sicuramente più maturo e maggiormente interconnesso a livello internazionale. Gli operatori sono più strutturati e organizzati, sia per motivi di business che impongono un approccio più strutturato sia per necessità normative e regolamentari, a livello italiano ed europeo. Basti pensare anche solo alle tematiche ESG, fino a qualche anno fa non presenti all'interno dell'attività d'investimento dei fondi di private equity e ora, invece, assolutamente necessarie.

Al giorno d'oggi, per essere vincenti occorre avere più velocità e preparazione dal punto di vista della conoscenza del business nel quale ci si appresta a investire, delineare con chiarezza e convinzione il progetto di crescita che si vuole adottare per l'azienda in questione e avere accesso immediato a un management adatto alla gestione del cambiamento aziendale e della nuova fase di sviluppo del business.

Il mercato si è certamente ampliato rispetto al passato e la concorrenza, a sua volta, si è intensificata per la presenza di operatori italiani e internazionali, quali fondi di private equity e non solo, con la capacità d'investire ingenti capitali nelle aziende italiane. Un mercato che, negli ultimi anni, è stato in grado di posizionarsi, sempre più, tra quelli maggiormente sviluppati a livello europeo.

È anche aumentata l'intermediazione con professionisti, boutique, piccole e grandi banche d'affari che ormai operano

su scala nazionale e nei maggiori distretti industriali, in grado di entrare facilmente in contatto che le aziende di potenziale interesse per i fondi.

In un mercato ormai più maturo, imprenditori e manager sono quindi più consapevoli rispetto a un potenziale progetto con un fondo di private equity e questo, senz'altro, facilita il dialogo. In generale, le aziende sono maggiormente preparate al confronto e a ragionare di prospettive.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Sì, senz'altro e sono costretto ad andare un po' indietro nel tempo. Si tratta dell'investimento in Pompe Gabbioneta, operazione effettuata nel 1998. È una transazione che ricordo bene perchè è stata la prima operazione importante di Aksia, dove si sono condensate molte delle caratteristiche peculiari del private equity e del nostro modo di operare.

Abbiamo investito, con un'acquisizione di maggioranza, in un'azienda storica dell'eccellenza industriale italiana nel settore delle pompe centrifughe a norme API, destinate al mercato della raffinazione petrolifera. Inizialmente abbiamo creato un ruolo chiave per l'imprenditore, coadiuvato successivamente da un rafforzamento manageriale attraverso l'ingresso di nuove figure operative. Inoltre, alla transazione ha partecipato un coinvestitore internazionale. Il risultato è stato un ottimo sviluppo del business attraverso l'internazionalizzazione e l'espansione produttiva. La cessione a un gruppo internazionale che voleva fortemente entrare nel mercato di riferimento dell'azienda è stata sicuramente la brillante conclusione di un'operazione che ci ha dato moltissime soddisfazioni.

Alfredo Granata
Direttore Generale Inarcassa



Qual è il ruolo che ricopre il mercato per i fondi istituzionali?

Per gli investitori istituzionali, come specificato anche dal DDL capitali, intendiamo le casse di previdenza, insieme al mondo delle fondazioni e delle assicurazioni. Questa definizione non fa altro che ratificare una realtà che oramai da diversi anni era, nella sostanza, già presente nel mondo della finanza italiana. Le casse di previdenza hanno raggiunto una patrimonializzazione in termini di *asset* finanziari *under management* ben superiore ai 100 miliardi di euro di controvalore con una *asset allocation*, quindi con una distribuzione degli investimenti, a fronte di questo patrimonio, sempre più diversificata sia per area geografica sia per settore di investimento. Il ruolo, in termini dimensionali, che svolgono gli *asset* illiquidi e, tra questi, quelli destinati alla canalizzazione di risorse verso l'economia italiana delle piccole e medie imprese, è andato sempre più aumentando. La quota destinata al private equity, al private debt, al mondo delle infrastrutture e ultimamente anche al venture capital è cresciuta, affiancandosi dimensional-

mente per importanza sempre di più a quello che invece, all'interno del mondo del private capital, era stato un ruolo tradizionalmente assunto dal mondo real estate. Oggi come oggi tutti gli investitori istituzionali sono più o meno allineati su questo modello. In Inarcassa la quota destinata al mondo del private capital cuba oltre un terzo del patrimonio, equamente distribuito tra Italia e resto del mondo e a sua volta ben distribuito tra real estate e tutto ciò che è private capital non immobiliare. Una certa distinzione rispetto a questo modello di composizione ce l'hanno i fondi pensione complementari che solo negli ultimi anni hanno avviato, sia per maggiore flessibilità regolamentare, sia per nuove politiche di governance, un percorso di irrobustimento della componente private capital all'interno dei propri portafogli. Questo mondo ha subito un'accelerazione negli investimenti anche grazie alla maggiore remunerazione rispetto a quella delle *asset class* più tradizionali, come i *fixed income*, i titoli governativi, *corporate* e al mondo obbligazionario. Seppur una frenata si è avuta nel 2023 con il rialzo dei tassi e come un motore ormai avviato tale trend ha mostrato un rallentamento ma non una vera e propria inversione di tendenza. Aggiungo che il tema della sostenibilità, declinato in termini di transizione energetica, sociale, di governance, digitale e tecnologica, trova una sua massima concretezza in iniziative proprio e soprattutto nel private capital piuttosto che negli strumenti quotati. Quindi, se mettiamo insieme tutti questi elementi, comprendiamo perché il ruolo della finanza alternativa abbia trovato e trovi sempre più spazio e sempre più motivo d'essere nel nostro portafogli d'investimento.

Come scegliete il modo in cui investire in questo settore?

In Inarcassa, proprio per le scelte legate a una nuova evoluzione della composizione del portafoglio, abbiamo ritenuto op-

portuno adeguare le strutture interne che hanno il compito e sono deputate all'individuazione delle proposte di investimento. Il lavoro fatto è servito a irrobustirle, sia quantitativamente sia qualitativamente, per poter analizzare, con maggiore competenza, le proposte di investimento relative al mercato del private capital. Non abbiamo *advisor* esterni ma abbiamo database e *info provider* specifici del settore a livello internazionale che ci forniscono le informazioni che ci permettono poi di fare delle proposte coerenti e misurate. Abbiamo poi manager specializzati sulle distinte attività, come quella legata alla misurazione del rischio finanziario e di sostenibilità, che ci permettono di elaborare i report da portare al consiglio di amministrazione per le loro scelte. Insieme a tutto questo abbiamo anche sviluppato, e progressivamente messo a punto, un sistema di monitoraggio delle performance affidandoci alla rendicontazione degli *asset manager*, considerando i flussi di sottoscrizione, di richiami e di distribuzione con cui alimentiamo puntualmente il nostro database. Oggi riusciamo quindi a coprire puntualmente sia la performance dei private market sia quelle del mondo quotato per avere una visione completa e puntuale dell'intero nostro portafoglio.

È cambiata, nel tempo, la consapevolezza del ruolo che il settore può avere per l'economia italiana?

Sicuramente è cambiata nel tempo la consapevolezza del ruolo che ricopriamo e questo lo si vede dalla dimensione all'interno del nostro portafogli dedicata agli investimenti destinati alla realtà italiana sia sul versante delle attività liquide che su quello legato al mondo del private capital. Nelle casse di previdenza la quota di patrimonio destinata alle attività domestiche, il cosiddetto «Home bias», è complessivamente superiore al 50%. L'attività che svolgiamo e che svolgono gli investitori

istituzionali rientra in un circuito virtuoso, fra domanda e offerta di strumenti, che poi viene messo in evidenza anche dai numeri che l'AIFI stessa puntualmente pubblica. La raccolta dei veicoli domestici di private debt, di infrastrutture e anche di venture capital, nel corso dell'ultimo quinquennio, è esponenzialmente cresciuta e quindi, evidentemente, questo non fa altro che testimoniare come nel tempo sia migliorata e cresciuta la conoscenza e la fiducia verso questo tipo di investimenti che funzionano a tutto tondo: per chi investe, per chi riceve e impegna i capitali e per chi, con tali impegni, può lavorare per far crescere le imprese e l'economia reale.

Roberto Marsella

Head of Private Assets Generali Investments Partners



Come si colloca il mercato italiano in quello europeo?

Il mercato italiano del private equity si iscrive in una cornice europea estremamente dinamica, caratterizzata da una diversificata attività d'investimento che spazia da mercati consolidati a realtà emergenti e da una forte attrazione che esercita nei confronti di investitori sia nazionali che internazionali. L'Italia, con il suo ricco tessuto di piccole e medie imprese e una solida tradizione imprenditoriale, occupa una posizione di rilievo in questo scenario, distinguendosi per una vivace attività d'investimento che, negli ultimi anni, ha registrato tassi di crescita significativi (ca. 25% CAGR dal 2018 al 2022 per volume di investimenti)¹. È proprio il tessuto ricco e variegato di imprese e di imprenditori che ha permesso la crescita del settore del private equity e venture capital sia per quanto riguarda il numero di operazioni, passate da 360 nel 2018 a 850 nel 2022 per un controvalore di 23 miliardi di euro – i valori più alti mai

¹ 2022 *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, AIFI.

registrati nel mercato italiano – sia per la loro tipologia, con le operazioni *early stage* al primo posto per numero di realizzazioni². Sebbene l'Italia non raggiunga i volumi d'investimento di Germania, Francia e Regno Unito, questo trend positivo di crescita è sostenuto dal continuo interesse degli operatori di private equity verso l'internazionalizzazione delle aziende italiane che, nonostante le piccole o medie dimensioni, sono riconosciute a livello globale per le eccellenti competenze produttive, specialmente nei settori classici del «made in Italy» quali la meccanica, l'alimentare, la moda e il design.

L'ecosistema del private capital continua a maturare, generando benefici per i vari operatori: ad esempio, una maggiore disponibilità di private debt permette agli operatori di private equity una maggior flessibilità nel completamento delle operazioni di acquisizioni o di rifinanziamento; o anche la forte crescita del segmento del venture capital permette una maggiore disponibilità di futuri target per le operazioni di acquisizione organizzate dal private equity.

Cosa ci possiamo aspettare per i prossimi anni?

Guardando al futuro, il settore del private equity è chiamato a confrontarsi con un contesto macroeconomico in trasformazione, tensioni geopolitiche con impatto sulle catene di fornitura e sulla localizzazione dei siti produttori. È necessaria una maggiore capacità dell'impresa di gestire tanto frequenti, quanto inattesi cambi di direzione. Relativamente al mercato dei capitali si segnalano il veloce riposizionarsi dei tassi d'interesse su un livello storicamente più normale, rispetto al precedente periodo prolungato di tassi «rasoterra», e la continua espansione del mercato del private debt, quest'ultima favorita dal pro-

² *Ibidem.*

gressivo restringimento del credito bancario tradizionale, prima negli USA poi anche in Europa. Questi fattori, insieme a un panorama competitivo sempre più globalizzato, richiedono un ripensamento delle strategie di creazione del valore. Tradizionalmente, la leva finanziaria aveva giocato un ruolo chiave nella creazione di valore nel private equity, permettendo agli investitori di amplificare i rendimenti. Tuttavia, con l'incremento del costo del capitale di debito, questa strategia diventa meno sostenibile, spostando l'attenzione verso la crescita organica delle aziende e un focus più marcato sulla gestione operativa volta a migliorare l'efficienza e la competitività. L'evoluzione di paradigma richiede agli operatori del settore una maggiore capacità di intervento diretto nelle strategie aziendali, inclusa l'innovazione come principale driver di creazione di valore.

Fondamentale in questo periodo di accresciuta pressione a raggiungere i risultati e frequenti cambiamenti di scenari e di direzione è la qualità del capitale umano. Gli operatori di private equity dovranno sempre più dedicare attenzione e risorse ad allevare e nutrire campioni, ossia figure apicali e management team capaci di rispondere – anche a livello psicoemotivo – alle sfide della crescita aziendale e alla pressione ad esse collegata. Inoltre, le aziende stesse dovranno dedicare attenzione e investire capitali non solo per la tradizionale formazione e aggiornamento del personale, ma anche per il benessere mentale degli individui.

Nel contesto specifico del private capital, l'evoluzione del mercato riflette una diversificazione delle esigenze, come, ad esempio, nuovi meccanismi di uscita per gli investitori. La crescente domanda di liquidità e la necessità di facilitare scambi nel mercato secondario indicano una maturazione del settore, che attrae categorie di investitori in passato maggiormente orientate verso i mercati liquidi. La presenza di queste nuove categorie si accompagna all'aumento della quota di capitale allocata al private capital da parte degli investitori tradizionali.

Quali sono i segmenti del private capital su cui puntare?

In questo scenario, emergono due profili di investitori con esigenze distinte. Da una parte, i Sovereign Wealth Funds e i Family Office, che possono orientarsi verso investimenti a lungo termine nel private equity e che sono in grado di tollerare anche periodi di bassa liquidità e limitate distribuzioni da parte dei fondi di private capital. Dall'altra, compagnie assicurative e fondi pensione mostrano esigenze differenti e, con l'obiettivo di garantirsi flussi di capitale stabili e prevedibili, potrebbero orientarsi maggiormente verso investimenti di private debt e verso il segmento delle infrastrutture. Entrambi, infatti, offrono la prospettiva di distribuzioni regolari, anche in periodi di magra, oltre a un profilo di rischio relativamente più contenuto.

La capacità di adattamento e innovazione degli operatori di private equity e delle loro aziende in portafoglio è cruciale per l'ottenimento di risultati e quindi per il successo del settore. Questi attori devono essere capaci di interpretare le grandi tendenze geopolitiche, economiche e finanziarie con intelligenza e flessibilità, adeguando di conseguenza le strategie di investimento. Settori come la tecnologia, le scienze della vita, l'energia, l'aerospazio, la sicurezza intesa nel senso più ampio e la difesa, già protagonisti negli anni di numerose operazioni di successo, si prevede continueranno a offrire opportunità di investimento e soddisfazioni.

Infine, l'evoluzione del quadro normativo e fiscale, sia a livello nazionale sia europeo, giocherà un ruolo cruciale nel modellare le dinamiche di mercato. Continuerà a essere determinante l'impegno delle istituzioni nel promuovere riforme volte a semplificare il quadro operativo, auspicabilmente riducendo il carico degli adempimenti regolatori, e volte a sostenere l'innovazione.

Gianandrea Perco

Amministratore Delegato e Direttore Generale
DeA Capital Alternative Funds SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

DeA Capital Alternative Funds è stata fondata nel 2007: il mercato a quel tempo era caratterizzato da un numero di *player* domestici (SGR) relativamente contenuto e mediamente di dimensioni non grandi, una presenza di operatori internazionali quasi esclusivamente di grandi dimensioni e la quasi assenza dei cosiddetti *club deal* o di altri veicoli non regolati che di fatto facevano lo stesso mestiere delle SGR. Il tutto in un contesto normativo e di supervisione che non aveva iniziato a guardare con grande attenzione anche al mercato degli investimenti illiquidi, che rappresentavano una quota del portafoglio degli investitori ancora limitata. Investitori che si stavano affacciando in via crescente alle *asset class* illiquide verso cui in molti casi avevano un'esposizione limitata e che per affrontarla avevano spesso l'esigenza di passare tramite lo strumento dei fondi di fondi. I management team erano molto asciutti e caratterizzati da un livello di *seniority* molto elevato. In questi vent'anni il contesto competitivo è cambiato significativamen-

te. *In primis*, è cambiato il mondo degli investitori che dopo lustri di crescita di esposizione al settore hanno maturato competenze e dimensione che li hanno spinti a guardare non solo gestori italiani ma in via crescente *player* internazionali e prodotti sempre più grandi e con *track record* consolidati. Si sono affacciati al mercato italiano anche LP internazionali che però molto spesso non trovano strategie coerenti per *scope* di investimento e dimensione. Sono usciti dal mercato alcuni operatori storici ma ne sono nati molti nuovi di diversa dimensione che inevitabilmente insistono, in particolare in termini di raccolta, sui limitati investitori italiani. A competere sia dal punto di vista della raccolta sia degli investimenti in un mondo già affollato, vi sono inoltre soggetti non regolati come i *club deal* che hanno raggiunto numeriche meritevoli dell'attenzione dei supervisor. I team di gestione sono cresciuti molto in termini di professionalità e numero di partecipanti: in molti casi si è data anche una risposta alle tematiche di successione generazionale che in questa *industry* è una sfida mai facile da gestire. Duole evidenziare la mancanza di una stabile strategia di supporto allo sviluppo della *industry* da parte dell'amministrazione centrale sia, ad esempio, in termini di vantaggi fiscali, piuttosto che con fondi dedicati. Attenzione che non è mancata in altre geografie, cosa che ha permesso agli operatori presenti in quei mercati di seguire un percorso di sviluppo più rapido rispetto a quello delle nostre realtà.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Siamo partiti poco più che mono-prodotto e abbiamo portato avanti in parallelo un processo di evoluzione e diversificazione dei nostri prodotti per essere certi di dare una risposta di mercato coerente che si basasse su un paradigma indiscusso:

portare la filosofia del private equity a diverse strategie nel mondo degli illiquidi. Per quanto riguarda il mondo dei Fondi di Fondi abbiamo progressivamente fatto evolvere il nostro business verso un approccio di *client solution*. Avevamo capito – anche complice un’attività di raccolta che stava rallentando significativamente – che il prodotto FoF *plain vanilla* sulle nostre dimensioni era destinato a un lento declino se non fossimo intervenuti sull’*asset allocation strategy* e mettendo al servizio dei nostri clienti un prodotto su misura, declinabile sia tramite un veicolo regolato sia tramite un mandato di consulenza. Penso che sia stata una scelta vincente perché grazie alla competenza e al *track record* della piattaforma siamo stati in grado di coinvolgere nuovi clienti ascoltandoli e disegnando strategie che indirizzassero le specifiche esigenze. Il tutto con un’importante continuità di offerta, e cioè la capacità di costruire soluzioni di investimento globali anche su gestori meno conosciuti.

Nel mondo del private equity diretto, dopo essere partiti con una strategia di coinvestimento – dovevamo all’inizio imparare anche dai gestori con cui investivamo – partita nel 2008 e assolutamente generalista, abbiamo lanciato progressivamente tre strategie con un diverso livello di specializzazione, che ci hanno consentito di coprire lo spazio investibile del *mid e small cap* italiano, dall’agricoltura (dove siamo presenti con il Fondo Agro), al *food & beverage* (dove operiamo con il Fondo Taste of Italy), al mondo generalista (dove investiamo tramite il Fondo Sviluppo Sostenibile). Uno sviluppo fatto con progressione e senza fare salti di competenza e con attenzione a diversificare il rischio anche geograficamente grazie all’avvio dell’operatività in Spagna nel 2020. Una delle intuizioni più innovative che abbiamo avuto e che si muove sempre nel solco dello sviluppo del business, facendo leva su quello che abbiamo imparato e poi integrato con nuova linfa in termini di competenza, è stato l’avvio dei fondi di *turnaround* e di *special*

situation, ambito nel quale siamo stati assoluti *first mover* sul mercato italiano. In particolare, siamo entrati in questo business con un approccio estremamente innovativo: abbiamo lanciato un fondo (poi seguito da altre due iniziative) strutturato in maniera tale da poter ricevere in un comparto crediti corporate *Unlikely to Pay* che abbiamo poi gestito con un taglio private equity (con governance), e con un altro comparto abbiamo raccolto della nuova finanza che abbiamo iniettato nelle situazioni che lo necessitavano per il rilancio del business a condizione di avere il controllo della società. L'innovatività dell'idea e la qualità di *execution* garantita dalla piattaforma ci hanno consentito da un lato di consolidare la fiducia delle banche conferenti e dall'altro di raccogliere nuova finanza da nuovi investitori. Le performance uniche e costanti nel tempo ci hanno spinto a lanciare Flexible Capital, il primo fondo di *special situation* italiano dedicato al rilancio e alla trasformazione che ha iniziato a operare con successo alla fine del 2022.

Infine, gli NPL. Nello spettro delle diverse strategie nel mondo degli illiquidi vedevamo che mancava alla piattaforma la presenza nel mondo della gestione dei recuperi dei grandi portafogli crediti. Abbiamo avuto l'occasione di rilevare la gestione di Italian Recovery Fund, fondo che aveva investito in 30 miliardi di GBV di *non performing loan*, a cui abbiamo applicato la nostra cultura di gestione raggiungendo risultati assolutamente apprezzabili seppur in un'*asset class* molto complicata e la cui gestione richiede il coordinamento di un innumerevole gruppo di *outsourcer* come gli *special servicer*. La SGR è partita nel 2007 con un fondo di fondi, la concentrazione del fatturato su un'unica strategia e una decina di professionisti basati in Italia. Alla fine del 2023, gestiamo 22 fondi, i nostri ricavi sono ben diversificati tra diverse strategie e siamo 72 professionisti, per la maggior parte in Italia e alcuni in Spagna. Chiediamo sempre alle nostre *portfolio company*

di crescere e diversificare il rischio in termini di clienti, prodotti e mercati. Pensiamo nel nostro piccolo di aver applicato la ricetta anche alla nostra realtà, preparandola per le sfide che dovrà affrontare in un contesto di mercato sfidante per la nostra industria.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

In questo intenso viaggio caratterizzato dallo sviluppo e dal lancio di tante nuove idee e dall'acquisizione, gestione e dismissione delle *portfolio company* l'operazione che mi piace sempre ricordare è quella di rilancio di Cartiere Paolo Pigna: chi di noi, nella propria vita e non solo di studente, non ha mai avuto un quaderno con l'aquila di Pigna? Abbiamo ricevuto nel nostro primo fondo di *turnaround* i crediti che alcune banche vantavano nei confronti della società proprio mentre la stessa stava affrontando le prime udienze per il possibile fallimento in tribunale. Questo perché i creditori e l'imprenditore non erano riusciti a trovare un accordo che potesse salvare la società. Grazie al nostro ingresso siamo riusciti a ricomporre il rapporto e definire un piano concordatario che passasse attraverso un cambio della governance e favorisse una ricapitalizzazione della società, elementi essenziali per un *turnaround* sano delle aziende. Mi piace sempre ricordare la serietà dell'imprenditore che, nonostante fosse passato in minoranza, ha partecipato con capitali freschi alla ricapitalizzazione. Abbiamo nominato il nuovo amministratore delegato e lo abbiamo supportato nella definizione della prima linea e della strategia volta alla razionalizzazione dei costi, consolidamento del *core business* e lancio di nuovi prodotti. Al nostro ingresso nell'azionariato, l'azienda aveva un EBITDA negativo e dopo tre anni siamo riusciti a riportare l'EBITDA in terreno positivo, accompagnando quindi Pigna nelle braccia di Buffetti. Nell'am-

bito di questo percorso non solo abbiamo rilanciato un'azienda e salvato innumerevoli posti di lavoro, ma abbiamo fatto volare nuovamente un marchio come quello di Cartiere Paolo Pigna a cui noi tutti siamo affezionati.

Mauro Roversi

Chief Investment Officer and Founding Partner
Ambienta SGR SpA



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

È cambiato in tante cose: innanzitutto, nel livello di intermediazione delle operazioni. Ormai il mercato direi che lo è per il 99%. Non vuol dire che non ci sia possibilità di fare *deal* primari, ovvero di essere i primi investitori nelle società: abbiamo

fatto 70 operazioni dal 2008 e il 90%, quindi 63, sono primarie. Questo non significa che non abbiamo comprato in processi competitivi, però possiamo affermare due cose: la prima è che una volta la componente di *deal* che veniva originata in maniera proprietaria, quindi attraverso contatti personali piuttosto che di consulenti, amici o collaboratori propri o degli imprenditori, era fondamentale, mentre oggi è quasi del tutto sparita. La seconda riguarda i parametri di valutazione: quando ho iniziato a lavorare in private equity, nei primi anni Duemila, più o meno si pagava cinque, sei volte l'EBITDA, oggi le cose sono molto diverse; aggiungo che il multiplo si incrementa man mano che ci si sposta verso il Nord Europa; a titolo di esempio, se in Italia si parte da 8 volte l'EBITDA, in Germa-

nia è 10, in Inghilterra è 12 e nei Paesi scandinavi 14. Questo indice fissa la «base d'asta», il resto lo fa il mercato. Quindi la valutazione d'azienda basata sull'asimmetria informativa tra «finanza» e imprenditoria, a cui si aggiungeva la componente umana, non c'è più. D'altro canto, il mercato si è strutturato diventando più trasparente, facendo sì che il private equity diventasse uno strumento efficace di imprenditoria moderna, portatore di capitale alternativo rispetto alle famiglie imprenditoriali e alle banche e strumentale a garantire crescita e continuità. Altro mutamento lo vediamo nella strutturazione delle operazioni perché anche la componente di utilizzo della leva finanziaria è cambiata e quindi anche i livelli di indebitamento che si possono utilizzare oggi e in particolare nell'avvento di operatori di debito diversi rispetto al sistema bancario, e questo ha portato poi un'ulteriore sofisticazione delle strutture finanziarie. Un'altra cosa che è cambiata rispetto al passato è una maggior liquidità del mercato, specie per quanto riguarda il mercato cosiddetto secondario – ossia della vendita tra fondi – rispetto alla cessione a soggetti industriali, che rimane pur sempre un'opzione principale di realizzo della partecipazione, ma non l'unica. Ora ci sono innumerevoli fondi di secondario che mettono a disposizione somme per l'acquisto di partecipazioni o anche dell'intero portafoglio dei fondi. Quindi la liquidabilità degli *asset* è sicuramente aumentata, grazie ad altri strumenti di liquidazione o comunque di vendita e realizzazione del portafoglio, alternativi alla vendita ai soggetti strategici. Posso dire che in definitiva è cambiato un po' tutto.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Nel private equity sono arrivato nel 2001; prima, ho fatto una breve esperienza nell'impresa di famiglia dove ho vissuto le

dinamiche tipiche del piccolo imprenditore, e poi sono stato circa sette anni in un gruppo industriale francese dove ho visto le logiche di un'azienda globale, con una forte impronta all'M&A. La società è stata un caso di successo nell'ambito di questa attività che l'ha portata a diversificare e a trasformarsi. È nata come azienda di gommoni nautici e oggi è un'impresa aeronautica che produce sistemi sofisticati sia per il settore civile sia per quello militare. Il fatto di arrivare nel mondo del private equity è stato quasi una tappa naturale, una vocazione, nel senso che avevo un po' questo background misto e ho messo a fattor comune una sensibilità legata al mondo dell'imprenditoria e una verso l'internazionalizzazione. Ambienta è stato il modo con cui io sono diventato a mia volta un po' imprenditore e l'abbiamo voluta caratterizzare per essere un fondo di nuova generazione. Cosa significa? Nel 2007 c'è stato un momento storico in cui il mercato era particolarmente affollato. I grossi fondi internazionali stavano arrivando in Italia con delle logiche di lavoro molto diverse rispetto a quelle che io avevo imparato. Fino ad allora la *due diligence* in Italia si faceva attraverso il racconto dell'imprenditore o delle persone che lavorano con lui, delle dinamiche d'azienda, di quello che avrebbe potuto essere nel futuro. Il mondo anglosassone ha portato un concetto di *due diligence* esternalizzata; il mondo tradizionale del private equity ha trovato un modo di lavorare che era molto diverso, dove grandi fondi mettevano soldi per lavorare *ex ante* su dei dossier e quindi il vecchio private equity *mid market* generalista italiano rimaneva spiazzato. Ambienta nasce dal nuovo paradigma, di essere un fondo specializzato, con una forte connotazione su un tema e non su un settore, che è la sostenibilità. Su questo elemento abbiamo costruito una strategia di investimento trasversale sul presupposto che la sostenibilità avrebbe trasformato e cambiato non solo un settore specifico ma tutti, dall'industriale ai servizi ai beni di consumo. La visione del 2007 è diventata attuale, quindi oggi

parliamo di trasporti *green*, real estate *green*, prodotti chimici *green*, prodotti di largo consumo a basso impatto ambientale, tutto, un po' come è stato con la digitalizzazione che è diventata pervasiva in ogni ambito della nostra vita. Questo è stato un po' il *modus operandi* di Ambienta, un nuovo modo di lavorare creando all'interno del fondo le competenze spesso prese dall'esterno così da usarle su tutte le nostre attività di investimento. Insomma, il modo di lavorare, e in particolare il nostro, è cambiato fortemente negli anni e noi abbiamo cercato di trasformarlo in un diverso approccio al mercato del private equity vedendo in questo mutamento un'opportunità e mostrando come sia possibile, nei fatti, concepire la sostenibilità in tutti settori dell'industria.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Ce ne sono tantissime ma parlo di Waterialia che è ancora nel nostro portafoglio. La società produce pompe centrifughe che vengono usate nel mondo dell'agricoltura, industriale, residenziale, civile, ma anche infrastrutturale, quindi impianti di desalinizzazione piuttosto che impianti di pompaggio di acqua in generale. In questo investimento siamo riusciti a mettere a fattor comune la nostra competenza sulle tematiche ambientali, la nostra capacità di interloquire con gli imprenditori e la nostra competenza nel crescere e sviluppare sinergie industriali, acquisendo con i rispettivi imprenditori e integrando nel Gruppo Waterialia due società storiche del settore, Caprari e Calpeda.

Caprari e Calpeda erano due società di circa ottant'anni ciascuna, quindi insieme fanno centosessant'anni di storia; due aziende detenute da due famiglie, siamo alla terza generazione per entrambe, concorrenti per tanto tempo, che hanno deciso, grazie ad Ambienta, di unire le forze e creare un

polo industriale specializzato nella produzione di sistemi di pompaggio per l'acqua, con un'ambizione poi di far diventare il gruppo ancora più grande, più internazionale, continuando a comparteciparvi, ma affidando la gestione a un management team indipendente e a un fondo che ha saputo diventare un soggetto *super partes* creando i presupposti e l'equilibrio per poter portare avanti questo piano. Quando siamo partiti, nel 2021, il gruppo generava 9 milioni di EBITDA e quest'anno ha superato i 50 milioni di euro. Questo ci dà anche la dimensione di quello che è stato fatto in termini di creazione di valore, ma soprattutto di allineamento di interessi e di ambizione. Qua c'è anche un grosso lavoro nell'ambito dell'integrazione delle società, dal punto di vista dei fatturati, ma soprattutto di ottimizzazione della parte industriale e produttiva: questo fa sì che il valore sia cresciuto non solo dal punto di vista finanziario ma anche e soprattutto industriale e strategico. L'azienda vale di più, non soltanto perché abbiamo accresciuto l'EBITDA e il fatturato che ha raggiunto quasi 300 milioni, ma perché è presente in venticinque Paesi, una gamma prodotto diversificata in svariate applicazioni e un management team di primo livello che siamo riusciti a inserire proprio perché il progetto ha una visione e un'ambizione di un certo tipo, un *asset* che io spero rimanga in Italia e crei valore in Italia.

Fabio Sattin

Presidente Esecutivo e Socio Fondatore
Private Equity Partners



Come è cambiato il mestiere del private equity?

Da quando ho iniziato la mia attività di investitore in private equity, nel 1989, e avendo fatto con la mia società, la Private Equity Partners, oltre settanta operazioni, ho assistito, a livello europeo e mondiale, a numerosi cambiamenti ed evolu-

zioni del settore, in particolare per quanto riguarda le dimensioni, il numero e l'articolazione degli operatori e delle modalità di investimento utilizzate.

Oltre ai tradizionali «fondi chiusi», che continuano a rappresentare una parte rilevante del mercato, si sono aggiunti, anche nel nostro Paese, molti nuovi operatori e strumenti, come le holding quotate o non quotate, i *club deal*, i *family office* (da soli o consorziati tra loro), i *pledge fund*, le SPAC, i neonati *search fund*, i *business angel* e molti altri, oltre alla parallela evoluzione del settore del private debt, in particolare per quanto riguarda gli strumenti cosiddetti ibridi, i cui confini rispetto al private equity diventano sempre più labili. Una simile eterogeneità rende possibile identificare la miglior modalità di in-

tervento in relazione alle specifiche necessità delle società e degli investitori. Oggi infatti imprenditori, aziende, manager e investitori hanno di fronte numerose alternative tra cui scegliere e questa ritengo sia una cosa estremamente positiva che va supportata anche a livello normativo.

Per quanto riguarda l'Italia va evidenziato che, rispetto ai Paesi anglosassoni, l'attività di private equity si è da sempre molto focalizzata su operazioni di minoranza in partnership con gli imprenditori al fine di supportarli in un processo di crescita e di sviluppo. Quindi, se da un lato i nostri operatori non sono stati in grado di svilupparsi e neanche di avvicinarsi alle dimensioni dei grandi fondi internazionali che negli ultimi anni hanno registrato processi di crescita esponenziali, lasciando sostanzialmente solo a questi il mercato delle grandi operazioni, anche di rilevanza strategica per il nostro Paese (e questo è un gap che va colmato), di converso, questo approccio rivolto a strutturare operazioni in partnership con gli imprenditori penso rappresenti un'esperienza molto utile per lo sviluppo futuro di questo mercato, se declinata anche sulle operazioni di maggiori dimensioni.

Anche l'utilizzo della leva finanziaria, che da sempre rappresenta un elemento di grande rilievo in termini di contributo al ritorno dell'investimento, è stato nel nostro Paese sempre più cauto e mitigato rispetto all'estero, e anche questo aspetto ritengo possa rappresentare un'ottima base per mitigare i rischi e vincere le sfide che il settore certamente si troverà ad affrontare.

Infine, anche il settore pubblico si è mosso in modo più rilevante nel mercato del capitale di rischio, anche se in maniera spesso disarticolata. Tali interventi posso essere utili ma, proprio perché utilizzano risorse pubbliche, devono avere scopi chiari, espliciti, adeguatamente motivati, funzionali al raggiungimento degli obiettivi di politica economica prefissati e misurabili con criteri oggettivi e trasparenti, in modo da valu-

tarne la reale efficacia. E soprattutto devono essere fatti in collaborazione e in sinergia con il settore privato e mai in concorrenza con questo, cosa che a volte è accaduto e a mio avviso non si deve ripetere.

Infine, anche la regolamentazione è molto cambiata in questi anni cercando di adeguarsi alle esigenze e ai cambiamenti del settore, ma anche qui c'è ancora moltissimo da fare. Avere regole chiare e adeguate è assolutamente fondamentale per supportare in modo sano e corretto lo sviluppo di questo settore.

Tanti modi diversi di fare private capital, ma manca ancora qualcosa?

Sarebbe anacronistico pensare che un mestiere resti sempre uguale a se stesso: cambia la società, il contesto storico in cui si opera, cambia il mercato e anche gli operatori e di conseguenza il modo di investire nel capitale di rischio. Quello che però è mancato fin dall'inizio è una cultura finanziaria adeguata a comprendere gli strumenti che il private equity può mettere a disposizione degli imprenditori e quando questa c'è, spesso è estremamente limitata se non del tutto assente anche da parte di molti professionisti, che invece di aiutare gli imprenditori a scegliere la soluzione per loro più adatta, forniscono ai propri clienti consigli parziali, se non addirittura fuorvianti.

Il private equity viene definito un compagno paziente ma tradizionalmente (e culturalmente) anche molto «silente e riservato» nel senso che, anche per non offuscare il ruolo dei partner industriali e/o del management, non si è mai tanto occupato di spiegare al mercato la funzione e il contributo prestati. Basti pensare che tra il 2020 e il 2022 sono stati investiti 45 miliardi di euro nelle imprese italiane e di esempi di successo ce ne sono moltissimi. Certo, come in tutti i settori, ci sono operatori con esperienza, comportamenti, capacità e sti-

li di investimento tra loro diversi. Così come accade nel mondo imprenditoriale. Ma rispetto a questo, l'approccio «silente e riservato» di questi operatori, anche di quelli di maggior successo, ha forse impedito di apprezzarne appieno il grande ruolo che spesso hanno svolto nello stimolare la crescita e lo sviluppo delle società partecipate, aiutandole a superare le logiche familiari, a crescere per acquisizioni, a internazionalizzarsi, a managerializzarsi, ad andare in borsa, a pensare in grande e ad adottare stili di gestione e di governance più trasparenti e incentrati sul valore delle competenze e del merito. Penso quindi che con una migliore consapevolezza dei ruoli e una più profonda cultura finanziaria a tutti i livelli, si potranno sfruttare i grandi vantaggi di questa sempre più ampia articolazione del settore a beneficio delle nostre società e della nostra economia.

Quale sarà la naturale evoluzione di questo mercato?

Il private equity si trova oggi ad affrontare un vero e proprio esame di maturità.

Le grandissime dimensioni raggiunte dai grandi fondi internazionali, che si misurano oramai in centinaia di miliardi di dollari, e il pesantissimo impatto che inevitabilmente hanno e avranno a livello socioeconomico, obbligano tutti gli operatori a utilizzare modalità di investimento sempre più responsabili, affidabili, sostenibili e che tengano conto delle ricadute su tutti i comparti dell'economia e della società. E soprattutto i professionisti del settore dovranno essere in grado di supportare le aziende in modo stabile e duraturo, affiancandole in un processo di sviluppo o di crescita per aggregazioni (cosa estremamente utile specialmente nel nostro Paese caratterizzato da società spesso di troppo piccole dimensioni), anche se questo talvolta può richiedere tempistiche molto lunghe.

In altre parole, credo sia giunto il momento che investitori e operatori agiscano con una visione sempre più industriale e sempre meno «speculativa» o orientata al breve termine.

Questo in effetti sta già avvenendo, tanto che molti nuovi strumenti sia a livello internazionale che (da poco) nazionale offrono un approccio di investimento sempre più stabile, senza «scadenze» predeterminate e quindi in grado di adattare la tempistica alle necessità della specifica operazione. Questo tipo di approccio (il cosiddetto *permanent capital*) ritengo sia una delle principali evoluzioni che registrerà questo settore, insieme all'utilizzo delle nuove tecnologie, che consentiranno di sviluppare un mercato sempre più efficace ed efficiente a tutti i livelli.

Per quanto riguarda le operazioni a leva, usualmente adottata nelle operazioni di *buy out*, che rappresentano, a valore, il principale comparto del private equity, ma certamente non l'unico, il radicale cambiamento a livello di tassi potrebbe apportare significativi cambiamenti nelle modalità di investimento, quantunque quando questa attività è nata, i tassi erano ben più alti rispetto a quelli attuali. Quindi, su tale aspetto, nulla di nuovo per chi ha avuto modo di operare attivamente in questo settore dalla sua nascita. In conclusione, tanti potenziali cambiamenti ma tantissime prospettive di crescita. Auguriamoci che anche nel nostro Paese si riescano a cogliere al meglio i grandi vantaggi che lo sviluppo dell'attività di private equity può portare alle nostre società e alla nostra economia.

Michele Semenzato
Partner Fondatore Wise Equity SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

In questi ultimi venticinque anni, il nostro mercato ha attraversato diverse fasi: inizialmente una fase di fortissimo sviluppo, caratterizzata da un facile accesso al debito, fino al 2008, poi la fase di crisi dovuta alla tensione finanziaria di fine anni Duemila; negli anni successivi un disaccoppiamento tra l'economia mondiale, in ripresa, e quella italiana, che nel 2012-2013 vedeva un'altra fase di recessione. Quello è stato probabilmente il momento più buio del private equity italiano, che ha fatto allontanare molti investitori internazionali, ma che poi sono tornati, poco a poco, negli anni successivi grazie a una fase di lenta ma inesorabile espansione durata sostanzialmente fino al 2022, con la parentesi del Covid. Negli ultimi due anni il *fundraising* è tornato a essere più complicato e credo che questo porterà nei prossimi anni a una fase di consolidamento del mercato.

Penso che la capacità di adattarsi all'evoluzione del mercato sia stata da subito una delle nostre caratteristiche anche perché,

prima di spostarci su operazioni di *buy out* nel *lower-mid market*, siamo nati come fondo di venture capital nel pieno della bolla delle dot.com: si può quindi dire che per noi il mercato è drasticamente cambiato già qualche mese dopo la nostra partenza.

In generale, comunque, il mercato di oggi è molto maturato ed è incredibilmente cresciuto rispetto a venticinque anni fa. Questo sia per la presenza di un numero maggiore di operatori, sia, soprattutto, per una molto maggiore consapevolezza tra gli imprenditori del mercato del private equity e del ruolo che può avere nello sviluppo delle loro aziende e/o nel dare continuità ai loro progetti anche quando, per ragioni di età, devono pensare a cominciare a tirare i remi in barca. Nell'incontrare gli imprenditori venticinque anni fa, una parte importante dei meeting era dedicata a spiegare che cosa fosse il private equity (e spesso a cercare di eliminare preconcetti di visione negativa del nostro settore). Oggi gli imprenditori hanno una conoscenza molto più approfondita del nostro settore, grazie all'aumento esponenziale del numero di operazioni, ma anche al lavoro dei moltissimi *advisor* che si propongono come intermediari nell'individuazione del miglior interlocutore tra i diversi fondi. Certamente, l'altra faccia della medaglia è che il mercato è diventato molto più competitivo e che il numero di potenziali operazioni non intermedie o gestite attraverso processi non competitivi si è molto ridotto.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Venticinque anni fa sul mercato esistevano praticamente solo fondi generalisti, le strutture erano molto simili e la differenziazione tra un fondo e l'altro era basata sulla storia personale dei partner del fondo e sul *track record* generato fino a quel momento. Con il tempo e la maturazione del mercato, gli opera-

tori si sono sempre più specializzati in settori, tipologia di intervento e anche di modalità di raccolta dei fondi. Oggi, oltre ai fondi generalisti, che comunque sono più specializzati che in passato, esistono segmentazioni sulla base dei settori di investimento (per esempio la filiera alimentare, la moda e il design, l'IT, la transizione energetica e così via), della tipologia di intervento (maggioranza, minoranza, situazioni di *turnaround*, *growth* ecc.) e del modo di raccogliere il capitale (fondi *evergreen*, holding di partecipazioni, *club deal*, SPAC, *search fund* ecc.).

I motivi di questa sempre maggiore specializzazione sono sostanzialmente due: il primo, che si manifesta ormai da diversi anni, è la competizione nel *fundraising* e la sostanziale maturazione anche del mercato a monte. Chi investe in private equity oggi lo fa in maniera molto più consapevole, con una chiara strategia di portafoglio che dà il giusto peso alle diverse aree geografiche, settori industriali e tipologie di intervento. È quindi molto più importante che in passato posizionarsi verso questi interlocutori con una strategia chiara e differenziante per poter attrarre nuovo capitale. Il secondo è invece più recente, figlio del nuovo contesto di tassi più alti e di situazione macroeconomica più complessa, dopo quasi quindici anni di *quantitative easing*. È finito il tempo in cui i ritorni si ottenevano ottimizzando la struttura finanziaria e lasciando un buon management team fare il proprio lavoro alla guida di un'azienda in un settore che cresceva. Oggi c'è molto più bisogno di specializzazione per poter innanzitutto scegliere e poi contribuire alla gestione di società in portafoglio che devono trovare il modo di migliorare i loro risultati a fronte di minor disponibilità e maggior costo del debito, spesso in mercati in cui la crescita è a scapito dei propri concorrenti, senza poter contare su un mercato sottostante che cresce. Per questo in Wise Equity, per esempio, costruiamo il nostro team attingendo risorse da società di consulenza strategica, più che cercare persone con background esclusivamente finanziario.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Dalla nascita di Wise Equity abbiamo chiuso più di cinquanta operazioni di investimento, corredate da un centinaio di operazioni di *add-on*. È quindi difficile sceglierne una in particolare. Mi vengono in mente le uscite più recenti, come Vittoria, Tapi, Cantiere del Pardo, Trime, Tatuus, che sono tutte operazioni che ci hanno dato molta soddisfazione. Chiaramente, le operazioni che si sono seguite in prima persona sono quelle che rimangono più nel cuore, anche grazie all'investimento emotivo del vivere giornalmente i momenti belli (e anche quelli meno belli) insieme a un management team con cui si crea un rapporto molto stretto. Se dovessi proprio sceglierne una, forse sarebbe Biolchim, perché rappresenta, sotto molti aspetti, l'operazione «tipo» per Wise Equity. Siamo stati azionisti di Biolchim circa cinque anni: dall'inizio del 2013 alla fine del 2017. Quando abbiamo investito, l'azienda stava subendo un periodo di forte trasformazione, da azienda prettamente italiana, focalizzata sulla vendita di fertilizzanti tradizionali, ad azienda globale, con focus su biostimolanti e altre specialità. La trasformazione era guidata da un management team probabilmente senza uguali al mondo in termini di esperienza e professionalità, nella nicchia dei fertilizzanti speciali, ma i risultati erano ancora marginali e dal di fuori l'azienda poteva sembrare ancora un po' «impolverata». Durante gli anni sotto la nostra proprietà l'azienda ha avuto una crescita travolgente, sia dal punto di vista organico, con l'apertura di molte filiali estere e l'aggiunta di nuove linee di prodotto, sia attraverso una serie di acquisizioni mirate per aggiungere valore strategico. Insieme al management abbiamo infatti completato quattro acquisizioni, due in Italia, una in Ungheria e una in Canada, che hanno permesso a Biolchim di avere accesso a materie prime e tecnologie strategiche per il suo modello di business (alghè, acidi umici, idrolisi enzimatica) oltre a

rafforzare la sua presenza commerciale in alcuni mercati. Il management ha potuto continuare il percorso di crescita dopo la nostra uscita, con il supporto di altri fondi, che a loro volta hanno ottenuto ottimi risultati, ma sono convinto che la base anche della crescita ulteriore sia stata posta durante il periodo sotto la nostra proprietà.

Lorenzo Stanca

Managing Partner Mindful Capital Partners



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

Questo mondo è cambiato sotto tanti punti di vista: è diventato più maturo, più organizzato e strutturato. Quello che, in maniera più significativa, risulta diverso è l'apertura che c'è stata da parte di molte famiglie imprenditoriali di

fronte all'idea di avere un investitore finanziario nel capitale, anche, e soprattutto, con una quota di maggioranza. Quando siamo partiti con questa attività, nel 2007, l'atteggiamento degli imprenditori nei confronti dei fondi era molto più guardingo. La gran parte delle operazioni proposte riguardava quote di minoranza proprio perché c'era una preclusione a cedere un pacchetto di controllo; in generale, proprio l'idea di avere a bordo un investitore finanziario era vista con grande sospetto. Oggi, invece, abbiamo un mercato dove esiste un'ampia fascia di imprenditori che considera con interesse il supporto di un fondo e il valore che questo può dare. Ciò ha generato, in particolare negli ultimi dieci anni, un mercato dove le opportunità di investimento sono via via più numerose.

Quello che raccontiamo sempre agli investitori, soprattutto a quelli esteri, è che in Italia vediamo in questi anni un volume di potenziali operazioni di private equity più importante rispetto a quanto realizzabile dagli investitori attivi. Questo soprattutto in confronto con quanto si riscontra in altri mercati come Francia, Germania o Spagna, cioè quelli più direttamente comparabili. Da noi, c'è un tessuto imprenditoriale sicuramente nutrito ma anche meno operatori che possano investire, perché l'industria locale, per molte ragioni, non è ancora cresciuta a sufficienza. Questo è un elemento positivo per noi private equity italiani perché ci permette una grande scelta ma per il sistema-Paese sarebbe necessaria un'industria del private equity ben più grande.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Per molti, il fondo tradizionale di private equity è un elemento del passato; io ritengo invece che rappresenti la struttura ottimale. La forma del fondo è imprescindibile perché un *club deal* può magari funzionare nelle operazioni più piccole, ma nei processi più strutturati, quando, come spesso capita, si tratta di fare operazioni che poi portano a una crescita per linee esterne attraverso acquisizioni, i veicoli meno strutturati sono candidati deboli perché non c'è il *commitment*, mentre il fondo è organizzato per questa attività. I *club deal*, poi, operano generalmente al di fuori della cornice delle regole sulla gestione del risparmio, mentre i fondi offrono al riguardo ben altre garanzie di affidabilità.

Negli anni è cambiato anche il nostro mestiere: quello che prima era necessario fare per andare a convincere molti imprenditori, una parte di semina importante di *sourcing*, oggi è meno rilevante. Sicuramente continuiamo a organizzare incontri con gli investitori per conoscerli, per creare opportunità

di lungo periodo, ma l'industria è maturata e quindi abbiamo molti più intermediari che si propongono, molti più *deal* che poi esaminiamo. Questo mercato è assistito oggi da un numero maggiore di professionisti rispetto al passato, soggetti che si sono strutturati meglio, più capaci e che fanno sì che il nostro mestiere, da questo punto di vista, sia facilitato perché molto spesso sono loro a portarci i *deal* più interessanti con il beneplacito dell'imprenditore. Anche reperire le fonti di finanziamento aggiuntive, quali il debito nelle sue varie forme, incluso il private debt, è diventato meno complicato. In passato, le trattative erano più complesse perché serviva anche spiegare alla controparte perché il *deal* si strutturava in un certo modo e quali passaggi fosse necessario fare. In sostanza, possiamo dire che oggi abbiamo un mercato che funziona molto meglio.

Quello che manca ancora in Italia al private equity sono gli investitori istituzionali. Sono pochi i soggetti competenti, preparati e focalizzati che possano supportare la nostra attività e consentire una crescita dell'industria. Certo un po' le cose sono migliorate rispetto a quando abbiamo iniziato noi l'attività. Oggi, diverse casse e fondi pensione hanno cominciato a investire private equity, anche se troppo spesso con poca cognizione di causa. Siamo però comunque molto indietro rispetto ad altri Paesi europei, inclusa la Spagna. Le assicurazioni latitano. Mi auguro che l'esempio di soggetti più lungimiranti venga seguito da molti altri soggetti istituzionali che hanno la capacità finanziaria e il know-how per consentire una crescita dell'industria del private capital e permettere una moltiplicazione delle operazioni, a beneficio di tutto il Paese.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Penso a Industrie Chimiche Forestali perché è stata un'operazione dove abbiamo avuto a che fare con un manager molto

bravo. Penso però anche a Hydro Holding, perché è un *deal* in cui siamo andati a fare una serie di acquisizioni successive con brillanti risultati. Un'aggregazione di realtà con diversi punti di forza e molte sinergie da dispiegare. Un modello che abbiamo seguito nella gran parte delle nostre operazioni. Si tratta di operazioni in cui mettendo insieme delle aziende piccole in un segmento specifico, si riesce a costruire un polo più solido e competitivo. Nel caso di Hydro Holding, attivo nel settore dei connettori per macchinari oleodinamici, una nicchia molto specifica dove l'Italia è leader mondiale, abbiamo messo insieme tre aziende con specializzazioni diverse e le abbiamo portate a diventare un *player* di riferimento per quel mercato, riuscendo a fare un primo passaggio importante di crescita e maturazione della società con la definizione di una struttura di management ancora abbozzata. Successivamente l'abbiamo ceduta a NB Renaissance che ha continuato questo percorso. Per noi è motivo di orgoglio vedere come aziende piccole riescano, grazie al nostro lavoro, a diventare dei gruppi importanti. È bello pensare che il primo pezzo di strada l'abbiamo percorso insieme. Quando questo succede, come nel caso di Hydro Holding, siamo molto contenti e per fortuna succede molto spesso.

Maurizio Tamagnini
Amministratore Delegato FSI



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

Nel 2011, quando venni chiamato dal Ministero dell'Economia e da CDP alla guida del Fondo Strategico Italiano, il mercato degli investimenti era un deserto, con volumi bassissimi e fondi internazionali che chiudevano l'ufficio a Milano.

Una delle missioni del Fondo Strategico Italiano era proprio quella di «rianimarlo». Mancavano sia le società di investimento sia la disponibilità da parte delle famiglie imprenditoriali ad aprire il capitale delle loro aziende. Molte cose sono cambiate da allora.

Negli anni successivi ci fu una fase in cui i principali investimenti in Italia erano le acquisizioni delle nostre belle aziende, in particolare quelle del marchio, da parte dei gruppi europei o internazionali. In quel contesto cercai di ispirare un grande gruppo del lusso sul modello di quelli francesi. Nel 2013, qualche giorno dopo la vendita da parte della famiglia Loro Piana al Gruppo LVMH, insieme al dottor Gorno, allora presidente del Fondo Strategico Italiano, invitammo le pro-

prietà delle maggiori dieci aziende dei marchi italiani. Presentammo l'idea di una holding che avrebbe acquisito nel tempo le società degli imprenditori interessati all'apertura del capitale e che con significativi investimenti avrebbe sostenuto il lusso italiano e la filiera artigianale dei fornitori. Dopo un paio di piacevoli e incoraggianti incontri, purtroppo arrivò la stagione delle sfilate e ognuno tornò a concentrarsi sulla propria azienda e il progetto «evaporò».

Negli ultimi anni, invece, abbiamo visto una maturazione organica del mercato, sia dal lato delle famiglie imprenditoriali che degli investitori italiani in capitale di rischio. Cinque anni fa, misuravamo che solo il 5% delle aziende medio-grandi (tra i 100 milioni e 2 miliardi di fatturato, target di riferimento di FSI) avesse aperto il capitale alla quotazione o a fondi di private equity. Oggi questa percentuale si avvicina alla doppia cifra, di fatto raddoppiata.

Nello stesso target dimensionale, è fortemente cresciuto il numero di investimenti in private equity per anno. Nei cinque anni pre-Covid se ne registravano 15-20, mentre nell'ultimo triennio ne sono stati completati un minimo di 32 e un record di 42 nel 2022. Nel nostro segmento di riferimento vediamo una forte crescita degli investimenti che coinvolgono aziende ad azionariato familiare, ma anche delle operazioni da fondo a fondo o da parte di gruppi industriali. Questo garantisce maggiori opzioni per tutti gli operatori e aumenta l'attrattività del settore nel suo complesso. Le valutazioni delle aziende italiane rimangono interessanti se comparate a quelle dei principali mercati europei.

In conclusione, direi che in dieci anni sono stati fatti progressi molto importanti e che l'Italia si sia dotata di un'offerta di private equity completa e comparabile a quella degli altri Paesi europei.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Oggi si fa private equity in uno scenario completamente diverso. Ci sono tanti operatori italiani che hanno costruito team di successo e che operano soprattutto nel *mid market*. Nel segmento delle medie-grandi imprese, dove investe FSI, c'è maggiore interesse e competizione da parte dei grandi fondi di private equity internazionali. Allo stesso tempo nel mercato intervengono le SPAC, i *club deal* e operatori esteri di diversa natura, tra i quali i fondi sovrani.

Ma FSI ha la sua strategia di partnership con gli imprenditori che abbiamo mantenuto inalterata nel tempo. È la nostra formula per la crescita.

Negli ultimi anni, anche a fronte di una crescente competizione, abbiamo aumentato la specializzazione e la focalizzazione settoriale, sia al fine di analizzare in dettaglio i business che di creare distintività e attrattività agli occhi dei nostri partner imprenditori e manager.

FSI guarda in particolare ai settori della Tecnologia Digitale e a quello delle Scienze della Vita. Negli ultimi sei anni abbiamo costruito dei team dedicati e investito oltre 1,1 miliardi di euro in questi verticali, l'80% dei nostri investimenti.

Nel nostro segmento, questi settori ormai raccolgono oltre il 30% degli investimenti di private equity e stanno continuando a offrire opportunità di creazione di valore. Ma vanno approcciati con le necessarie competenze, velocità d'interpretazione dei continui sviluppi e preservando la giusta disciplina valutativa.

L'Italia mostra ancora una sotto-penetrazione in termini di investimenti in innovazione tecnologica e nella spesa per l'adozione di servizi digitali. Questo «gap» da colmare è un bacino di sviluppo addizionale al già significativo trend di crescita globale del settore.

Grandi piani d'investimento in innovazione, che possono essere abilitati da chi come FSI inietta capitale fresco nelle aziende, permettono agli imprenditori più lungimiranti, anche storicamente operanti in settori tradizionali dell'industria e del manifatturiero, di trasformare i loro business, creando dei leader fortemente specializzati nella loro nicchia tecnologica. Noi abbiamo investito nella tecnologia a 360 gradi, dai pagamenti digitali ai sistemi tecnologici per la casa e per il risparmio energetico.

Nelle Scienze della Vita, con circa 35 miliardi di euro di produzione farmaceutica l'anno, l'Italia è leader in Europa. È un settore che offre significative opportunità di consolidamento, con oltre il 50% delle aziende farmaceutiche italiane con un fatturato inferiore a 50 milioni di euro e solo sei aziende con un fatturato superiore a 1 miliardo. Tra gli altri, i verticali delle cliniche private e del MedTech hanno saputo generare molto valore e risultano tuttora molto interessanti.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Negli ultimi tre anni, abbiamo avuto l'onore di ricevere il Premio Claudio Dematté Private Equity of the Year®, nella categoria *expansion* per gli investimenti in Cedacri (IT-fintech), Adler Pelzer (componentistica automotive) e Kedrion (farmaceutica).

L'operazione Cedacri è stata un grande successo a livello di ritorni, con oltre il 50% di IRR. Ma forse l'azienda che sento più nel cuore è Kedrion, in cui il team di FSI ha investito 500 milioni di euro in tre diverse fasi: nel 2012 come Fondo Strategico Italiano e nel 2019 come FSI, in partnership con la famiglia Marcucci, e, attualmente, con un nuovo investimento effettuato da FSI nel 2022.

Kedrion è un operatore del settore farmaceutico che svolge

un ruolo importante nella società per la cura di pazienti con immunodeficienze a livello mondiale. Dal momento della prima partnership tra i Marcucci e il Fondo Strategico Italiano, è iniziata la storia di trasformazione di un'azienda, ottenuta con il cambiamento del ruolo della famiglia da imprenditore-manager a imprenditore capitalista con il supporto del private equity.

Nell'ultimo decennio Kedrion è stata protagonista di uno sviluppo globale, particolarmente accelerato nel Nord America, con una crescita del fatturato negli USA da circa 35 milioni di euro nel 2011 agli oltre 700 milioni di euro del 2023. Oggi la società è la numero cinque al mondo nel mercato dei plasmaderivati, con ricavi che hanno superato gli 1,4 miliardi di euro, partendo dai 280 milioni di euro del 2011.

Per realizzare questa grande crescita, il team FSI e gli altri azionisti hanno innanzitutto lavorato sulla strutturazione della governance con l'ulteriore managerializzazione apicale dell'azienda, in pieno accordo con la famiglia e mantenendo il ruolo dell'imprenditore.

Il rafforzamento del posizionamento dell'azienda sui mercati internazionali è avvenuto tramite significativi investimenti nel rafforzamento della capacità produttiva e nell'acquisizione della proprietà intellettuale e di un impianto in Canada per la produzione di un *farmaco orfano* (Ryplazim) destinato al trattamento di una malattia rara.

Sono inoltre particolarmente orgoglioso del forte posizionamento ESG della società, a partire dal focus strategico sulla cura delle malattie rare. Con sede in Italia, nella provincia di Lucca, la società ha un grande impatto sull'occupazione con oltre 5.100 dipendenti, raddoppiati rispetto ai 2.600 del 2018 e quadruplicati rispetto ai 1.300 del 2011. Kedrion sta inoltre conseguendo significativi risultati nella riduzione dell'impronta carbonica, del consumo di energie e acqua e nella produzione di rifiuti.

Andrea Tomaschù

Amministratore Delegato Riello Investimenti SGR



Come è cambiato il mercato rispetto a quando avete iniziato?

Negli anni Novanta, quando ho iniziato a lavorare nel settore che oggi chiamiamo private equity, la realtà nella quale gli investitori professionali in capitale di rischio si trovavano a operare era molto diversa dall'attuale; solo per fare

un esempio, non esistevano ancora i fondi di investimento chiusi, e tanto meno un inquadramento legislativo in generale, e l'attività stessa era poco conosciuta soprattutto da parte degli imprenditori alla quale si rivolgeva.

Negli incontri con le imprese e i loro imprenditori veniva speso molto tempo per spiegare quale era il ruolo di un investitore istituzionale, quali erano i suoi obiettivi e perché questi non erano in contrasto con lo sviluppo dell'impresa. Oggi sono gli stessi imprenditori che selezionano un investitore piuttosto che un altro basandosi sul suo *track record* o sulle sue caratteristiche quasi sempre aiutati da un *advisor* che contribuisce a guidarne la scelta.

Nel tempo è cresciuta la consapevolezza soprattutto da

parte delle imprese che oggi si presentano nei processi di vendita in modo molto più strutturato e con obiettivi più definiti, anche se non sempre del tutto realistici. In questo processo di apprendimento molto hanno contribuito non solo l'opera degli investitori, ma anche la crescita e l'articolazione degli *advisor* legali e finanziari.

Oggi il mercato del private equity in Italia può essere definito un mercato maturo, sia dal lato degli investitori che delle imprese. La consapevolezza dello strumento è ormai diffusa e come ogni mercato maturo si è progressivamente segmentato per tipologia di operazione e classe dimensionale, fornendo un'offerta più articolata e quindi più rispondente alle esigenze di un mercato che si è fatto più sofisticato nell'individuazione e infine scelta del partner finanziario con il quale proseguire lo sviluppo d'impresa.

Come è cambiato il vostro mestiere alla luce dei tanti nuovi modi di fare private equity?

Il private equity, come dicevo, è oggi un mercato articolato e sicuramente più popolato di quanto non fosse negli anni Novanta. A quel tempo gli operatori attivi erano poco più di una trentina, oggi sono più di cento e molti sono gli operatori esteri attivi in Italia non solo come attività di investimento, ma anche con team propri residenti nel nostro Paese.

Il mercato è diventato più «affollato» e quindi più diversificato nella propria operatività, gli operatori si distinguono per uno o più profili specifici che ne caratterizzano l'offerta, per alcuni si tratta del taglio dimensionale delle operazioni, piccole, medie o grandi, i cosiddetti *megadeal*, per altri la tipologia di operazione *buy out*, *expansion*, infrastrutture, *distressed* ecc., per altri ancora diviene caratteristico il tipo di approccio nella gestione dell'investimento, più o meno *hands on* o *hands off*.

Un ulteriore cambiamento è rappresentato dall'evoluzione del quadro legislativo di riferimento, sia sotto il profilo operativo, i *leveraged buy out* sono ormai consolidati come modello di operazione, sia nella definizione degli intermediari, anche se in questo caso si è passati da quasi nessuna regola a un corpus di regole a tratti ridondante e qualche volta un po' troppo oneroso per le strutture di private equity, che sono normalmente snelle e che devono avere un costo contenuto di funzionamento.

Oggi il mercato vive una compiuta articolazione non solo nella tipologia di investitori, ma anche nel settore dell'M&A dove il numero di soggetti attivi è aumentato di molto nel corso degli ultimi venticinque anni, fornendo al mercato delle imprese un maggiore e più informato accesso allo strumento del private equity approcciandosi in modo più corretto e preparato al contatto con gli investitori. Dall'altro lato tuttavia questo ha aumentato la competizione e ormai molte operazioni di investimento sono poste all'interno di processi competitivi e per quelle di maggiori dimensioni di vere o proprie aste.

Una maggiore competizione, se da un lato contribuisce spesso ad aumentare i prezzi medi delle transazioni, fattore non troppo positivo per l'investitore, dall'altro contribuisce a incrementare notevolmente il numero dei potenziali *deal* sul mercato accrescendo le possibilità di un'allocazione più efficiente.

Infine non va dimenticata l'evoluzione delle fonti finanziarie alle quali il private equity fa ricorso nelle proprie operazioni di investimento. Le banche non sono più le sole a erogare finanza a titolo di debito, ma ormai da quasi dieci anni sono presenti i fondi di debito che molto hanno contribuito a rendere più flessibile il finanziamento delle operazioni di investimento con strumenti diversi dal tradizionale credito bancario. Si è trattato di un cambiamento importante che ha ampliato lo spettro operativo e reso possibili operazioni di acquisizione altrimenti non percorribili con gli strumenti tradizionali.

L'insieme di tutti questi fattori ha reso l'attività di investimento in private equity più dinamica, più competitiva e più articolata rispetto ai primi anni di attività e sono certo che un ulteriore e positivo sviluppo attenda questo comparto ormai importante del settore finanziario.

C'è un'operazione che ti sta particolarmente a cuore ricordare?

Sono molte le operazioni che ricordo, alcune per il grande lavoro che hanno richiesto per assicurarne lo sviluppo, altre per gli ottimi risultati che hanno generato come investimenti, ma tra queste ve ne è una che più di altre vorrei ricordare soprattutto per lo straordinario sviluppo che la società ha continuato ad avere anche dopo la nostra uscita: Golden Goose.

È stata un'operazione che ha visto la società passare dai suoi 20 milioni di euro di fatturato a 75 milioni quando era nel nostro portafoglio, per soli due anni, e ha poi continuato a crescere con lo stesso ritmo sostenuto negli anni seguenti, grazie soprattutto a un management molto capace che abbiamo avuto la fortuna di individuare e inserire nei primi mesi del nostro investimento.

Vedere una società partecipata continuare a crescere tanto e bene anche dopo averla ceduta, e qualche volta si è obbligati al disinvestimento perché il proprio fondo è giunto a scadenza, come nel nostro caso, conferma non solo la solidità dell'investimento, ma che quanto si è promosso all'interno della società ha creato le basi per la sua crescita futura.

Luigi Tommasini

Head of Funds of Funds e Co-Head Co-investments
Head of Strategic Initiatives,
Fondo Italiano d'Investimento SGR



Che ruolo ha avuto e ha oggi il Fondo Italiano d'Investimento per il settore del private capital?

Sin dalla fondazione nel 2010 di Fondo Italiano, la sua azione è guidata dall'obiettivo di supportare la crescita del mercato italiano del private capital, attraverso investimenti diretti e investimenti indiretti

tramite fondi di fondi focalizzati sulle PMI italiane.

Gli azionisti della società di gestione esprimono la sua natura istituzionale: Cassa Depositi e Prestiti per la quale Fondo Italiano rappresenta il gestore di investimenti di private equity e private debt rivolti alle PMI; le principali banche italiane (Banca Intesa, Unicredit, BPER e BPM); due dei principali fondi pensione italiani (ENPAM e ENPAIA) e l'ABI. Fondo Italiano è oggi un investitore centrale a supporto della crescita delle PMI italiane: gestisce complessivamente sedici fondi di investimento, tra diretti e fondi di fondi, per un totale di masse gestite di 3,4 miliardi di euro. Ha un ruolo di facilitatore del mercato sia per l'ampiezza delle attività di investimento che per il ruolo di catalizzatore di risorse di altri investitori. L'o-

biiettivo è quello di creare un'infrastruttura di capitali alternativi funzionante a vantaggio della crescita delle PMI italiane.

Sul fronte degli investimenti diretti, operiamo per sostenere la competitività del sistema delle PMI del nostro Paese. Nel 2010 le attività dirette del primo fondo (Fondo Italiano di Investimento) sono state rivolte a investimenti di minoranza prevalentemente in aumento di capitale, che si è concretizzato nell'investimento in 34 transazioni. Dal 2017 abbiamo espanso la nostra attività di investimento con FICC (Fondo Italiano Crescita e Consolidamento), fondo di *buy out* della dimensione di circa 500 milioni di euro volto al consolidamento dei settori chiave per l'economia italiana, e FITEC (Fondo Italiano Tecnologia e Crescita), fondo di *tech growth* che sostiene la crescita delle imprese tecnologiche ad alto potenziale e tra i pochi operatori in Italia a coprire questo segmento di mercato. Tra le più recenti storie di successo di FICC e FITEC, ci sono la crescita del Gruppo Florence e di MaticMind, casi scuola della tipica strategia *buy and build* di FICC, e SECO, transazione finalizzata da FITEC culminata in un'IPO di successo. Negli ultimi anni, la strategia dei diretti si è ampliata anche a FIAF (Fondo Italiano Agri & Food), il primo fondo settoriale di Fondo Italiano dedicato alla filiera agroalimentare, e a FIPEC (Fondo Italiano Private Equity Co-investimenti), fondo di co-investimento che beneficia del virtuoso network di gestori sviluppato dall'attività di fondi di fondi, completando così l'offerta della nostra piattaforma a servizio degli investitori.

Nell'ambito dell'attività di fondi di fondi, Fondo Italiano ha favorito la creazione e l'accelerazione della formazione di mercati di capitali alternativi funzionanti, ponendosi come facilitatore e interlocutore di riferimento dei gestori (italiani e non) di investimenti alternativi e focalizzati sulla creazione di valore virtuosa di imprese italiane. Questo ruolo si è concretizzato nella movimentazione di risorse con oltre 10 miliardi di euro raccolti dai fondi in portafoglio e oggi investiti in oltre seicento

aziende, nel favorire la raccolta di questi fondi (grazie all'effetto segnaletico) e nel catalizzare risorse da parte di investitori istituzionali che per la prima volta si affacciavano agli alternativi indirizzati alle PMI del nostro Paese. Oggi, i nove fondi di fondi hanno risorse per oltre 2,1 miliardi di euro raccolte da oltre quaranta investitori istituzionali. Nel 2010 è stato raccolto il primo fondo di fondi di private equity, nel 2012 è stato attivato il fondo di fondi di venture capital e nel 2014 il fondo di fondi di private debt, strumenti che hanno permesso di colmare il gap di mercato e promuovere lo sviluppo di queste *asset class*.

Nel 2019 Fondo Italiano ha contribuito ad avvicinare i fondi pensione italiani (negoziali in particolare) al private capital con un'iniziativa dedicata. Il Progetto Economia Reale, promosso insieme a Cassa Depositi e Prestiti e Assofondipensione, è nato con lo scopo di costruire un prodotto su misura per i fondi pensione, volto ad attrarre e orientare risorse da questi investitori previdenziali, al fine di veicolarle nell'economia reale nazionale, a favore della crescita delle piccole e medie imprese, coniugandolo a rendimenti finanziari coerenti per i loro iscritti e con attenzione particolare alle tematiche di sviluppo occupazionale e ESG. Abbiamo aggregato oltre un miliardo di euro investiti da Cassa Depositi e Prestiti, diciotto fondi pensione e da un investitore istituzionale per investimenti in fondi di private equity e fondi di private debt. Queste risorse sono state ora completamente impegnate in trenta fondi, che hanno già finalizzato oltre centocinquanta investimenti. I capitali investiti nelle settanta aziende già nel portafoglio del fondo di fondi di private equity hanno favorito processi di aggregazione con oltre cento acquisizioni già finalizzate e una crescita di fatturato, EBITDA e dipendenti rilevante (oltre il 30%).

Nelle tre *asset class*, ad oggi abbiamo investito in circa ottanta fondi con risultati attraenti per gli investitori. Il primo fondo di fondi di private equity, ad esempio, aveva investito in sedici fondi; i sedici fondi hanno a loro volta finalizzato 114 investi-

menti che a loro volta hanno effettuato oltre cento acquisizioni. Di queste aziende più di due terzi sono già state vendute e la loro crescita dimensionale e manageriale ha permesso di ottenere un ritorno di oltre 2,6 volte l'investimento.

Siamo oggi impegnati anche nella facilitazione della creazione di un mercato italiano di investimenti di impatto sociale e ambientale (cosiddetto *impact investing*). Abbiamo così promosso un fondo di fondi (denominato FOF Impact Investing), con un target di 120 milioni di euro, che oggi ha già attratto la partecipazione di sette investitori istituzionali (Cassa Depositi e Prestiti, fondazioni e *family office*). Questo fondo di fondi si pone l'obiettivo di istituzionalizzare gli investimenti in fondi di impatto e focalizzati sul nostro Paese. L'obiettivo è aggiungere alle dimensioni rischio e rendimenti la terza dimensione di impatto non come alternativa alle prime due ma come addizionale. Ad oggi abbiamo approvato l'investimento in quattro fondi e altre due iniziative sono in fase di finalizzazione.

I mercati alternativi sono ora riconosciuti come uno strumento virtuoso sia di generazione di ritorni per gli investitori che di supporto alla crescita delle PMI italiane. Le risorse che abbiamo indirizzato ai mercati alternativi hanno consentito di superare periodi di difficoltà di raccolta ed è ipotizzabile che le risorse da noi gestite avranno un ruolo importante nel superare anche l'attuale fase di mercato, in particolare in un momento in cui le imprese hanno ancora più bisogno di capitali per crescere.

Con che ottica avete realizzato i vostri investimenti?

Gli investimenti di Fondo Italiano sono focalizzati sul perseguimento di tre principali obiettivi: ritorno sul capitale investito, sostegno alla crescita delle PMI italiane e supporto allo sviluppo del private capital italiano.

Lato fondi diretti, investiamo con un orizzonte di medio-lungo periodo, per supportare le PMI eccellenti nelle filiere strategiche per il Paese accompagnandole in un percorso di crescita ambizioso, principalmente attraverso la managerizzazione, l'internazionalizzazione e l'innovazione tecnologica.

La filosofia di investimento dei fondi di fondi seguita negli anni è stata incentrata su: solida professionalità dei gestori; focalizzazione alla crescita delle imprese e attenzione alla modalità di generazione dei rendimenti; e promozione di governance equilibrate tra gestori e investitori. Fondo Italiano si è posto come interlocutore di fiducia dei gestori e ha lavorato per la formazione di fondi spesso sin dal loro primo *closing*, oltre ad avere incoraggiato e supportato la nascita di nuovi team e nuovi fondi.

Quali sono i piani per il futuro di FII?

Fondo Italiano continua a mantenere un ruolo centrale nel funzionamento dei mercati dei capitali alternativi rivolti alle piccole e medie imprese.

Attualmente stiamo avanzando con la concretizzazione delle iniziative definite nel Piano Industriale 2022-2025 e in particolare con la raccolta di FIAF, delle seconde generazioni di FICC e FITEC, le cui rispettive strategie proseguono in continuità con le prime edizioni, di FIPEC e di FOF Impact.

Tramite i fondi diretti, Fondo Italiano intende continuare a svolgere il proprio ruolo di catalizzatore di un ampio ecosistema di capitali, soggetti e istituzioni a supporto delle PMI italiane con focus su settori, filiere e temi di rilevanza strategica. Abbiamo individuato sei settori prioritari: Made in Italy, life science & healthcare, industrial technology & products, IT/digital, turismo 4.0 e agroalimentare, e cinque temi di investi-

mento trasversali: consolidamento, espansione internazionale, innovazione, digitalizzazione e sostenibilità.

Tramite i fondi di fondi, Fondo Italiano continuerà a supportare l'intera filiera del private capital con attenzione sia a *first time fund* e *first time team*, sia a fondi di maggiore dimensione favorendo anche lo sviluppo di società di gestione multiprodotto. Resteremo concentrati sulla qualità dei gestori ponendo attenzione alla loro capacità di guidare quei processi di sviluppo, managerializzazione e crescita, anche per linee esterne, necessari a creare valore e sulla costruzione di governance dei fondi che bilancino le esigenze dei gestori e degli investitori.

Stiamo lavorando alla terza generazione di fondi di fondi di private equity (FOF PEI Tre) e private debt (FOF PDI Tre), ampliando lo spettro della raccolta, per continuare a essere catalizzatori di risorse e facilitatori dello sviluppo di un mercato degli investimenti alternativi che coniughino in modo inscindibile attraenti ritorni per gli investitori e crescita delle imprese del nostro Paese.

CONCLUSIONI: L'INTERVISTA ALL'AUTORE

Matteo Cirila
Senior Partner e Amministratore Delegato
IGI Private Equity



Dopo aver letto le interviste presenti in questo libro, come sintetizzeresti il ruolo del private equity oggi? Come è stato in passato e come sarà?

Mi permetto di iniziare a rispondere con un doveroso e sentito ringraziamento a tutti coloro hanno contribuito a questo libro. Come molti sanno, IGI ha appena

celebrato i venticinque anni di attività e abbiamo pensato che invece di celebrare i nostri traguardi abbiamo inteso raccogliere le esperienze e la visione di molti dei protagonisti che hanno creato il mercato italiano del private equity. La lettura dei tanti contributi è stata per molti aspetti una riconferma dell'esperienza di IGI ma ho trovato anche diversi spunti di riflessione e ispirazione che spero possano contribuire allo sviluppo del nostro mercato negli anni a venire.

Provo a sintetizzare alcuni di questi spunti colti dagli interventi raccolti.

In primo luogo partirei da alcuni fatti: in questo quarto di secolo c'è sicuramente stata una crescita dimensionale sia come numero di operatori sia come numero di operazioni; è

cresciuta la consapevolezza sul ruolo del private equity come strumento di crescita per l'economia del Paese e come fattore di rafforzamento della competitività della sue aziende. È cresciuta anche la conoscenza dello strumento private equity da parte degli imprenditori e certamente negli ultimi anni anche l'interesse di diversi investitori, siano essi privati o soggetti istituzionali.

In questi anni si è vista una crescita anche qualitativa legata al cambiamento della struttura e alla sofisticazione delle operazioni. Si è passati da un mercato di puro *replacement capital* a un mondo dedicato agli investimenti per la crescita, dove ci sono operazioni di maggioranza, minoranza, piattaforme che crescono negli anni con il supporto del private equity creando dei piccoli e grandi campioni industriali italiani.

Possiamo quindi dire che certamente abbiamo superato la fase pionieristica della sperimentazione realizzata da alcuni gestori che hanno creato questo mercato e siamo oggi in una fase di consolidamento. Questo è il ruolo del private equity oggi, quello di essere uno strumento imprescindibile di consolidamento delle aziende italiane che già esprime delle grandissime eccellenze ma che ancora ha bisogno di una transizione dimensionale e una ancora più importante transizione manageriale.

In secondo luogo, credo possiamo dire che il private equity oggi non è solo uno strumento di apporto di capitali. È anche un tramite di un rafforzamento del posizionamento strategico delle aziende, di selezione dei campioni del domani, di consolidamento del mercato e in ultima istanza un ingranaggio della politica industriale che può rendere l'Italia più competitiva e offrire ai giovani nuove opportunità di realizzazione professionale.

Un'analoga tendenza di consolidamento si percepisce a mio parere nell'ambito degli operatori attivi sul mercato. Dopo anni di capitani pionieri, professionisti coraggiosi con

una visione che ha permesso di avviare questo mercato, oggi il mondo del private equity sta sempre più evolvendo verso la creazione di piattaforme che operano su più *asset class* e con dimensioni crescenti che permettano di avvicinare il nostro mercato a quelli più evoluti presenti in Europa e negli Stati Uniti.

Ognuno interpreterà il concetto in modo differente e trovo difficile prevedere quello che sarà il paradigma di questo mercato tra dieci anni, ma credo che l'idea di creare delle piattaforme in grado di investire su più mercati e in diverse *asset class* sia una tendenza ineludibile che coglie diverse aspettative, siano esse degli investitori istituzionali, di quelli privati, dell'autorità di vigilanza o anche semplicemente di mera efficienza economica.

Il terzo elemento che ho visto emergere nei diversi contributi degli intervistati riguarda una «democratizzazione» e un allargamento dello strumento del private equity a una pluralità di investitori che, in passato, non conoscevano o che vedevano questa *asset class* come residuale o legata ad attività estere e che oggi, grazie al lavoro di tanti operatori e anche di AIFI, è sdoganata ricoprendo un ruolo e acquisendo una dignità e una precisa collocazione nel portafoglio degli investitori italiani. Se guardiamo al futuro sono convinto che questo punto sarà uno degli sviluppi potenzialmente più importanti: tanti operatori anche dell'*asset management* prevedono un mondo che andrà verso una standardizzazione di gestioni patrimoniali spesso passive guidate da algoritmi di gestione automatica ma che per un extra-rendimento si affiderà al private equity, come importante valvola di sfogo e sviluppo. L'Italia, da questo punto di vista e rispetto a tanti altri Paesi europei, ha ancora uno spazio di crescita importante, spazio che è stato assegnato dal legislatore e dal mondo delle istituzioni in Italia e come scrive anche Marco Vitale, dai tempi in cui il risparmio è tutelato attraverso un articolo costituzionale, anche il private equi-

ty e il private market in generale avranno un'importanza sempre maggiore.

Come è cambiata la creazione di valore nelle società in cui il private equity investe?

Certamente c'è una sfida che è diventata più internazionale, molto più rivolta all'Europa e in alcuni casi ai mercati internazionali. La creazione di valore passa sicuramente attraverso una crescita dimensionale delle aziende che può essere al tempo stesso un'occasione per cogliere delle opportunità di rafforzamento, di miglioramento del proprio contesto competitivo ma che in tante situazioni è anche una necessità di difesa. Il private equity è nato nella metà degli anni Ottanta quando tante ottime aziende italiane operavano nei mercati seguendo un modello di business consolidato. Oggi i cambiamenti a cui le aziende sono esposte sono molto più rapidi e richiedono una capacità di reazione diversa che passa attraverso il presidio di queste aree geografiche, la conoscenza delle esigenze dei clienti e la velocità di reazione agli eventi esogeni che si susseguono senza possibilità di essere previsti.

Un secondo elemento per la valorizzazione aziendale passa attraverso una transizione manageriale che sempre di più segue logiche di meritocrazia, di competenza e sempre di meno attraverso la difesa del ruolo dell'azionista o della mera successione aziendale quale conseguenza di un'evoluzione dell'assetto proprietario. Mi sento di poter dire che per creare valore in azienda occorre separare il ruolo dell'azionista dai ruoli manageriali e dare a ciascuno un ruolo chiaro e ben definito. Quasi tutti i contributi raccolti hanno evidenziato l'importanza del fattore umano ma anche della transizione da organizzazioni verticistiche guidate da imprenditori illuminati a strutture molto più articolate e professionali nelle quali il lavoro di

squadra risulta essenziale. Il private equity deve essere un fattore di promozione di questa evoluzione organizzativa.

A questo si è aggiunta, ormai da anni, la sfida di una creazione di valore che sia sostenibile nel lungo termine. Non parlo solo dei fattori ESG ma di una sostenibilità che permetta di generare un potenziale duraturo nel tempo e cogliere delle opportunità di differenziazione della propria azione e del proprio modello business rispetto alla concorrenza. Quindi una sostenibilità che passi attraverso l'innovazione tecnologica e digitale e il ripensamento dei fattori di produzione e di erogazione dei servizi e anche il cambiamento delle modalità di partecipazione degli individui alla vita aziendale e il riconoscimento del loro contributo con nuovi modelli di governance e di remunerazione. Anche in questo caso mi pare di poter affermare che il private equity e più in generale l'apertura al mercato dei capitali siano un fattore che possa accelerare la transizione verso la sostenibilità, traendone il giusto ritorno in termini di performance ma lasciando anche un tessuto industriale rafforzato e più consapevole del suo ruolo rispetto al pianeta in cui viviamo.

C'è una storia che ami ricordare particolarmente per il contributo dato allo sviluppo dell'impresa?

Abbiamo avuto tante storie di successo, abbiamo avuto il piacere e l'onore di affiancare tanti ottimi manager e imprenditori ma la storia che mi piace ricordare riguarda un piccolo team di gestori che aveva l'ambizione di fare operazioni di minoranza all'interno di un gruppo bancario e che ha saputo, *in primis*, affrancarsi da quest'ultimo creando i presupposti affinché ci fosse un ricambio generazionale e IGI potesse proseguire, anche se con persone e una strategia di investimento diverse. Dopo ventisei anni e tanti ottimi investimenti realizza-

ti, abbiamo saputo applicare a noi stessi le regole e i suggerimenti che tante volte abbiamo portato all'interno delle aziende in cui abbiamo investito. E tutto questo tenendo fede ai valori di etica e di correttezza a noi tanto cari che sono il presupposto per proseguire per altrettanti anni.

Cosa serve ancora per consolidare questo mercato?

Ci sono, a mio modo di vedere, tre fattori che ritengo importanti per affermare questo mercato: il primo riguarda l'allargamento della presenza degli strumenti di investimento nei private market all'interno dei portafogli degli investitori italiani. Il risparmio italiano è un grande bacino ma quello che viene indirizzato a favore del sistema Italia e delle aziende italiane è ancora troppo poco. In molti casi noi ci sentiamo dire che si investe nei mercati esteri perché c'è già un'elevata esposizione all'Italia. Credo sia lecito chiedersi se questo sia sempre opportuno non tanto e non solo in una logica finanziaria in grado di produrre effetti reali sul Paese, quanto nella prospettiva di una valorizzazione dei talenti e una difesa di ottime realtà aziendali che hanno bisogno di capitali per vincere la sfida con una concorrenza agguerrita.

L'Italia, da questo punto di vista, è ancora fanalino di coda rispetto agli altri Paesi europei e l'Europa deve guidare un percorso di maggiore investimento su se stessa con politiche comuni e questo può essere fatto tramite tutti i mercati privati, quindi non solo il private equity ma anche il venture capital, i fondi infrastrutturali e il private debt.

Un secondo elemento, che in parte abbiamo già citato prima, è un consolidamento e la creazione di piattaforme di investimento dimensionalmente più grandi e diversificate per *asset class* che intercettino una parte di risparmio di cui sopra e offrano anche a chi è meno strutturato o meno benestante la

possibilità di investire in questa *asset class*. Quindi una democratizzazione e allargamento di questo strumento senza snaturarne le caratteristiche fondamentali che hanno private equity e fondi. Allo stesso tempo, queste piattaforme offrono un più efficiente accesso ai mercati privati agli investitori istituzionali di maggiore taglia.

Un terzo elemento credo sia che il private equity diventi uno strumento di politica industriale. Abbiamo usato la leva fiscale per favorire il PIL italiano con alcune misure non sempre con risultati positivi, ora è giunto il momento di puntare sui *private market* così da fare da volano per l'economia italiana.

Dal catalogo

Marco Onado, *Watchdog. A guardia del risparmio nell'era della finanza galoppante*, prefazione di Marco Ventoruzzo

Maurizio Primanni, Massimo Scolari, *La nuova consulenza finanziaria. Le implicazioni operative e le opportunità di business aperte dalla Retail Investment Strategy*

Emanuele Fontana, *3P 2A. Il marketing per i servizi finanziari*

Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, sesta edizione ampliata e aggiornata

Edgar H. Schein, *Cultura d'azienda e leadership. Una prospettiva dinamica*, a cura di Maurizio Decastri

Edgar H. Schein, *L'arte di far domande. Quando ascoltare è meglio che parlare*, nuova edizione ampliata e aggiornata, presentazione di Angelo Pasquarella

Edgar H. Schein, *L'arte della consulenza. Come aiutare davvero e più velocemente*

Edgar H. Schein, Peter A. Schein, *L'arte di creare fiducia. Il potere della leadership umile*, introduzione di Sergio Carbone e Angelo Pasquarella

Ray Smilor, *Audaci visionari. Come gli imprenditori fondano aziende, generano fiducia e creano ricchezza*, presentazione e cura di Gianfranco Dioguardi, prefazione di Giammario Battaglia, nuova edizione aggiornata a cura di Ivan Giordano

Ray Smilor, *Accendere le menti. Formare con creatività e intraprendenza sviluppando la propria leadership*, introduzione di Antonio Felice Uricchio, a cura di Ivan Giordano

James P. Womack, Daniel T. Jones, *Lean Thinking. Come creare valore e bandire gli sprechi*, prefazione di Paolo Cantarella, introduzione di Giuseppe Volpato

Massimo Folador, *L'organizzazione perfetta. La regola di San Benedetto. Una saggezza antica al servizio dell'impresa moderna*, premessa di P. Roberto Comolli, prefazione di Giuliano Vighini

- Brian J. Robertson, *Holacracy. Come superare la gerarchia*, introduzione di David Allen, prefazione all'edizione italiana di Andrea Farè e Demetrio Labate
- Otto C. Scharmer, *Teoria U. I fondamentali. Principi e applicazioni*
- Ikujiro Nonaka, Hirotaka Takeuchi, *L'impresa saggia. Come le imprese creano l'innovazione continua*, introduzione e cura di Fabio Corno
- Tim Wiegel, *Obeya. Un nuovo modello di leadership per guidare team e aziende verso il successo*, edizione italiana a cura di Mariacristina Galgano
- Massimo Folador, Giuseppe Buffon, *Verso un'economia integrale. La via italiana alla ripresa*
- Frederic Laloux, *Reinventare le organizzazioni. Come creare organizzazioni ispirate al prossimo stadio della consapevolezza umana*, prefazione di Alessandro Rossi, postfazione di Ken Wilber, nuova edizione aggiornata
- Gianfranco Dioguardi, *L'impresa enciclopedia. Organizzazione come strategia per il terzo millennio*, prefazione di Federico Butera
- Francesco Varanini, *Marchionne non è il migliore dei manager possibili*
- Tommaso Corà, Lucilla Fazio, Filippo Collura, *Futures by design. Progettare innovazione nella complessità*, prefazione di Eric Quint, postfazione di Angèle M. Beausoleil
- Massimo Pilati, *Problem solving e decision making. Individui, gruppi, culture e soft skill*
- Neil Perkin, *Agile Transformation. Sopravvivere, svilupparsi e competere nell'era digitale*, edizione italiana a cura di Marco Calzolari
- Neil Perkin, *Agile Marketing. Rapidità, efficienza e controllo per il marketing team di domani*, edizione italiana a cura di Daniel Casarin
- Alessandro Martemucci, *Frugal management. Valore sostenibile per le generazioni future*
- Filippo Poletti, Alberto Ferraris, *Smart Leadership Canvas. Come guidare la rivoluzione dell'intelligenza artificiale con il cuore e il cervello*, con la collaborazione di Alessandro Zollo
- Rosario Sica, *Il valore del Purpose. Trovare il senso in un'organizzazione: un dovere verso le persone e il futuro*
- Massimo Giannecchini, *Strategia, che passione! Guida pratica per imprenditori e manager delle PMI*, con la collaborazione di Riccardo Patermi

Francesco Donato Perillo, *Algocrazia. L'intelligenza artificiale è la fine del management?*, postfazione di Francesco Varanini

Gerald C. Kane, Anh Nguyen Phillips, Jonathan R. Copulsky, Garth R. Andrus, *Tecnobugie. E se al centro della trasformazione digitale ci fossero le persone?*, prefazione di Angelo Pasquarella e Sergio Carbone

Monica Margoni, *Leadership collegiale. Per organizzazioni agili, dinamiche, performanti*

Finito di stampare nel mese di giugno 2024
presso Industria Grafica Vulcanica, Torre del Greco (NA)