



I.G.I. INVESTIMENTI

7° Forum Banca e Impresa - Oltre il Credito

Milano, 14 aprile 2016

Il Sole 24 ORE, Via Monte Rosa 91

"Un nuovo mercato per il credito di filiera: i canali di finanziamento alternativi: minibond, crowdfunding, private equity"

intervento di:

Giuseppe Incarnato

Amministratore Delegato Gruppo I.G.I. INVESTIMENTI

AGENDA

✓ La visione d'assieme

✓ L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?

✓ Il Capitale di Rischio dei Fondi di private equity come alternativa al debito.

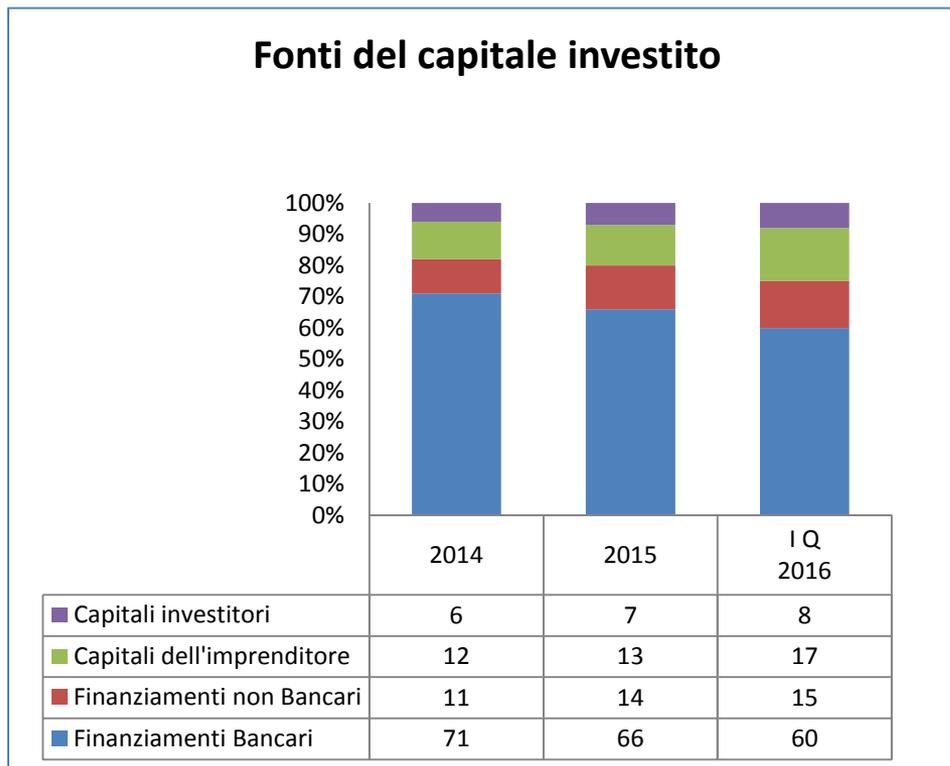
✓ Banche al "passato" e Fondi al "futuro"? Il paradigma della specializzazione nelle aree di monopolio dei fondi: Start Up e Distressed Asset.

✓ Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Un nuovo mercato per il credito di filiera: i canali di finanziamento alternativi: minibond, crowdfunding, private equity”

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -



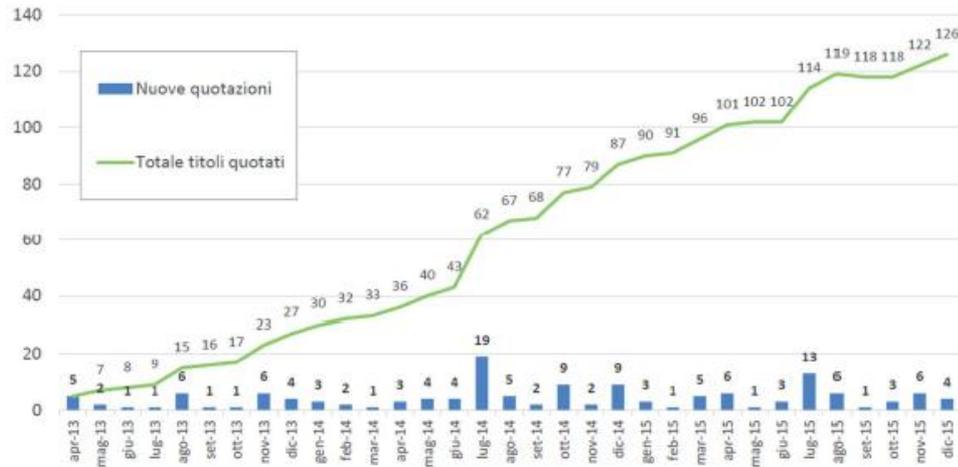
- Permane elevato il peso percentuale dei finanziamenti bancari alle imprese con punte del 88% su dimensioni ridotte delle aziende.

- In crescita le operazioni di finanziamento di debt fund soprattutto su aziende di classe di fatturato oltre i 250 E/mio

- Aumenta il peso del capitale di rischio dei fondi di investimento sia nel segmento delle start-up che in quello dei distressed asset

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -

--- I minibond ---



Il contesto: il quadro normativo

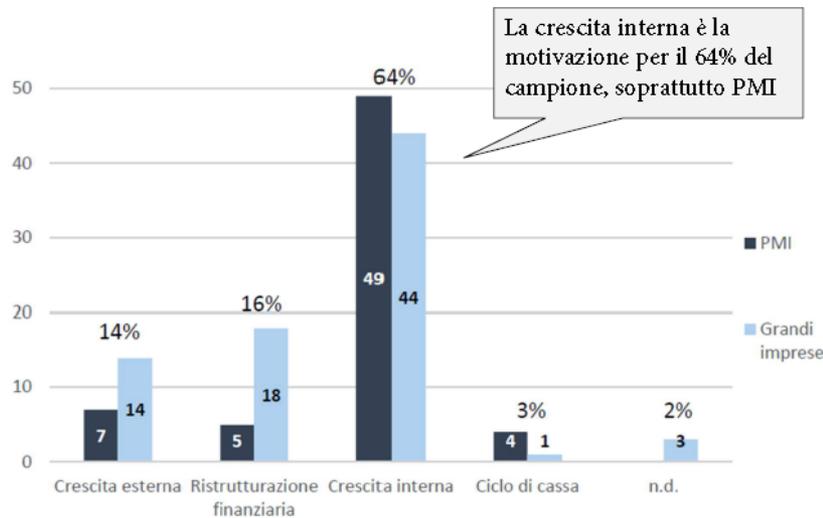
- Le tappe legislative:
 - Decreto ‘Sviluppo’ (D.L. 83/2012)
 - Decreto ‘Sviluppo-bis’ (D.L. 179/2012)
 - Decreto ‘Destinazione Italia’ (D.L. 145/2013)
 - Decreto ‘Competitività’ (D.L. 91/2014)
- Gli ultimi provvedimenti:
 - Emanate le linee guida IVASS per l’investimento delle assicurazioni
 - Semplificazione dei vincoli quantitativi per i fondi pensione (D.M. 166/2014)

L’evoluzione di ExtraMOT PRO

- Iniziativa ExtraMOT PRO Link
- 126 titoli quotati al 31/12/2015 emessi da 110 imprese
- I numeri del 2015: 57 nuove quotazioni (63 nel 2014), 18 delisting, scambi per € 152 milioni (+20% rispetto al 2014)

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

Le motivazioni del collocamento



Censimento delle imprese emittenti

Sulla base dei criteri metodologici adottati, alla data del 31 dicembre 2015 risultavano avere collocato mini-bond 145 imprese, così distribuite:

Campione totale 2015

- a) SpA 126 (87%) 46 (85%)
 - b) Srl 15 (10%) 7 (13%)
 - c) Cooperative 3 (2%) 1 (2%)
 - d) Veicolo estero 1 (1%) -
 - e) PMI 65 (45%) 26 (48%)
 - f) Grandi imprese 80 (55%) 28 (52%)
- TOTALE 145 54 (64 nel 2014)**

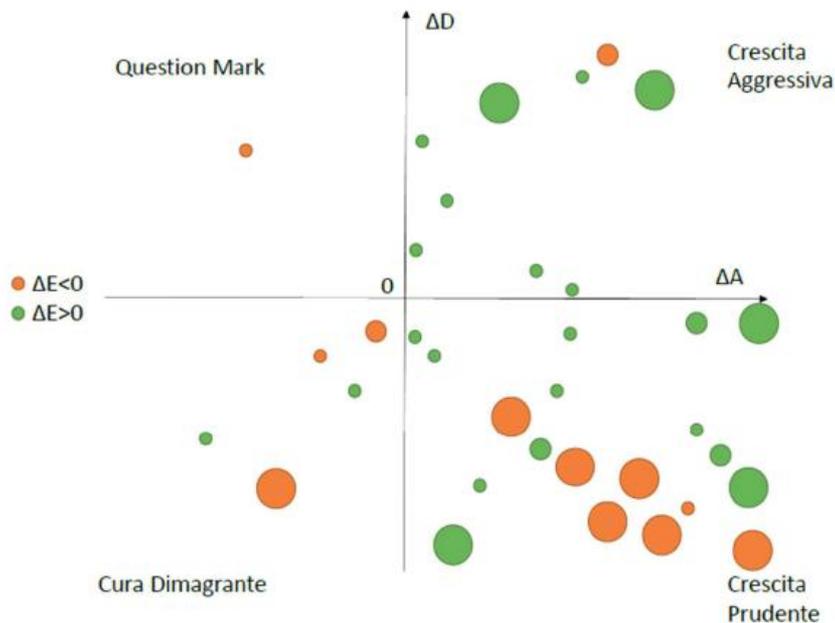
Fatturato consolidato delle imprese emittenti

23 imprese con fatturato < € 10 mln
 Il gruppo più numeroso è quello compreso fra € 100 e € 500 milioni
 17 imprese quotate in Borsa



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

**Analisi dei bilanci post-emissione
(per le 34 emittenti 'pioniere', PMI e grandi)**



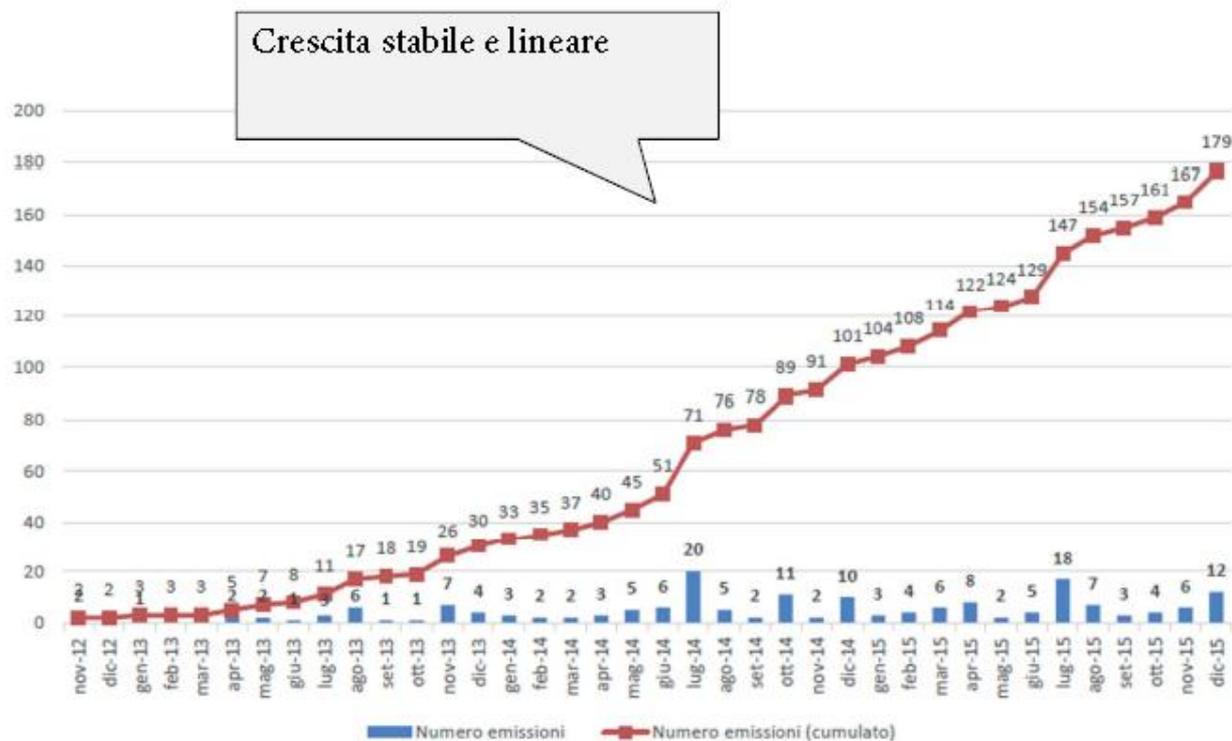
Censimento delle emissioni

Abbiamo 179 emissioni analizzate, per un valore nominale totale di € 7,191 miliardi , di cui:
€ 634,4 milioni solo da PMI (95 emissioni, il 53% del campione)
€ 1.361,6 milioni solo da emissioni < € 50 milioni (152 emissioni, ovvero l'85% del campione)
19 cambiali finanziarie (€ 56,35 milioni)
Il controvalore medio generale dell'emissione è € 40,166 milioni.

Nel 2015 le emissioni sono state 78 (contro le 71 del 2014).

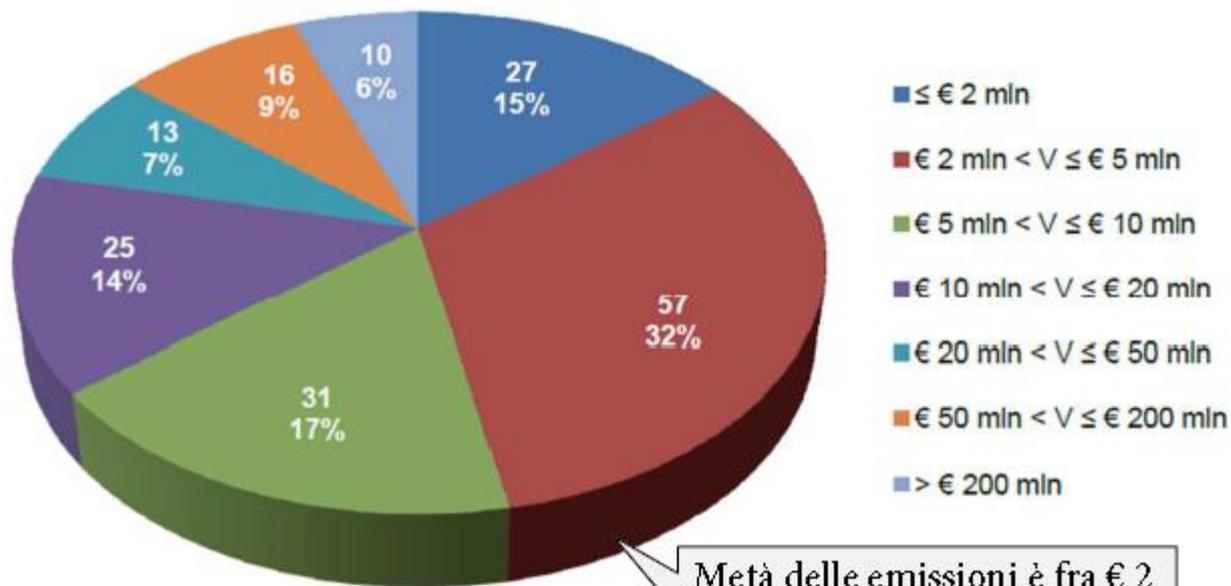
- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

Il flusso del numero di emissioni



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

Il controvalore delle emissioni

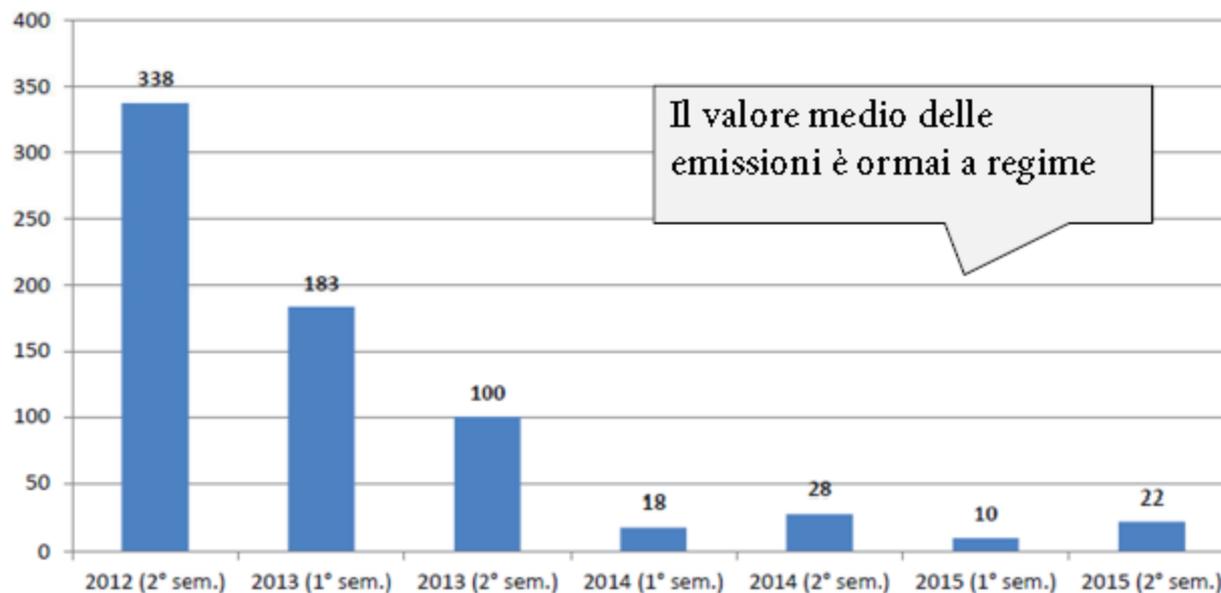


Metà delle emissioni è fra € 2 milioni e € 10 milioni; ben 27 sono sotto € 2 milioni

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -

--- I minibond ---

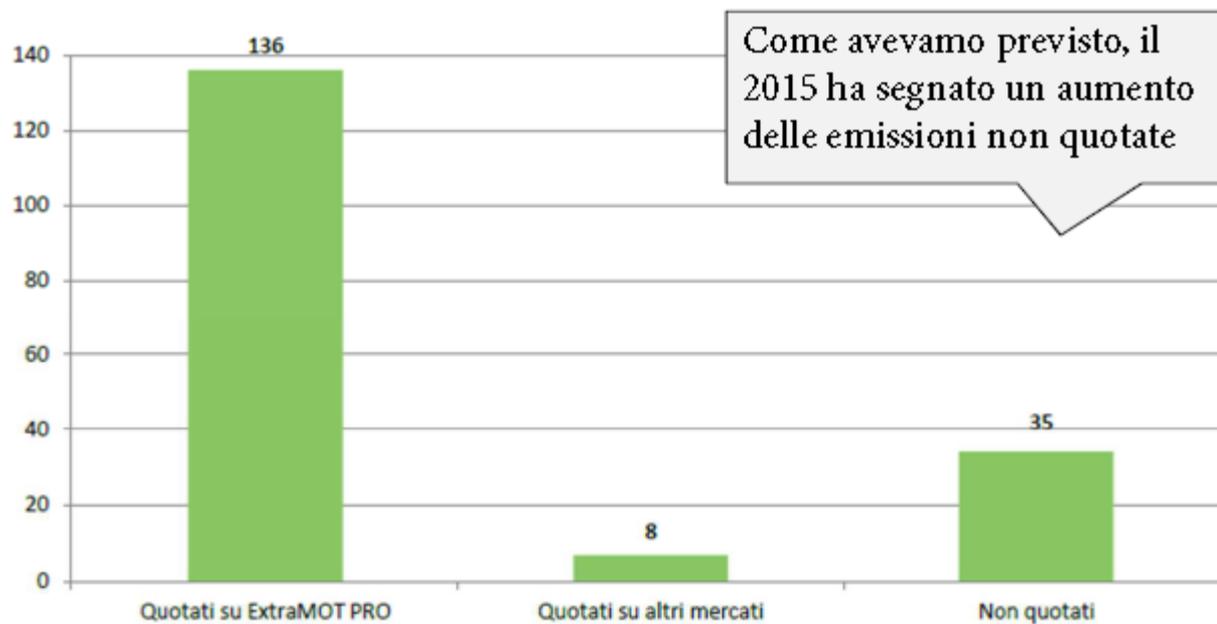
Il valore medio delle emissioni



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -

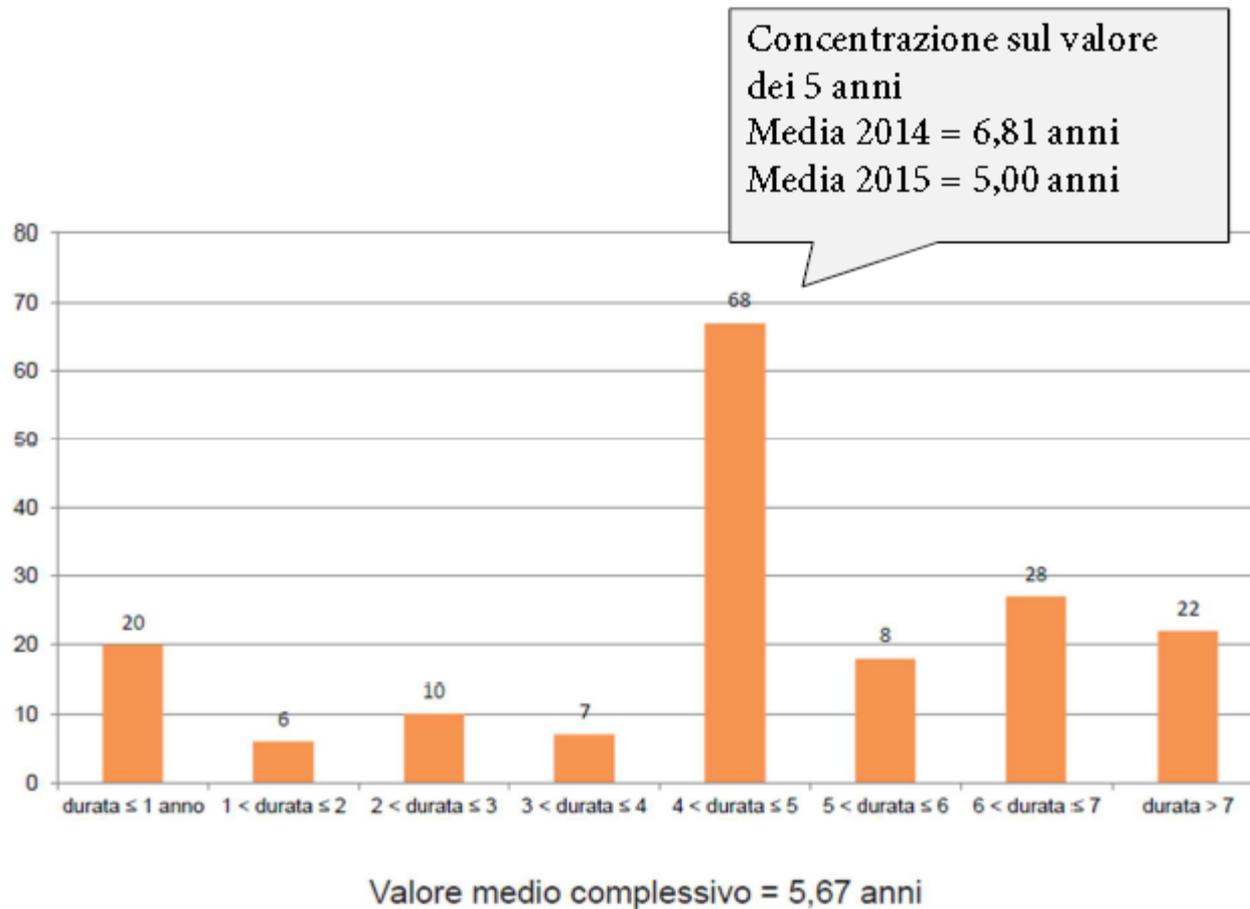
--- I minibond ---

Mini-bond: quotati o no?



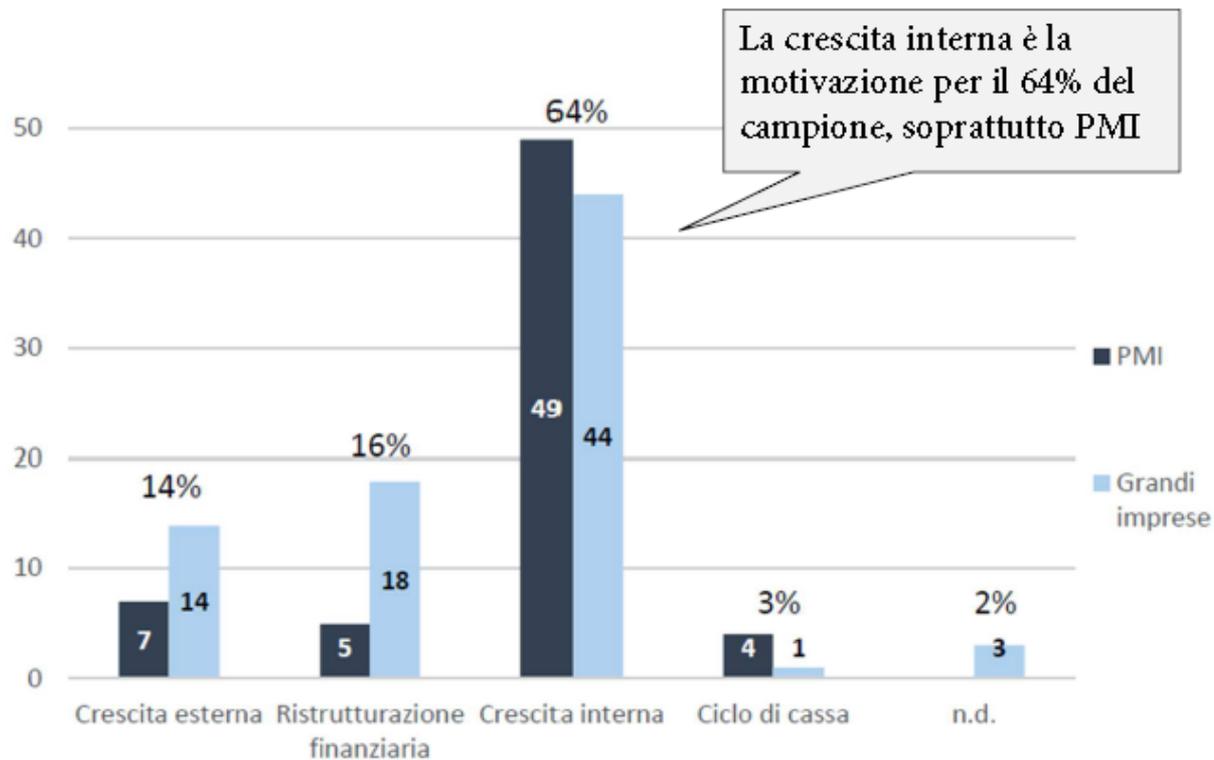
- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

La scadenza



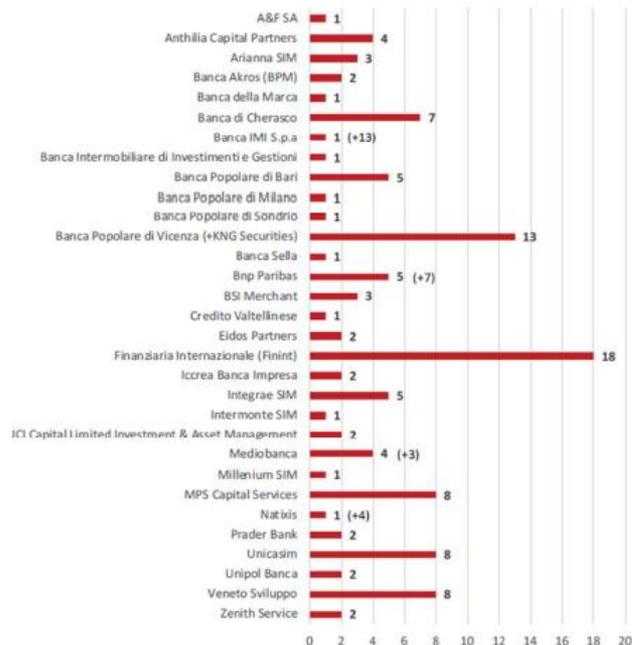
- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

Le motivazioni del collocamento

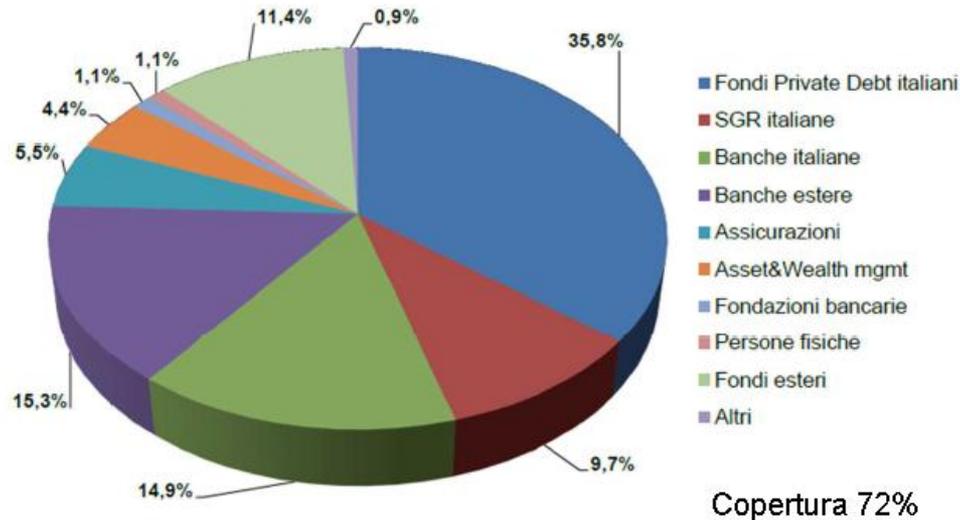


- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

Gli arranger (emissioni sotto € 50 mln)



Gli investitori (emissioni sotto € 50 mln)



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- I minibond ---

Step 1



Analisi e valutazione dell'azienda

- Definizione strategia dell'operazione
- Definizione Progetto dell'investimento

Step 2



Predisposizione dell'operazione

- Ottenimento della Certificazione del bilancio
- Ottenimento del **rating**
- Verifica interesse degli investitori
- Definizione caratteristiche del **Minibond** da emettere, (entità, durata, tasso, scadenze)

Step 3



Messa a punto per l' emissione

- Definizione ed attuazione un **programma di comunicazione finanziaria**
- Contatti con **investitori** e predisposizione prospetto informativo
- Predisposizione **Memorandum**
- Definizione **Pool di investitori** che parteciperanno all'acquisto

Step 4



Quotazione

- Emissione del **titolo** e **Quotazione** da parte di **Borsa Italiana**

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- I minibond ---

CONCLUSIONI

Qualche **dato sul mercato**: il valore totale dei mini bond emessi supera i 7 miliardi di euro, così distribuiti, di cui 634,4 milioni per le emissioni delle PMI, e 1 miliardo 36 milioni considerando solo le 152 emissioni sotto i 50 milioni di euro. Come detto, il 2015 ha visto un calo del **valore medio delle operazioni**, con l'85% di emissioni sotto i 50 milioni di euro, e il 47% sotto i 5 milioni. E' calato il numero di titoli quotati su **EXTRA MOT Pro**, il segmento dedicato di Borsa Italiana (136 su 177), a favore di operazioni su altri mercati (Germania, Irlanda, Austria, Lussemburgo). Il 2015 registra anche una diminuzione della **scadenza media** (in media cinque anni).

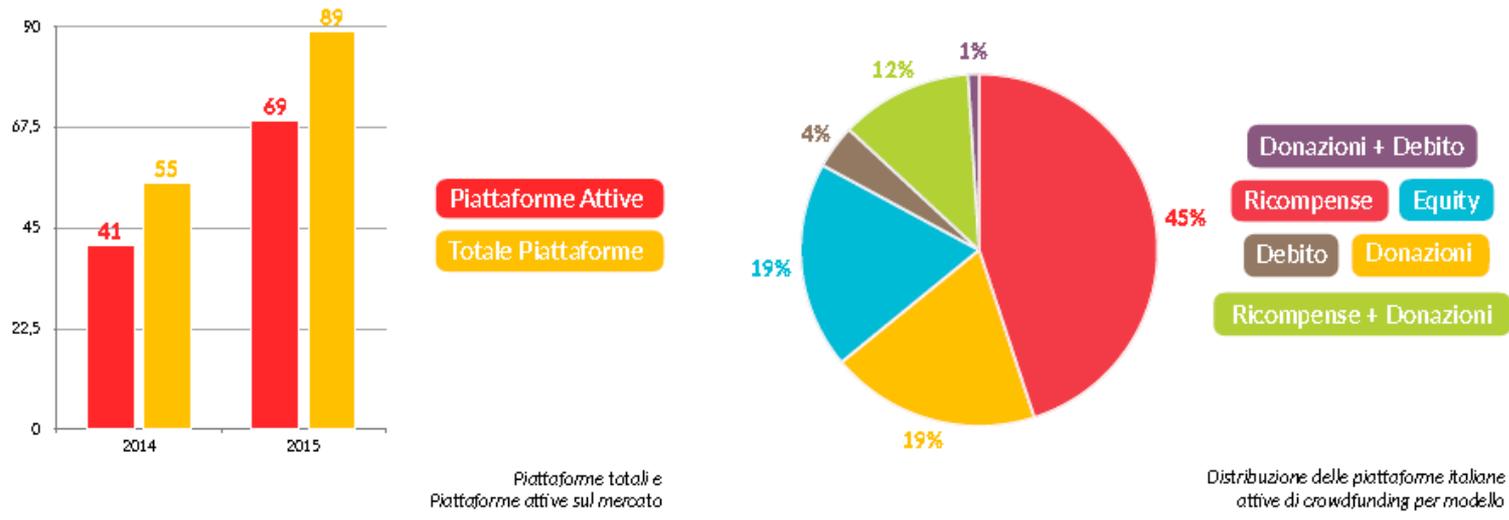
Nel 58% dei casi il rimborso è previsto alla scadenza, ma fra le PMI e per le emissioni sotto i 50 milioni è più frequente la modalità amortizing, con un rimborso graduale fino alla scadenza. Il **valore medio della cedola** è del 5,65%, in genere la remunerazione offerta dalle PMI è minore, ma questo spesso dipende dalla scadenza e dalle caratteristiche di rimborso del titolo. La presenza di un **rating** è più frequente invece fra le grandi imprese, mentre le PMI sono in questo senso meno mature.

Infine, le **prospettive**: il potenziale di sviluppo dei mini bon PMI viene definito «significativo», per il 2016 si prevede un andamento analogo al 2015, con un focus particolare sull'innovazione delle tipologie di investimento. Attesa per le prospettive, ancora tutte da scoprire, delle cartolarizzazioni dei mini bond e dei project bond.



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- crowdfunding ---

Composizione del mercato in Italia



In Italia si contano attualmente 82 piattaforme di crowdfunding. Di queste, 69 sono attive (al 21 ottobre 2015) e 13 sono in fase di lancio. Rispetto all'ultima mappatura delle piattaforme di crowdfunding, si nota un forte incremento: nel maggio 2014 si contavano 41 piattaforme attive, con un aumento ad oggi del 68%.

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- crowdfunding ---

Equity

Assiteca Crowd
www.assitecacrowd.com



Generalista

Assiteca Crowd è una piattaforma ideata nel settembre 2013, costituita nell'ottobre 2013 e iscritta alla sezione ordinaria del Registro Consob dei gestori di portali con delibera del 26/02/2014. Società a responsabilità limitata con sede legale a Milano.

Crowdfundme
www.crowdfundme.it



Settoriale: innovazione

CrowdFundMe nasce come portale di equity crowdfunding a sostegno delle startup innovative, fornendo sia l'investitore che l'imprenditore degli strumenti e delle garanzie necessarie al fine di favorire il buon esito di un progetto innovativo. Il Portale rappresenta lo strumento mediante il quale le imprese possono rivolgere al pubblico i propri progetti e ottenere i finanziamenti necessari allo svolgimento della loro attività.

Next Equity
www.nextequity.it



Settoriale: innovazione

Next Equity Crowdfunding Marche srl, è una società autorizzata da Consob (Autorizzazione n. 18977 del 16/07/2014) a svolgere, attraverso la piattaforma web denominata Next Equity, attività di equity crowdfunding. La società, prima nelle Marche e quinta in Italia ad essere autorizzata per l'esercizio dell'equity crowdfunding, ha sede a Civitanova Marche e nasce dall'iniziativa di professionisti, che da anni operano in materia finanziaria e societaria con l'obiettivo di far incontrare il capitale con l'innovazione, favorendo la capitalizzazione e la crescita delle startup innovative e delle nuove idee imprenditoriali, creando in tal modo una sinergia virtuosa con il territorio ed il tessuto economico nel suo complesso.

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- crowdfunding ---

Debito

Prestiamoci



www.prestiamoci.it

Prestiti tra privati

Prestiamoci è il primo vero Marketplace del credito in Italia che mette in contatto coloro che hanno bisogno di un Prestito personale con coloro che hanno un capitale da investire. Saltando l'intermediazione di banche e finanziarie, i Richiedenti che vantano un'ottima storia creditizia possono ottenere il loro prestito personale a basso costo con i migliori tassi presenti sul mercato. I Prestatori che investono nei prestiti, possono ottenere elevati ritorni, diversificando il loro portafoglio ed incassando mensilmente le quote capitale ed interessi. Il tutto online in modo semplice, veloce e trasparente.

Smartika spa



www.smartika.it

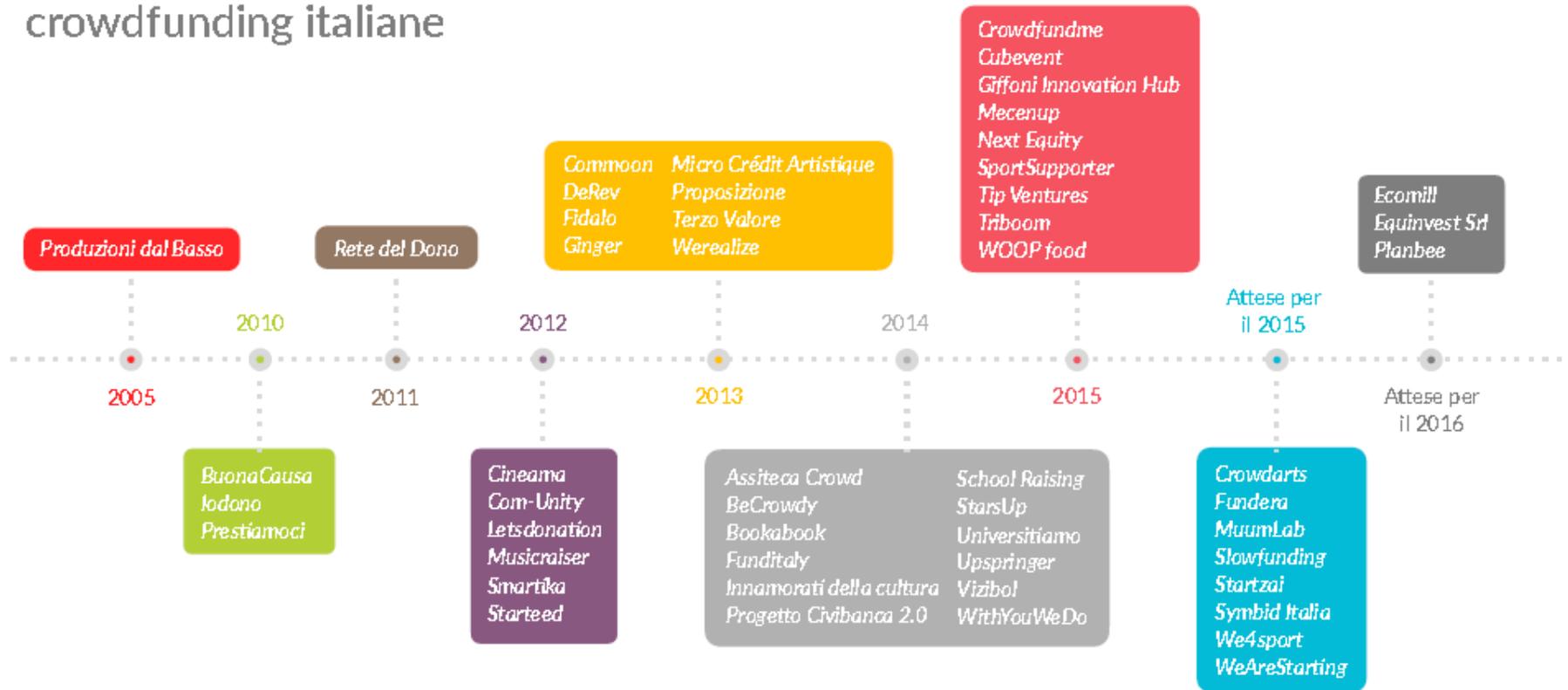
In Smartika agisce una community di Richiedenti e di Prestatori che interagiscono direttamente tra loro, senza ricorrere ad intermediari, ottenendo così condizioni migliori per entrambi. All'interno della community si crea in questo modo un mercato, nel quale i tassi correnti sono determinati solo e soltanto dall'incontro diretto tra domanda e offerta. Smartika Spa opera come Istituto di Pagamento regolamentato e vigilato da Banca d'Italia ed è quindi un operatore finanziario autorizzato, ai sensi del d.lgs. 11/2010, a prestare i servizi di pagamento. A garanzia di una sana gestione dell'azienda e a tutela dei clienti, Smartika è tenuta, tra l'altro, a mantenere un patrimonio di vigilanza e ad essere governata con un efficiente sistema di controlli.



L.G.I. INVESTIMENTI

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
 --- crowdfunding ---

Storia e geografia delle piattaforme di crowdfunding italiane



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- crowdfunding ---

Il valore del crowdfunding

In questo caso, il confronto con i dati relativi all'ultima mappatura di maggio 2014, dove i progetti pubblicati erano 12.809, mostra un aumento del 67%. Si può dedurre un aumento dell'interesse verso il crowdfunding, a cui non corrisponde adeguata capacità progettuale.

Il tasso di successo è pari mediamente al 30% (nel 2014 era del 37%); nello specifico, il valore più alto si registra tra le piattaforme basate sulle ricompense (49%), seguono quelle basate sul debito (43%), le equity (33%), le piattaforme basate sulle donazioni (12%) e quelle ibride ricompense + donazioni (10%).

Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme intervistate è pari a quasi 56,8 milioni di euro, con un aumento dell'85% rispetto ai 30,6 milioni di euro rilevati a maggio 2014.

Al raggiungimento di questa somma concorrono per il 40% le piattaforme basate sul debito (una, in particolare, rappresenta da sola il 35% del valore totale), per il 36% l'unica piattaforma intervistata basata su donazioni+debito, per il 13% le piattaforme basate sulle ricompense, per il 6% quelle ibride ricompense+donazioni, per il 3% le piattaforme equity e per il 2% quelle basate sulle donazioni.



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- crowdfunding ---

Cos'è il crowdfunding secondo gli addetti al settore

Al termine del questionario è stato chiesto agli intervistati di proporre una loro **sintetica definizione** di crowdfunding. Di seguito sono riportate le risposte ottenute. L'elenco restituisce la **varietà di interpretazioni** del concetto da parte dei fondatori delle piattaforme.

- Uno strumento efficace e democratico, una risorsa per progettualità valide e meritevoli verso un cambiamento sociale e culturale diffuso.
- Finanziamento collettivo per realizzare belle idee.
- Opportunità per le comunità reali di finanziare i propri progetti.
- Il crowdfunding è una modalità di finanziamento dal basso che permette ai creatori di ricevere fondi dalla comunità per la realizzazione e/o completare i propri progetti.
- Una vera opportunità di crescita.
- Il crowdfunding è il modo migliore per far parte di un evento, anziché partecipare e basta.
- Semplicemente, la democratizzazione del processo di fundraising.
- Stare vicini e rendere visibile il processo del fare impresa/fare un'impresa nell'interesse comune di chi finanzia e di chi sviluppa.
- Il nostro CF: finanziare innovazione e sostenibilità, avvicinando investitori ed imprese alle startup.
- L'occasione giusta per garantire maggiore autonomia a chi intende realizzare progetti o idee imprenditoriali.
- Il migliore test per la propria idea.
- Uno strumento indispensabile per finanziare liberamente le proprie idee e progetti.
- Finanziamento dal basso da parte di gruppi di persone o singoli.
- Lo strumento del futuro per sostenere i propri progetti.
- Uno strumento che potrebbe rappresentare la totale orizzontalizzazione del capitale e la sua definitiva democratizzazione in un contesto locale.
- Raccolta fondi.
- Il modo più intelligente di trasformare un'idea in fondi e promozione per realizzarla.
- Un'opportunità da non perdere per sostenere la crescita del paese.
- Finanza alternativa.
- Una forma di donazione a scopo personale.
- Uno strumento accessibile a tutti per il reperimento di risorse economiche e condivisione di progetti comuni.
- Co-progettazione e coinvolgimento della comunità per un interesse comune.
- Una forma di finanziamento alternativo per progetti immobiliari.

- **OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA** -
--- *crowdfunding* ---

Cos'è il crowdfunding secondo gli addetti al settore

- Processo con cui più persone conferiscono somme di denaro di qualsiasi entità per finanziare un progetto.
- Finanziamento di progetti a beneficio diffuso.
- Un sistema di raccolta fondi e di coinvolgimento diretto della propria rete di supporter: un nuovo modo di partecipare alle proprie passioni.
- Un'opportunità.
- Una nuova opportunità per poter realizzare i propri sogni.
- Una raccolta fondi per rendere concreta un'idea in cui si crede.
- Modalità di finanziamento online a cui può contribuire un grande numero di investitori.
- Un'eterna promessa.
- Uno strumento marketing, di finanziamento e promozione, innovativo partecipativo e democratico.
- Crowdfunding+publishing=crowdpublishing.
- Il crowdfunding per il cinema è a nostro avviso importante sia per finanziare i progetti, ma soprattutto per creare un bacino iniziale di pubblico "partecipe" che aiuterà la diffusione dell'opera una volta realizzata.



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA - --- crowdfunding ---

Conclusioni

La mappatura delle piattaforme di crowdfunding italiane mostra una **continua crescita del settore**. Rispetto all'ultima rilevazione del maggio 2014, **aumentano le piattaforme attive** (attualmente sono 69, con una crescita del 68%), i progetti ricevuti (+108%), le campagne pubblicate (+67%) e cresce il **valore complessivo del totale raccolto**: si tratta di 56,7 milioni di euro, con un **incremento dell'85%**. La crescita non appare più legata, come in passato, all'imitazione di modelli stranieri di successo, ma alla **specializzazione settoriale e territoriale**.

Diminuisce però il tasso di successo che, a livello medio, passa dal 37% del 2014 al 30%. In generale, si può dedurre un **incremento dell'attenzione verso al crowdfunding**, cui però **non corrisponde una maturità progettuale**.

Rimane **evidente lo squilibrio tra i modelli**, con le piattaforme basate sul debito che rappresentano il 40% del totale dei finanziamenti raccolti, a cui si aggiunge un 36% in capo al modello ibrido donazioni+debito. Le piattaforme basate sulle ricompense contribuiscono per il 13% al valore complessivo, quelle ibride ricompense+donazioni per il 6%. Le piattaforme equity e quelle basate sulle donazioni continuano a giocare un ruolo marginale.

In modo analogo, si rileva uno squilibrio tra piattaforme: **la maggior parte delle progettualità sono veicolate da poche piattaforme**.

Il crowdfunding italiano, a differenza di quello di matrice inglese e americana, è prevalentemente a **vocazione culturale e sociale**. Questo dipende dalle specificità del nostro tessuto socio-economico, ma è **sintomo di una debolezza del sistema dell'innovazione imprenditoriale**. Relativamente al valore economico, **prevalgono le campagne di basso taglio**, comprese tra i 1.000 e i 10.000 euro, sia tra i progetti pubblicati (dove rappresentano l'81%) sia tra quelli finanziati (dove rappresentano il 91%).

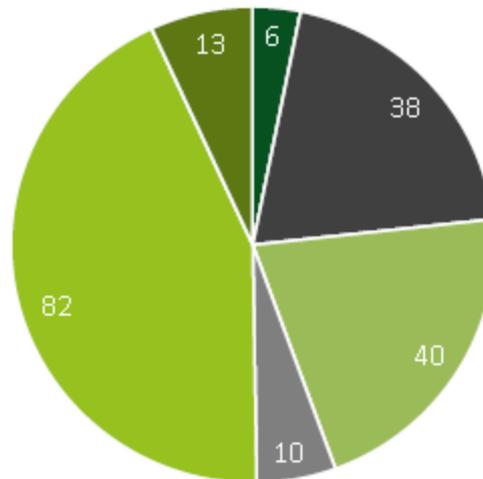
Il mercato di riferimento delle piattaforme di crowdfunding italiane continua a essere prevalentemente di **tipo nazionale (73%) o locale (14%)**, sono poche le piattaforme che guardano fuori dai confini nazionali (12%).

Tra le leve per la crescita del crowdfunding italiano, **la cultura (73%) è al primo posto**, le norme all'ultimo.

- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- Private equity ---

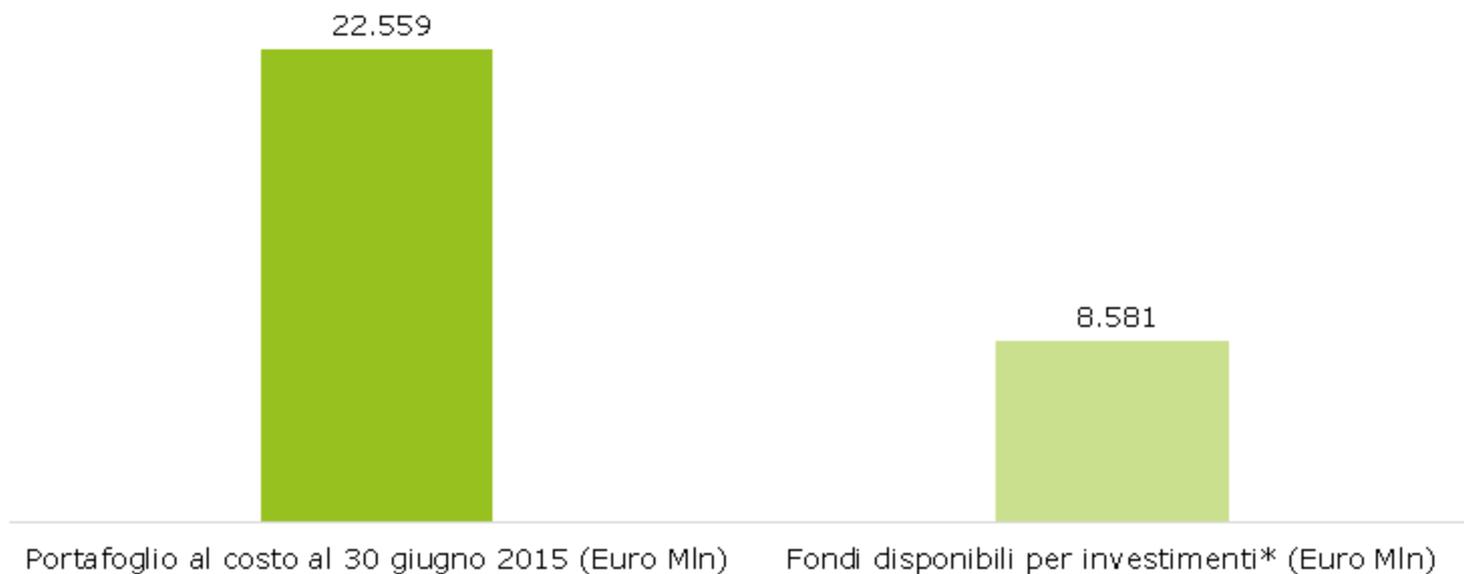
Distribuzione del numero di operatori monitorati per tipologia

■ Banche ■ Investment company ■ SGR
■ Operatori di early stage ■ Operatori internazionali ■ Operatori Reg./Pub.



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- Private equity ---

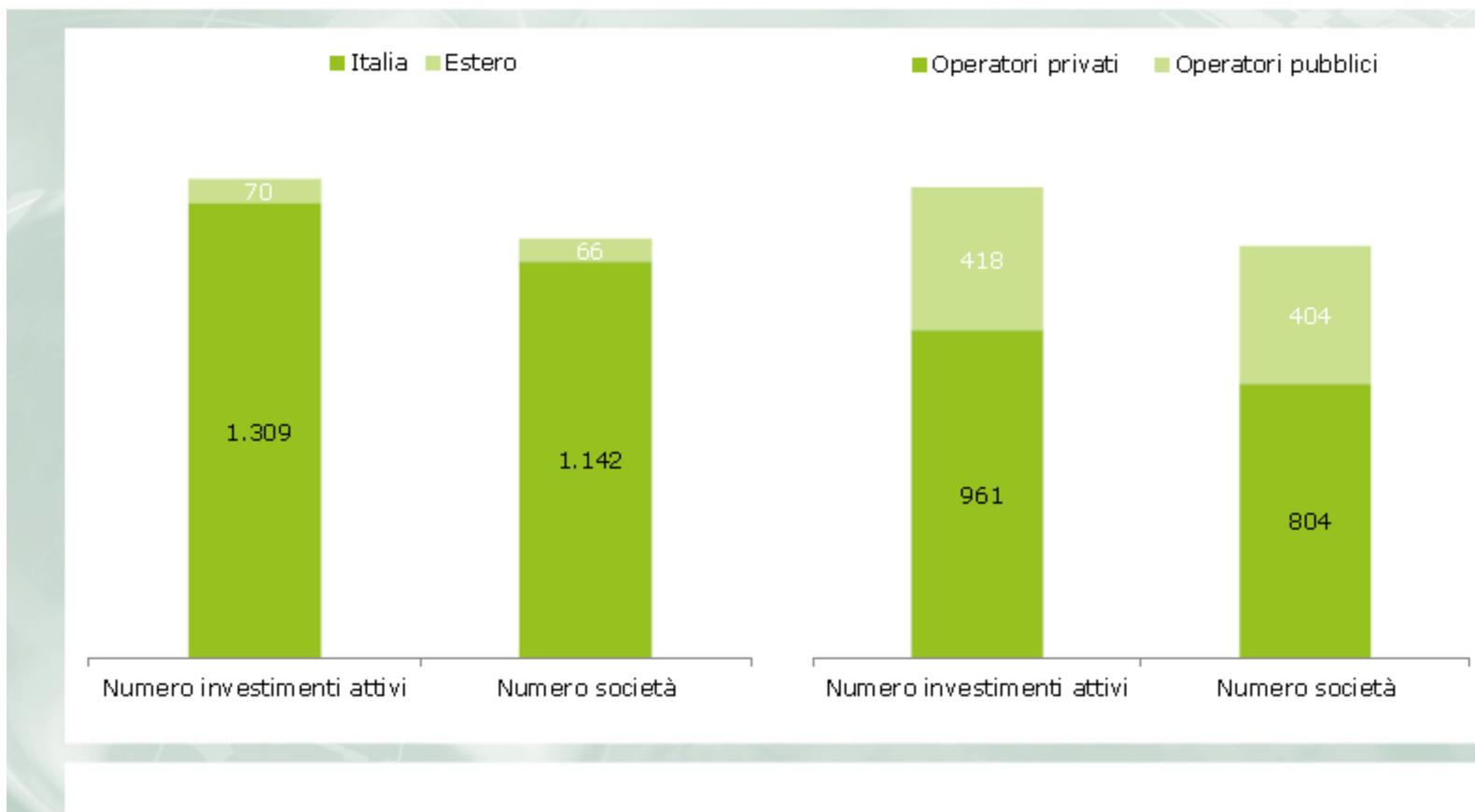
Portafoglio degli operatori al 30 giugno 2015



* Esclusi gli operatori internazionali e gli investitori captive

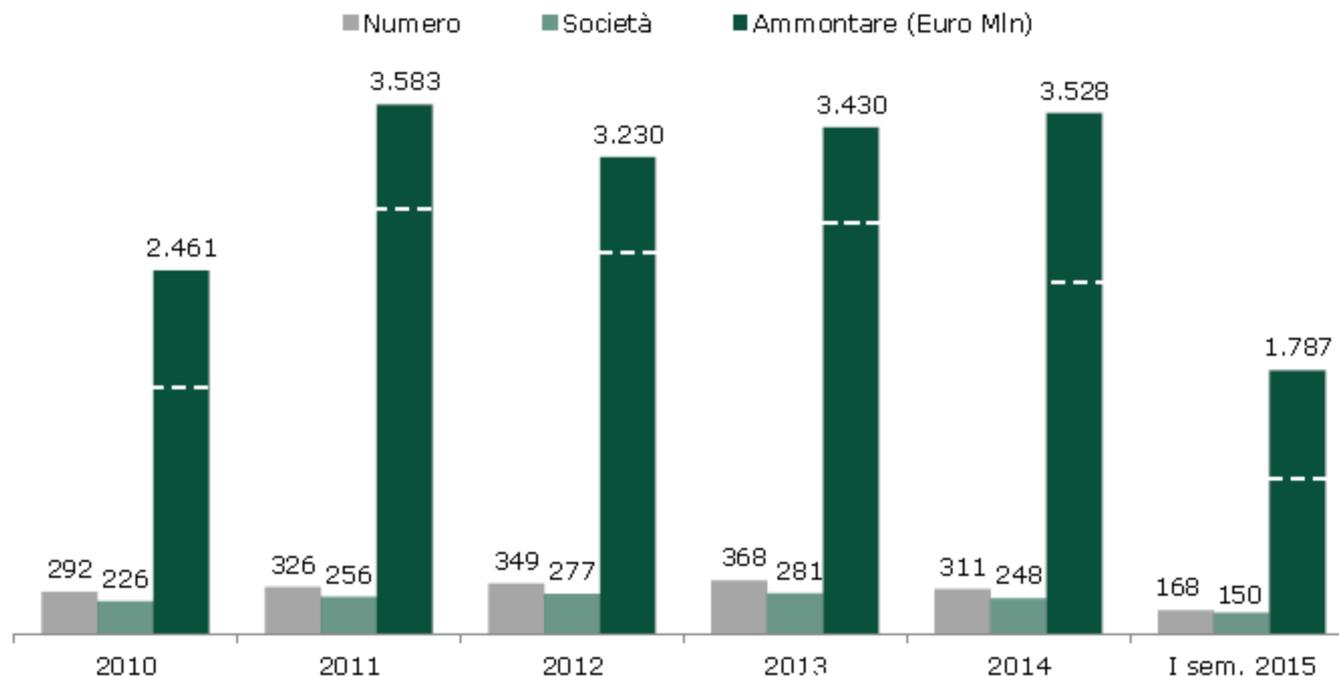
- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- Private equity ---

Composizione del portafoglio degli operatori al 30 giugno 2015



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
 --- Private equity ---

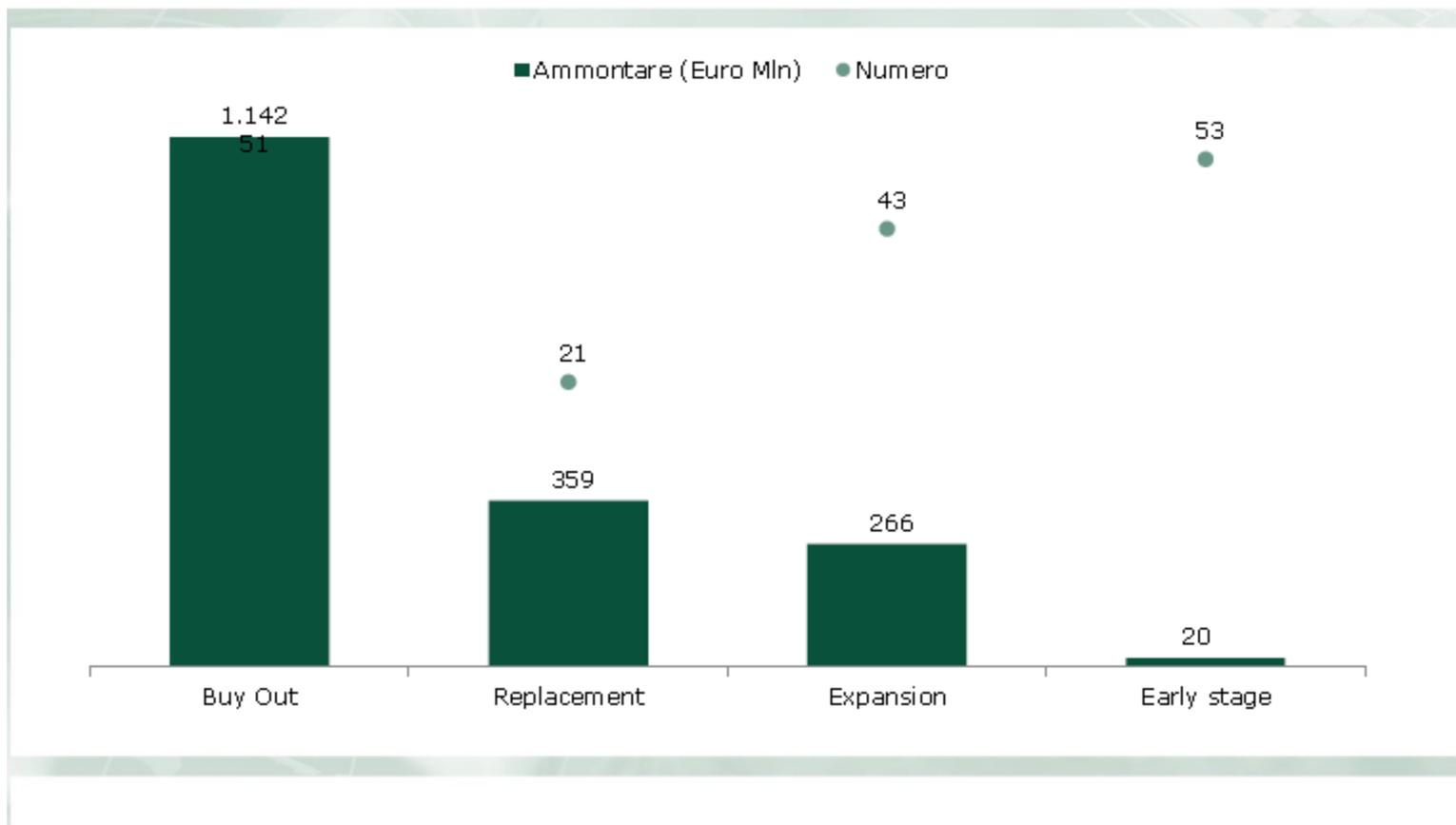
Evoluzione dell'attività di investimento annuale vs il I semestre 2015



Il dato relativo all'ammontare investito comprende (sopra la linea tratteggiata) l'attività di operatori non aventi advisor formale sul territorio italiano, inclusi fondi sovrani e altri investitori internazionali, la cui modalità di intervento è assimilabile a quella di un operatore di private equity

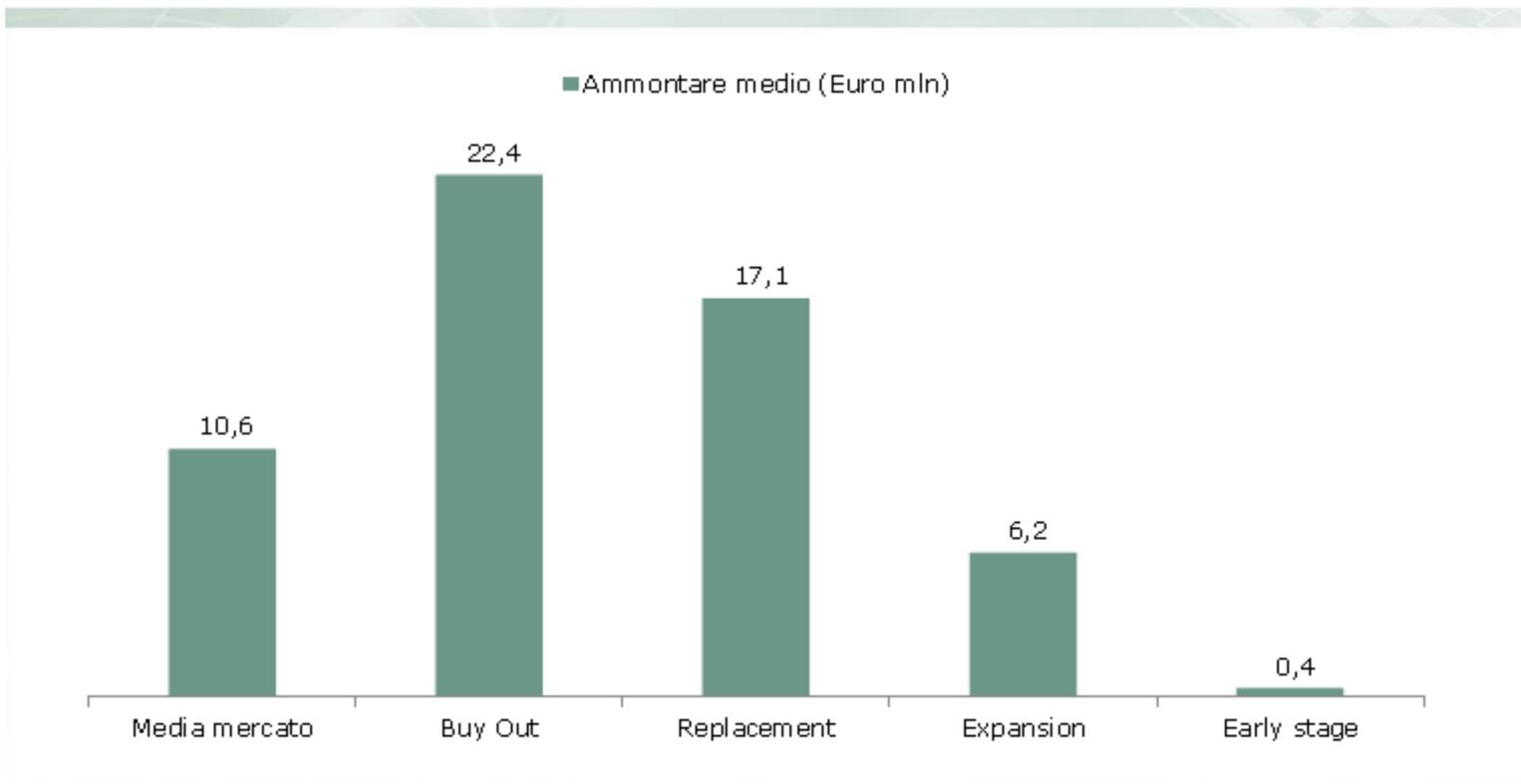
- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- Private equity ---

Distribuzione degli investimenti per tipologia

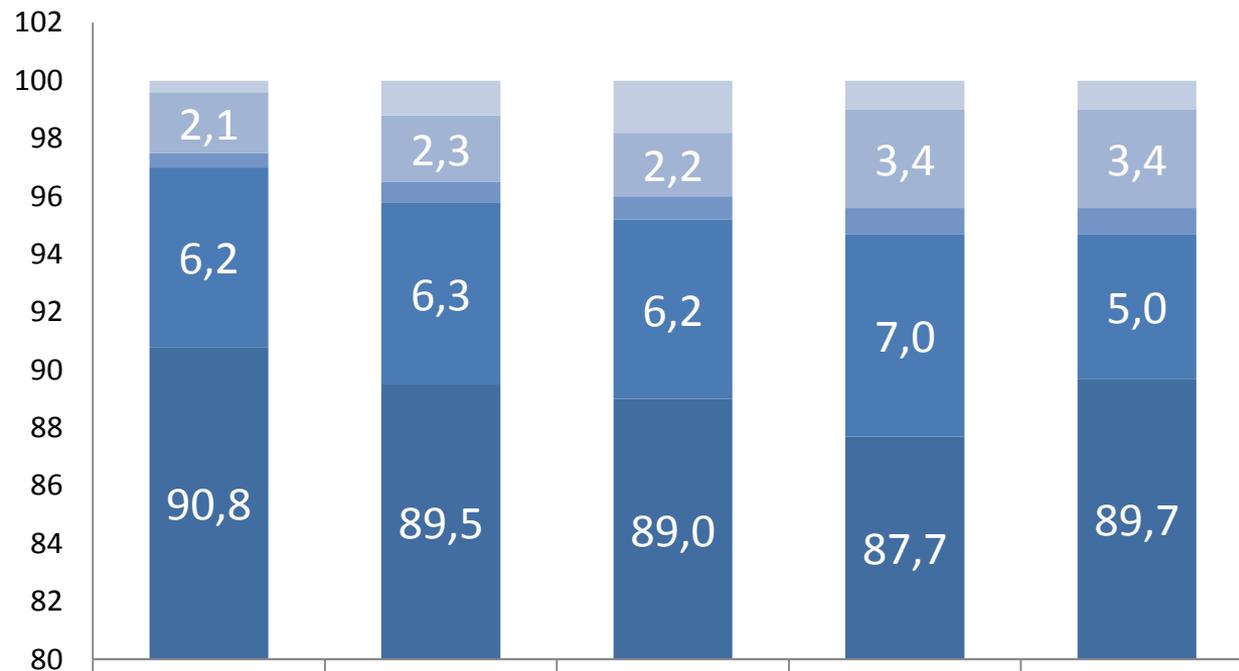


- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- Private equity ---

Ammontare investito medio per tipologia di operazione



- OVERVIEW DEL MERCATO IN ITALIA -
--- RAFFRONTO DEBITO BANCARIO ALTRE FORME DI DEBITO---



	2012	2013	2014	2015	I Q 2016
Altre forme	0,4	1,2	1,8	1	1
Minibond	2,1	2,3	2,2	3,4	3,4
Crowdfunding	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9
Finanziamenti Non bancari	6,2	6,3	6,2	7,0	5,0
Finanziamenti Bancari	90,8	89,5	89,0	87,7	89,7

AGENDA

✓ La visione d'assieme

✓ L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?

✓ Il Capitale di Rischio dei Fondi di private equity come alternativa al debito.

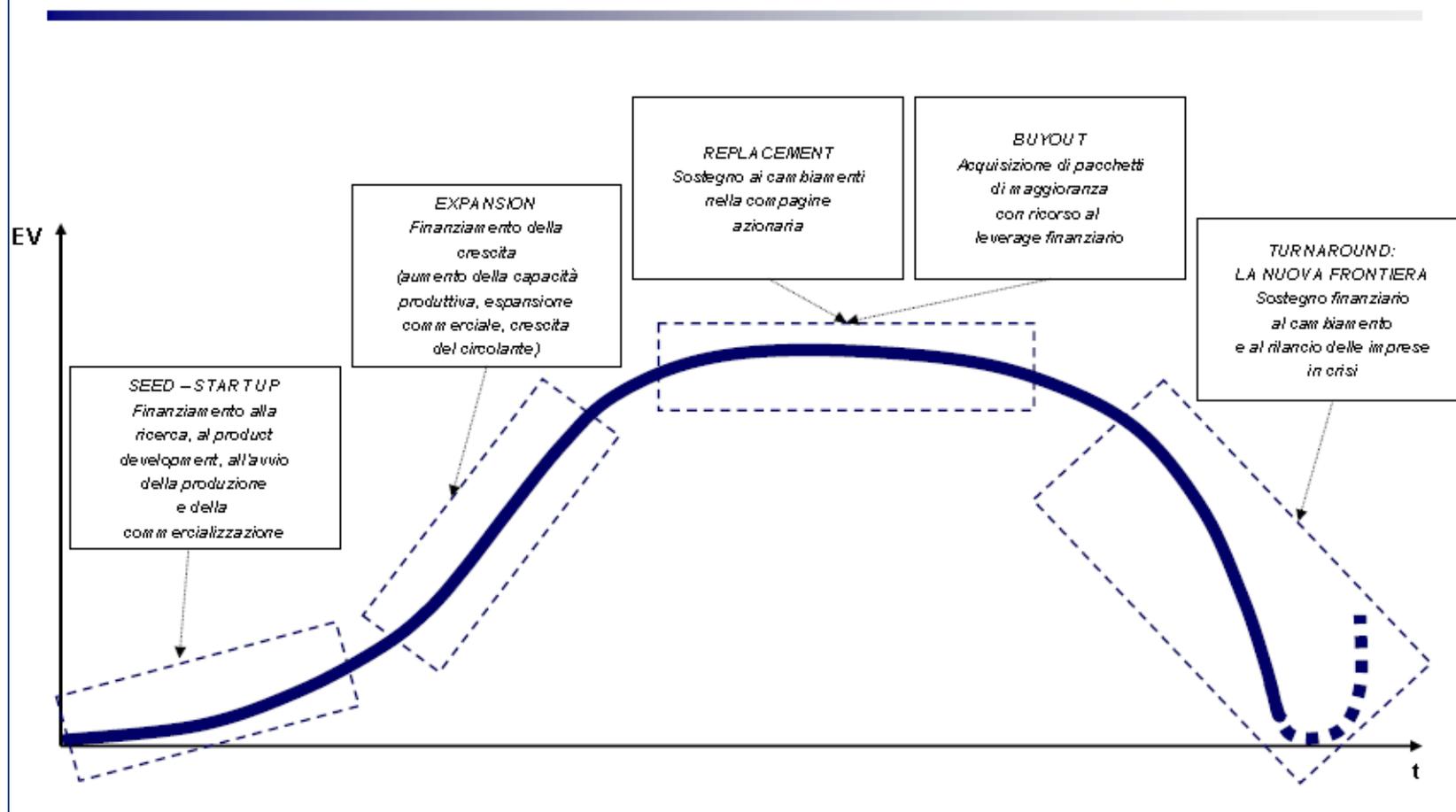
✓ Banche al "passato" e Fondi al "futuro"? Il paradigma della specializzazione nelle aree di monopolio dei fondi: Start Up e Distressed Asset.

✓ Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?

Private Equity e ciclo di vita delle imprese



I gusti dell'imprenditore sono molto semplici.....

....Ricevere risorse finanziarie da terzi a supporto del proprio piano di impresa con le seguenti caratteristiche:

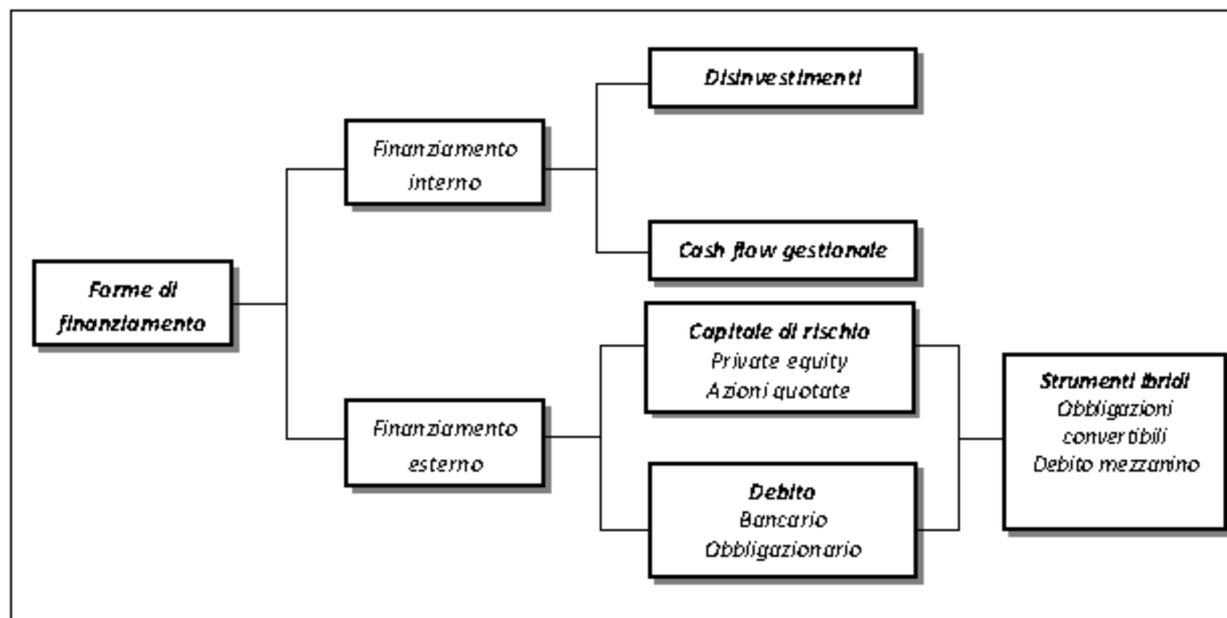
- 1) Tanto denaro, più di quello che serve.....
- 2) Partner silenziosi che devono rimanere estranei alla gestione...
- 3) Prezzo ragionevole.....come un mutuo fondiario per l'acquisto prima casa.....



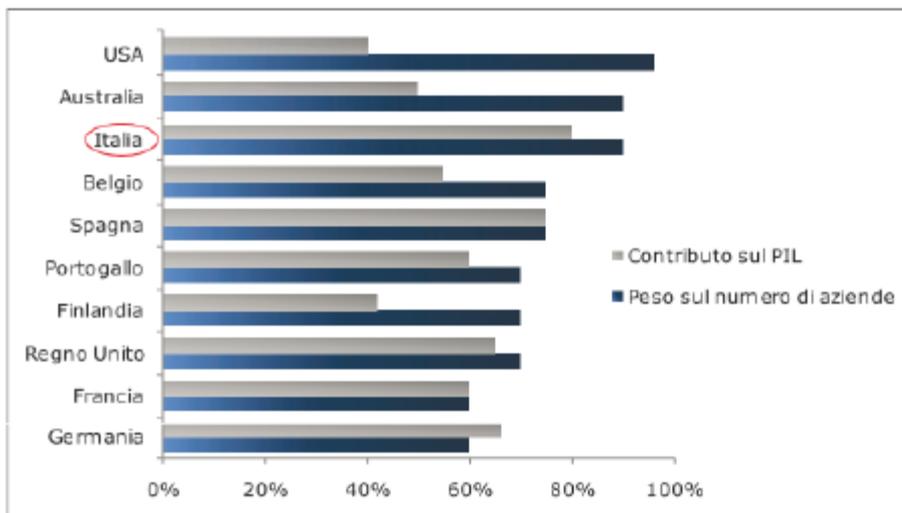
....questo rende difficile in Italia spezzare il “monopolio” dell’offerta bancaria di finanziamenti alle imprese...



Le forme di finanziamento a disposizione dell'impresa



Le imprese con capitale familiare nel mondo - overview



- La trasversalità delle imprese familiari, soprattutto in Italia, è evidente in termini numerici e di contributo al PIL
- Soprattutto il secondo aspetto è legato alla dimensione di PMI prevalente in Italia
- Pur tuttavia sono molte le imprese familiari anche grandi e quotate

Gli assetti proprietari

Quota di capitale dell'impresa detenuta dal primo azionista, 1999-2009
Imprese industriali con 50 addetti e oltre
(valori percentuali)



Tipicamente in Italia prevale un modello di proprietà concentrato in un primo azionista di grande peso

..... e ciò si rileva anche con riferimento alle società quotate

(situazione al 31 dicembre)

	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato μ
1998	46,7	14,1	39,2
2008	45,5	18,3	36,2
2009	45,7	17	37,4
2010	44,9	18	37,1

(1) Media della quota di capitale ordinario con diritto di voto di tutte le società quotate in Borsa

(2) Media della quota di capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti

Metodo di controllo delle società quotate in Italia

(situazione al 31 dicembre)

	Società controllate di diritto		Società controllate di fatto		Società controllate da patto		Società cooperative		Società non controllate		Totale	
	numero	peso	numero	peso	numero	peso	numero	peso	numero	peso	numero	peso
1998	122	31,2	34	40,8	28	8,3	10	3,1	22	16,6	216	100,0
2008	137	17,4	55	48,8	57	13,4	8	5,2	32	15,2	289	100,0
2009	135	16,5	50	38,3	57	15,1	8	4,4	29	25,7	279	100,0
2010	129	20,6	49	43,2	53	12,1	8	3,4	32	20,7	271	100,0

Anche dove non vi sia un azionista unico con la maggioranza dei diritti di voto, in molti casi vi è comunque una famiglia o un azionista che esercita il controllo di fatto



Ne emerge un serio tema di contendibilità delle società quotate italiane, in gran parte riconducibili anch'esse al modello di società familiari, con conseguenze sulla raccolta di capitali di rischio

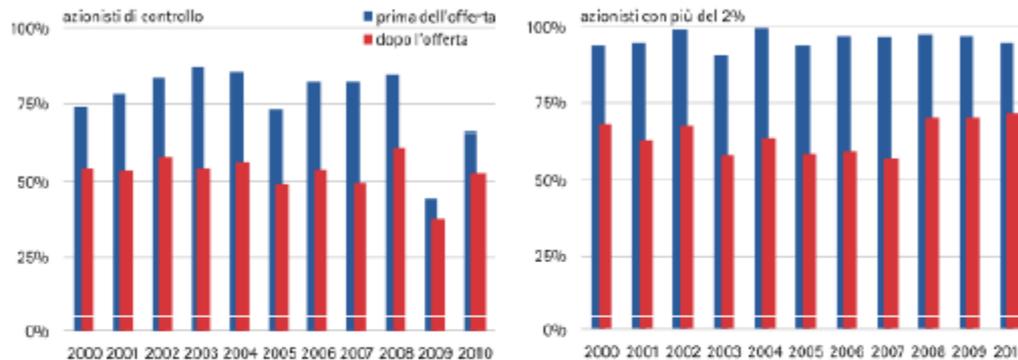
Imprese familiari nel FTSE/ MIB

- Atlantia
- Autogrill
- Buzzi
- Campari
- Exor
- Fiat
- Fiat Industrial
- Lottomatica
- Luxottica
- Mediaset
- Tenaris
- Tod's

Il 30% delle società del FTSE /MIB è di tipo familiare

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione

(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.
Confronta note metodologiche

La situazione non è diversa se si guarda alle società di nuova quotazione in cui le famiglie dei fondatori tendono, nella stragrande maggioranza, a mantenere una quota di controllo rilevante anche dopo la quotazione e



Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti

..... a limitare il ruolo degli investitori istituzionali, poco attratti da società non contendibili

(situazione al 31 dicembre; dati in percentuale)

	1998	2008	2009	2010
Società con investitori istituzionali italiani o esteri con partecipazioni rilevanti (2)	41	49	51	44
Quota media investitori istituzionali italiani o esteri rilevanti (3)	7,1	7,2	6,8	7,0
Società con investitori istituzionali italiani con partecipazioni rilevanti (2)	26	14	12	8
Quota media investitori istituzionali italiani rilevanti (3)	3,9	5,7	4,4	5,1
Società con investitori istituzionali esteri con partecipazioni rilevanti (2)	25	42	44	39
Quota media investitori istituzionali esteri rilevanti (3)	7,5	6,6	6,6	6,8

(1) Investitori istituzionali che detengono almeno il 2 per cento del capitale ordinario con diritto di voto

(2) Rapporto tra il numero di società in cui gli investitori istituzionali detengono una partecipazione rilevante e il totale delle società italiane quotate in ciascuno degli anni considerati

(3) Quota media di capitale ordinario detenuta dagli investitori istituzionali nelle società in cui questi sono presenti



Conclusioni

Le imprese italiane e in particolare quelle familiari:

- hanno gestito con efficacia il proprio equilibrio finanziario durante la crisi
- hanno reso più efficiente il capitale circolante e difeso il cash flow
- sono riuscite a salvaguardare gli investimenti
- hanno fatto meno ricorso ai finanziamenti esterni
- sono in grado di reggere stress da tassi di interesse

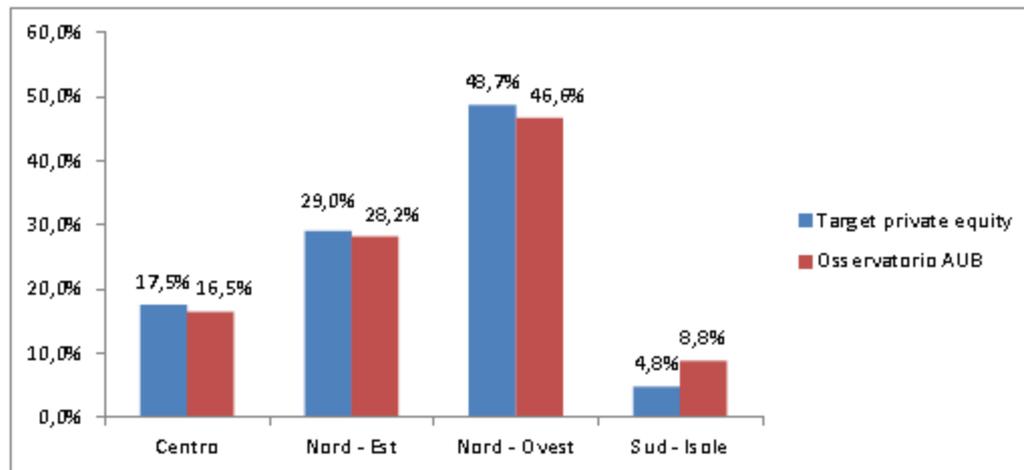
Tuttavia:

- dipendono quasi esclusivamente dal credito bancario
- gestiscono in modo teso il rapporto CN/D
- fanno un ricorso quasi nullo al capitale azionario, anche nei pochi casi in cui sono quotate
- non trovano un significativo canale alternativo nel Private Equity

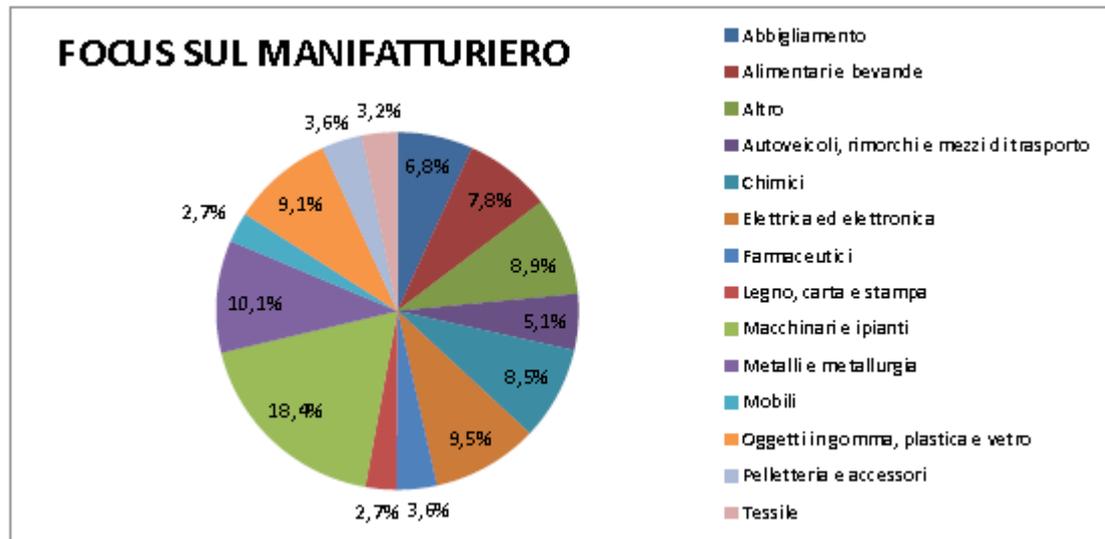
Numerosità dei deal e capitale investito in base *all'holding period*

	<i>Deals</i>	<i>Deals (%)</i>	<i>Capitale investito (mln €)</i>	<i>Capitale investito (%)</i>
<=1 anno	55	22,8%	1.331	19,2%
2 anni	40	16,6%	1.226	17,7%
3 anni	42	17,4%	1.613	23,2%
4 anni	44	18,3%	990	14,3%
5 anni	28	11,6%	1.273	18,3%
6 anni	12	5,0%	313	4,5%
7 anni	10	4,1%	90	1,3%
8 anni	5	2,1%	32	0,5%
9 anni	5	2,1%	74	1,1%
Totale	241	100,0%	6.942	100,0%

Confronto della distribuzione territoriale



distribuzione manifatturiero



AGENDA

- ✓ La visione d'assieme
- ✓ L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?
- ✓ Il Capitale di Rischio dei Fondi di private equity come alternativa al debito.
- ✓ Banche al "passato" e Fondi al "futuro"? Il paradigma della specializzazione nelle aree di monopolio dei fondi: Start Up e Distressed Asset.
- ✓ Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Gli investimenti indiretti in Private Equity delle banche.....

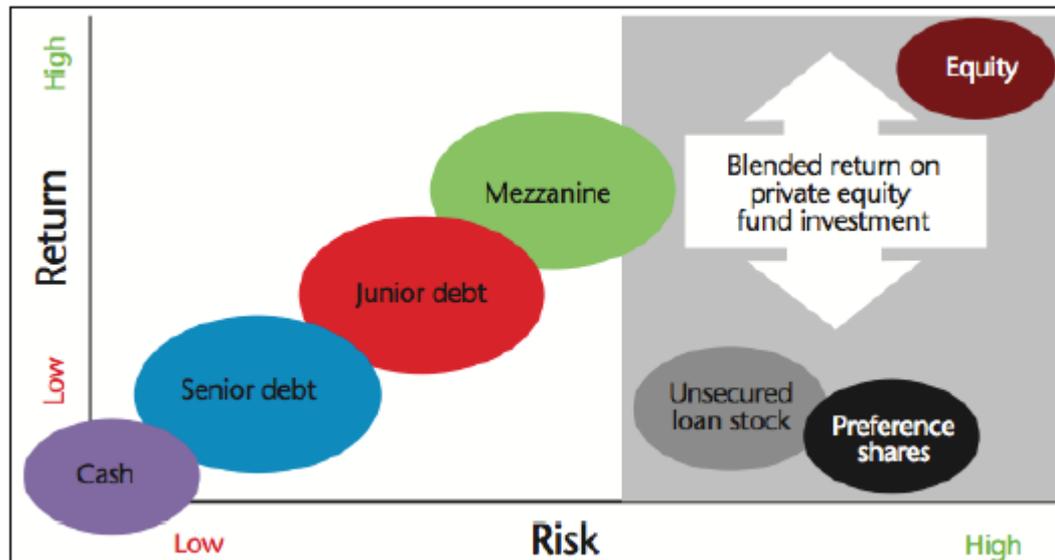


- Per gestire le crisi di imprese senza appesantire i bilanci delle banche
- Per rafforzare il ruolo di partner dell'impresa su orizzonti temporali di lungo periodo
- Per rendere smobilizzabili gli investimenti azionari nella PMI

...possono rappresentare una nuova dimensione nella gestione ottimale del rapporto BANCA-IMPRESA



Gradazione del rischio risorse esterne



Gradazione del rischio risorse esterne

	Early Stage		Expansion & Growth	Later Stage	
Funding Needs	HIGH			[Capital Markets high yield bonds]	Risk Profile
				Stock Markets	
		[Banks Quasy Equity]	[Banks subordinated and mezzanine loans]	Banks	
		Venture Capital	Venture Capital	Private Equity	
	Venture Capital	Business angels	Subsidies	Venture Capital	
	Business angels	Subsidies	Grants		
	Imediate family and friends	Grants			
LOW	Savings				HIGH
	Seed	Start-up	Second/Third Stage	Bridge	
Type of financing					



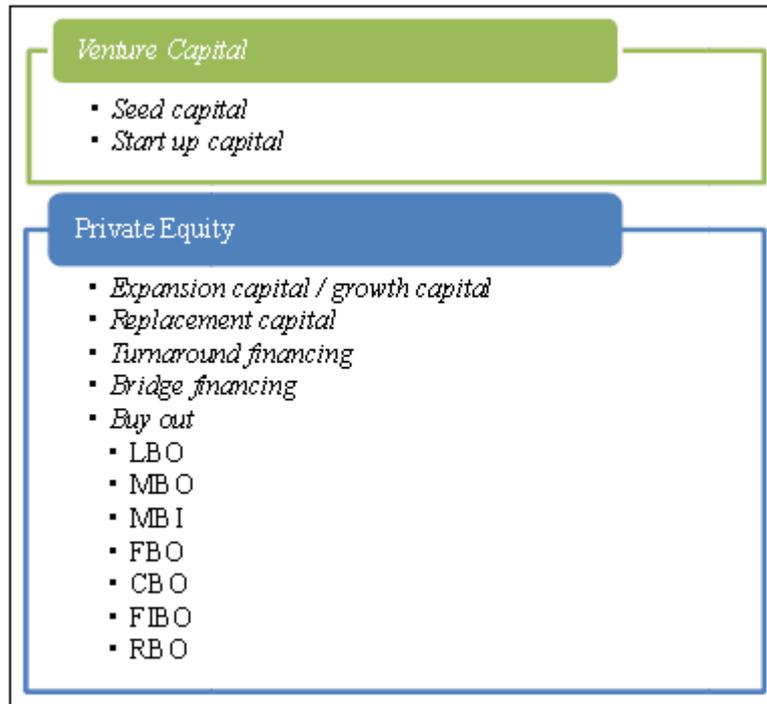
Gradazione del rischio risorse esterne



Gradazione del rischio risorse esterne

"Traditional" Buyout Capital Structure	"New" Buyout Capital Structure
Equity 31%	Equity (31%)
Unsecured/ Mezzanine (21%)	Unsecured/ Mezzanine (PIK) (21%)
First Lien Term Bank Debt (35%)	Second Lien Term Debt Covenant Lite (6%)
Secured Bank Revolver (13%)	First Lien Term "B" Debt Covenant Lite (21%)
	First Lien Term Bank Debt (11%)
	Secured Bank Revolver (10%)

Gradazione del rischio risorse esterne



Dal punto di vista dell'impresa, l'investimento di *early stage* risponde non solo ad un'esigenza di tipo finanziario, ma anche alla necessità di sostegno dal punto di vista delle conoscenze tecniche e delle capacità manageriali che un nuovo imprenditore spesso ancora non possiede. In questi casi, infatti, l'operatore si affianca all'impresa in una serie di attività fondamentali, come ad esempio la determinazione della formula imprenditoriale corretta, il supporto alla definizione del *team* o la definizione del posizionamento sul mercato del nuovo prodotto/servizio. Gli investitori in questa fase affiancano l'imprenditore nella redazione del *business plan* e forniscono la credibilità necessaria ad attrarre nuovi capitali

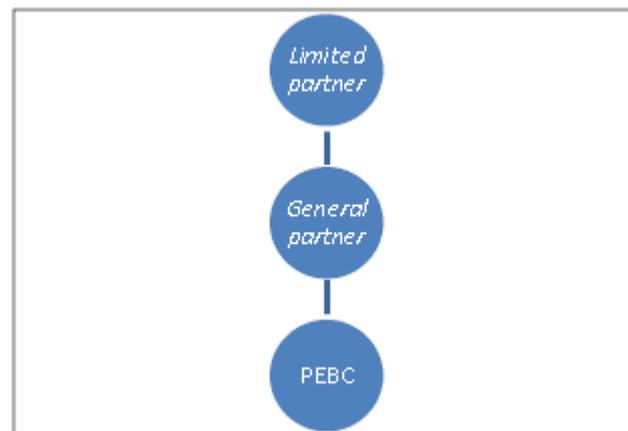
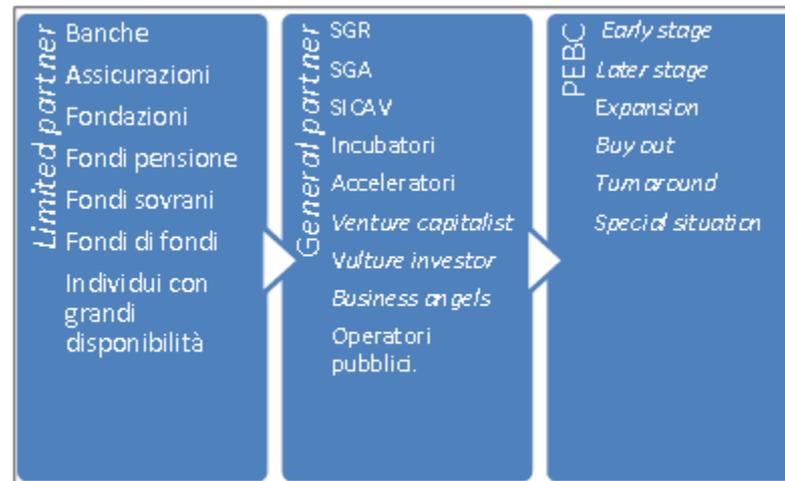
Gradazione del rischio risorse esterne

La ragione principale che spinge gli investitori verso il private equity è la ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli di altri strumenti finanziari più tradizionali disponibili sul mercato. Il sovra-rendimento è giustificato non solo dalla maggiore rischiosità che caratterizza gli investimenti in private equity, ma anche da altri aspetti quali:

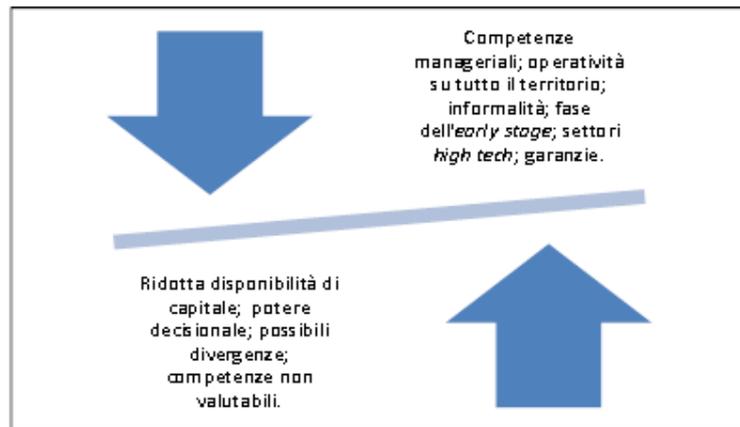
- elevata illiquidità: gli investitori non possono uscire facilmente dall'investimento prima della scadenza del fondo;
- bassa correlazione con i mercati azionari e obbligazionari: rappresenta un efficace strumento di diversificazione del portafoglio per l'investitore istituzionale;
- discrezionalità: la componente gestionale fornisce un ampio potere decisionale nelle scelte strategiche assunte.

Sono diverse le teorie economiche che sono state utilizzate in letteratura per spiegare gli investimenti di private equity. Tra queste troviamo la teoria dei costi di transazione, la teoria dei contratti e la teoria dell'agenzia.

La teoria dei costi di transazione spiega come gli investimenti di private equity servono ad abbattere alcuni dei costi che si presentano nella conclusione di importanti transazioni. Secondo la teoria, l'investimento di private equity offre risorse sotto forma di capitale



I Business angels: vantaggi e svantaggi



Capitale medio investito per operazione	145.000,00 Euro
Quota di ricchezza personale investita	1 su 10
Principale settore di investimento	ICT
Fase del ciclo di vita	<i>Seed e start-up</i>
Localizzazione investimenti	Nord Italia
Ritorno economico	20,00%
Durata intervento	4 anni
Modalità di <i>exit</i>	<i>Trade sale</i>
Forma di intervento	<i>Equity</i>
Quota azionaria detenuta	Partecipazione di minoranza
Principale canale informativo	<i>Network</i> e club di <i>business angels</i>
Opportunità valutate	5 o 6
Imprese in portafoglio	2



AGENDA

- ✓ La visione d'assieme
- ✓ L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?
- ✓ Il Capitale di Rischio dei Fondi di private equity come alternativa al debito.
- ✓ Banche al "passato" e Fondi al "futuro"? Il paradigma della specializzazione nelle aree di monopolio dei fondi: Start Up e Distressed Asset.
- ✓ Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Ma cosa valuta un fondo industriale di private equity prima di entrare con capitale di rischio in un'azienda in start-up o in crisi?

Nell'ultimo periodo si sta assistendo ad una trasformazione genetica dei fondi di *private equity*. I manager dei fondi di private equity, grazie anche al particolare sistema di stock option per la loro fidelizzazione, sono sempre più proprietari del fondo per quote significative e quindi la logica del fondo, inizialmente di natura squisitamente finanziaria e parabancaria, sta assumendo una connotazione di natura industriale e di coinvolgimento diretto nella gestione delle aziende target.

Non è raro trovare fondi di *private equity* che in realtà si comportano come delle vere e proprie holding industriali e che la classica *way out* - pur stabilita ad origine - non verrà mai esercitata se non in una logica autonomamente industriale di cessione dell'asset. Soprattutto nel caso di aziende in crisi rilanciate proprio con l'intervento del fondo.

Blackstone CEO took home \$810.6 million in 2015



Blackstone Group LP (NYSE:BXST) Chief Executive Stephen Schwarzman took home \$810.6 million in 2015, after the firm's stock-based compensation manager awarded a record amount of cash to the 47-year-old CEO during a wave of executive pay cuts.

The pay package represented a 17 percent rise in Schwarzman's earnings compared with 2014, in line with a 10 percent rise in Blackstone's cash earnings last year.

Blackstone's annual total earnings rose 25 percent on an annual basis in 2015 to \$1.4 billion.

Schwarzman received \$20.5 million in compensation, \$60.1 million in bonuses from his Blackstone shares, \$55.5 million for his investments in Blackstone shares, and \$16.5 million for his business-related activities to maintain the company before his 2007 listing, a regulatory filing shows on Friday.

Forbes in 2015 by Schwarzman and Peter Peterson for \$100,000, Blackstone managed some \$1.6 billion worth of assets.

The age of a very successful CEO, Schwarzman, 60, is cited by Forbes as the 10th richest businessman in the United States, with an estimated net worth of \$1.2 billion.

Blackstone President Tony James took home \$216.2 million last year, the filing shows. James' earnings comprise \$75.0 million in compensation, \$40.5 million in bonuses from Blackstone shares, \$64.5 million for his investments in Blackstone shares, and \$23 million for his business-related activities to maintain Blackstone before the firm's initial public offering.

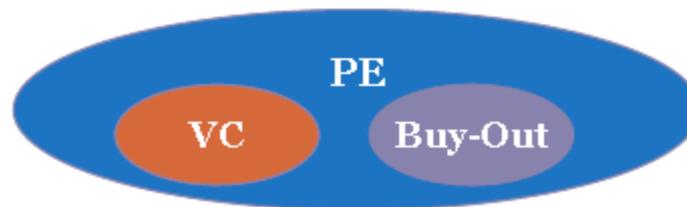
.....siamo di fronte ancora ad un fondo di investimento o ad una nuova specie di imprenditore?



Private Equity e Venture Capital

Approccio Americano (natura della partecipazione)

- Il Venture Capital è un sottoinsieme del Private Equity, focalizzato sulle operazioni di sviluppo di imprese nuove o di recedente costituzione, in contrapposizione alle operazioni di buy-out, su imprese consolidate, tese ad acquisirne il controllo



Approccio Europeo (fase di sviluppo)

- Il Venture Capital è completamento del Private Equity e si focalizza esclusivamente sul finanziamento delle fasi di avvio e di sviluppo di una nuova impresa



Venture Capital vs “Private Equity”

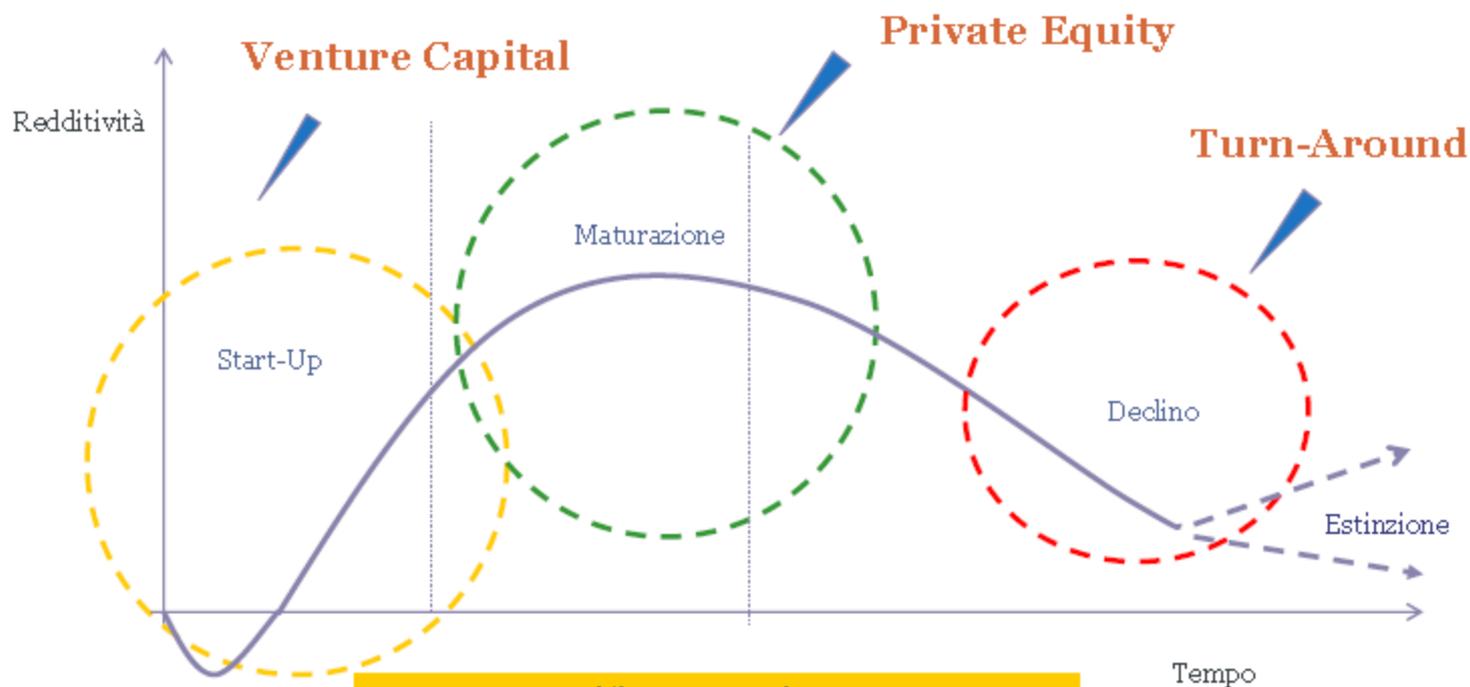
Venture Capital

- Soldi in azienda
- Partecipazioni di minoranza
- Settori altamente innovativi
- Aziende giovani, piccole, in perdita
- Puro rischio equity
- Ritorno atteso dell'investimento: 10X

Private Equity

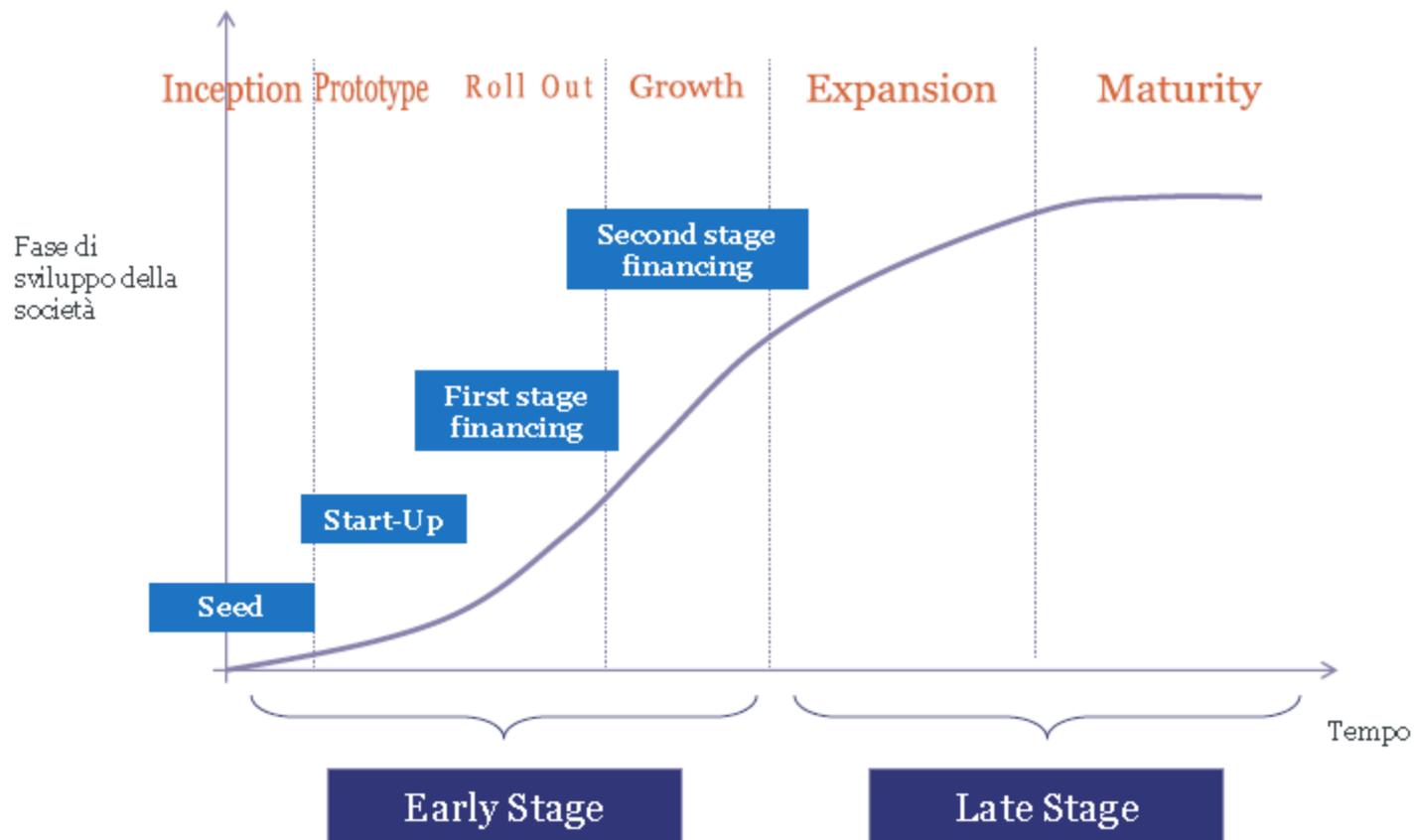
- Acquisto di aziende (soldi ai precedenti azionisti)
- Partecipazioni di controllo
- Settori tradizionali
- Aziende consolidate e profittevoli
- Finanza strutturata (debito)
- Ritorno atteso dell'investimento: 2-3X

Ciclo di vita di un'impresa



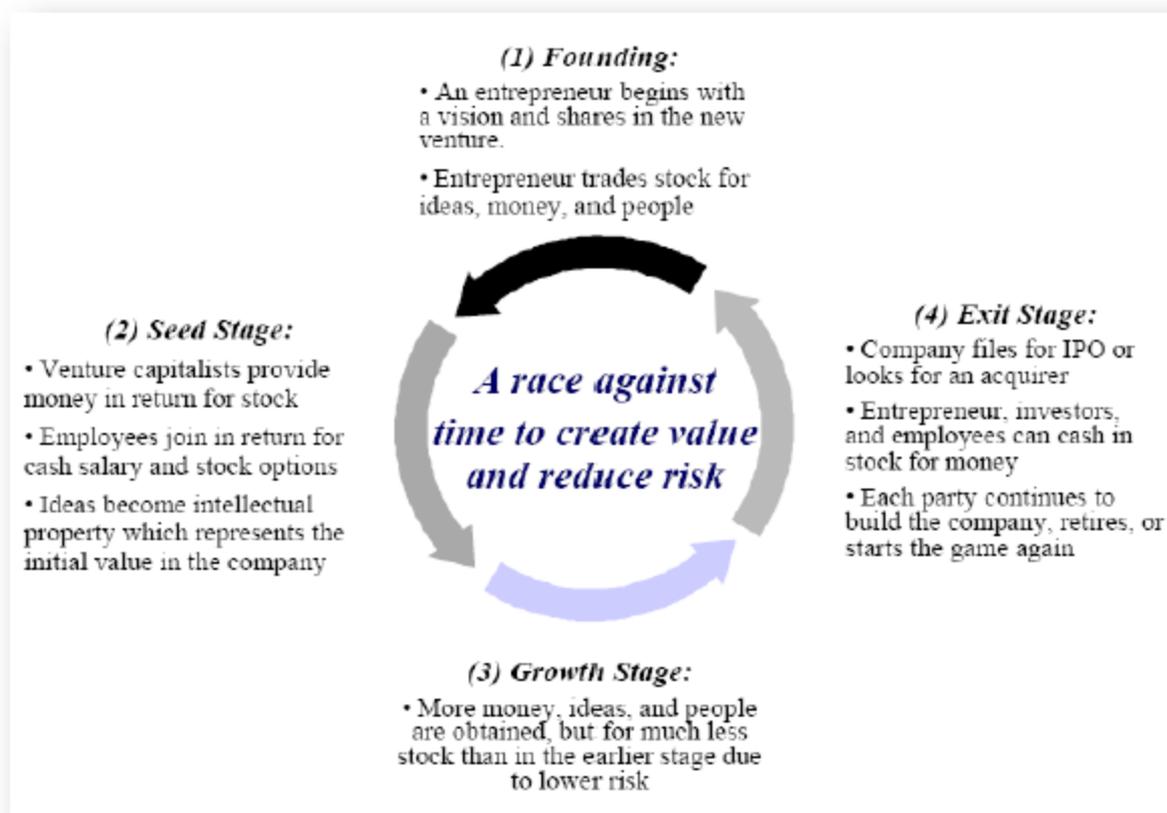
- Fatturato trascurabile, spesso tendente a zero
- Perdite d'esercizio consistenti
- Elevato bisogno di cassa per investimenti

Stadio di Investimento



Financial Standpoint

Venture capitalist investment game



Legal Standpoint

Come protegge un VC la sua partecipazione di minoranza?

- I VC tipicamente acquisiscono una partecipazione di minoranza a fronte di *standard protection tools*:
 - Azioni di categoria diversa anche con diritti di voto statuari / Diritti particolari dei soci
 - Liquidazione privilegiata
 - Clausole anti-diluzione
 - Regole di corporate governance da Statuto e Patti Parasociali
 - Exit right



Legal Standpoint

Come assicura un VC la realizzazione dei propri target?

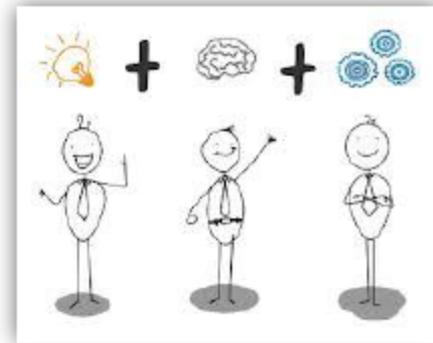
- **Gli exit target di un VC sono negoziati alla chiusura del deal**
 - Exit timeframe
 - Tag along
 - Drag along
 - Mandato a vendere
- **Altre previsioni:**
 - Lock-Up per manager chiave
 - Bad Leaver/Non concorrenza per Soci Fondatori
 - Incentivi per il management
 - Controllo delle remunerazioni
 - Diritti di informazione
 - Diritto di sottoscrivere nuovi aumenti di capitale



Management Standpoint

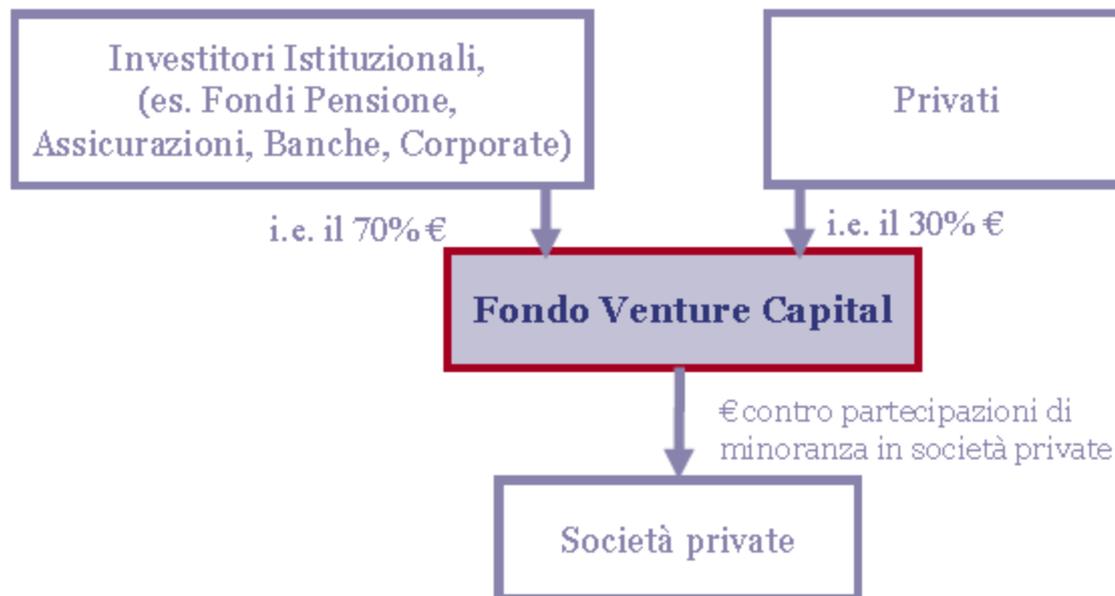
- I tre fattori di un deal di successo
 1. TEAM
 2. TEAM
 3. TEAM

It's better to have a good team with a poor idea than a brilliant idea with a poor team

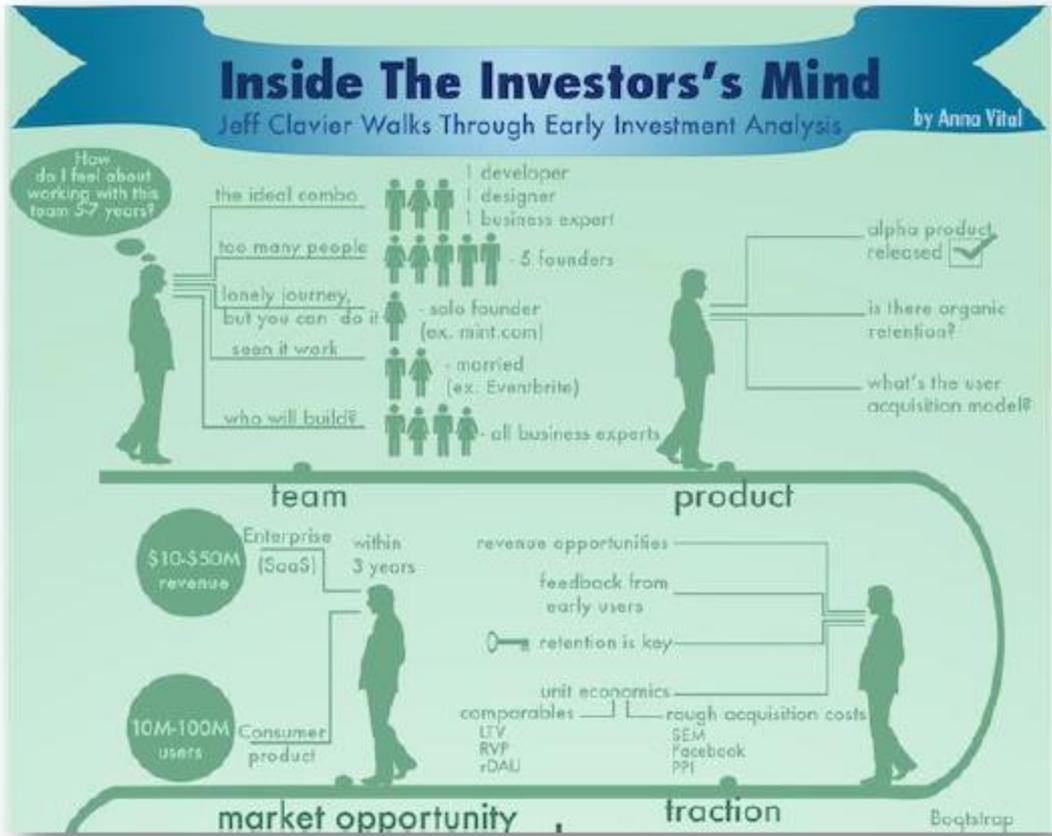


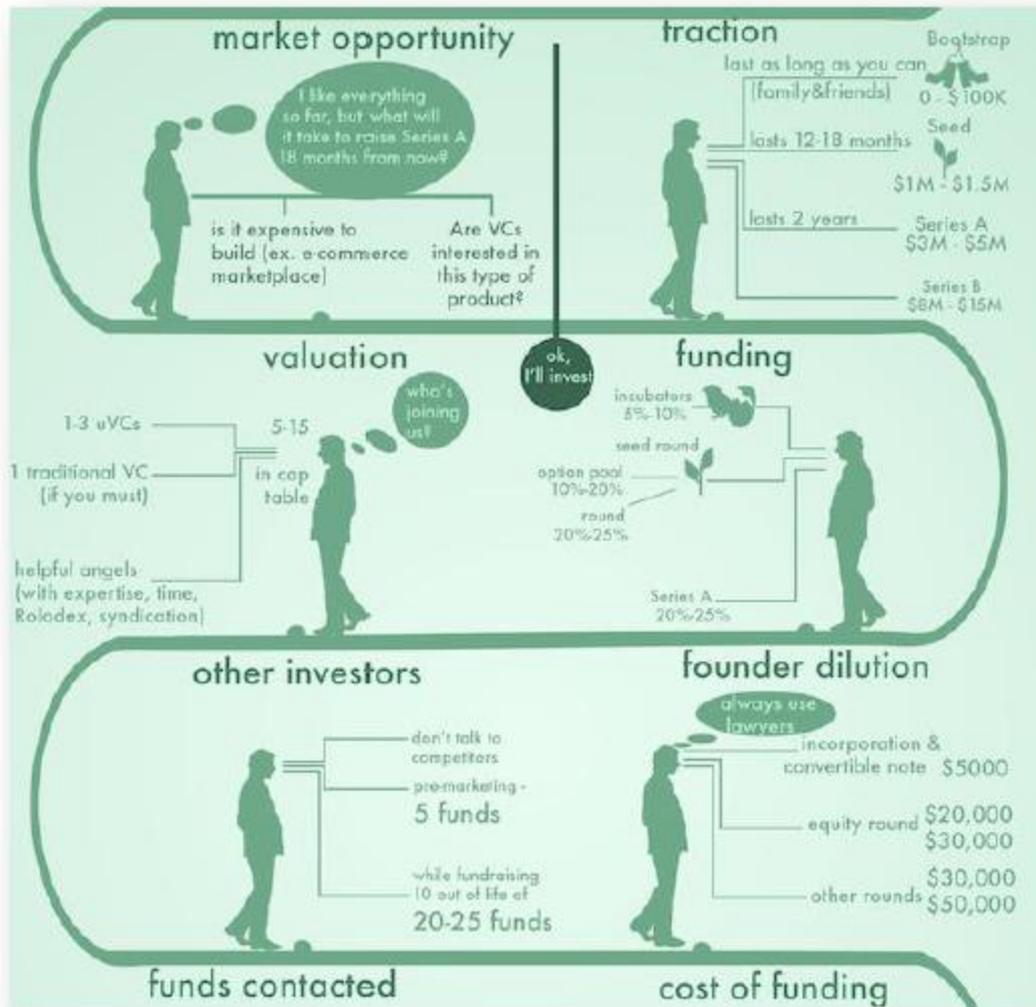
- Come un VC cerca ed incentiva il Team?
 - Selezione
 - CV
 - Track record
 - DD sul fondatore
 - Incentivi
 - Equity (sei un imprenditore!)

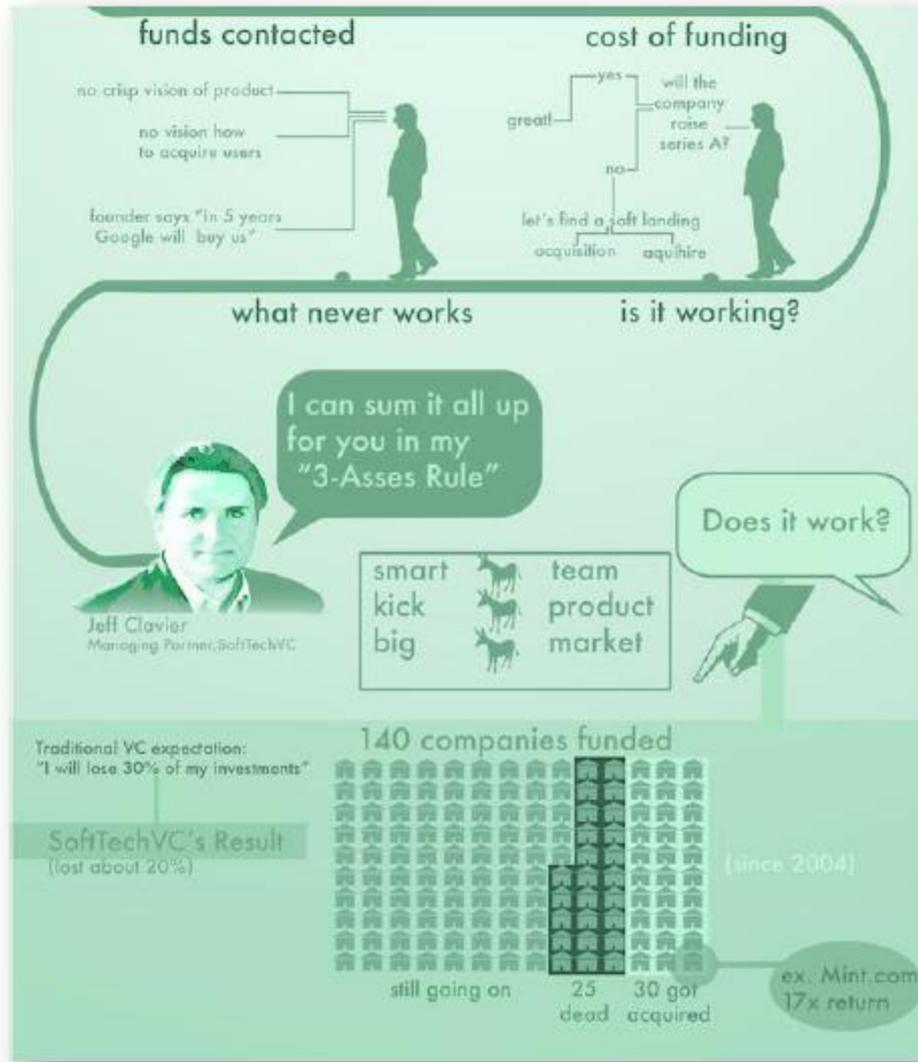
Il Venture Capital é strutturato attraverso la gestione di un fondo mobiliare chiuso riservato ad investitori istituzionali



Gli investitori rinunciano alla liquidità per 10-12 anni in attesa di un alto rendimento!







La Fase di Investimento

Timetable (3-5 mesi)



L'attività di Due Diligence

Due diligence

Fotografia dello stato di fatto e di diritto della società in un dato momento

- In senso generico: nella sua traduzione letterale (*diligenza dovuta*) individua il parametro di diligenza adeguata per eseguire una determinata operazione commerciale.
- In senso specifico: la verifica accurata di una realtà aziendale che si rende necessaria per valutare la convenienza di determinate operazioni e che per questo deve essere eseguita in maniera adeguata alla cura di tale esigenza specifica.



Indagine volta ad accertare e descrivere gli elementi significativi di un'attività imprenditoriale (c.d. target) o di alcuni suoi aspetti allo scopo di ridurre i rischi specifici dell'operazione e di ridurre asimmetrie informative

L'attività di Due Diligence

**Prima delle
negoziazioni**

Indagine conoscitiva volta a manifestare un interesse nell'operazione

**Durante le
negoziazioni**

Verifica delle dichiarazioni rilasciate dal venditore e ricerca delle aree di rischio

**Dopo il
preliminare e
prima del closing**

Verifica dell'impostazione contrattuale adottata rispetto alla reale situazione di fatto

Dopo il closing

Indagine diretta ad una eventuale revisione del prezzo e/o adeguamento delle garanzie rilasciate e collegata alla regolamentazione della gestione dell'attività aziendale nel periodo transitorio

Term Sheet

Principali caratteristiche:

Riassume i principali termini e condizioni di un possibile investimento di capitale
Non ha natura vincolante, ad eccezione delle clausole di

- Due Diligence
- Esclusiva
- Confidenzialità
- Consulenti e spese
- Legge applicabile e foro competente



Accordi tipici



Accordo di Investimento

- *representations & warranties*
- condizioni e modalità dell'investimento

Patto Parasociale

- diritti di nomina dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo
- diritti dell'Investitore in relazione a decisioni strategiche della società
- *exit strategy*

Statuto

- regola i reciproci rapporti dei Soci nonché le rispettive prerogative e diritti

Clausole Principali



Strumenti contrattuali di tutela del rischio:

- Milestone
- *Representations & Warranties* (proprietà intellettuale, autorizzazioni, contenzioso)

Governance

- Azioni di categoria diversa anche con diritti di voto statutari / Diritti particolari dei soci
- Liquidazione privilegiata
- Clausole anti-diluzione
- Regole di corporate governance da Statuto e Patti Parasociali
- Lock-Up per manager chiave
- Bad Leaver/Non concorrenza per Soci Fondatori
- Incentivi per il management

Clausole Principali



Exit strategy

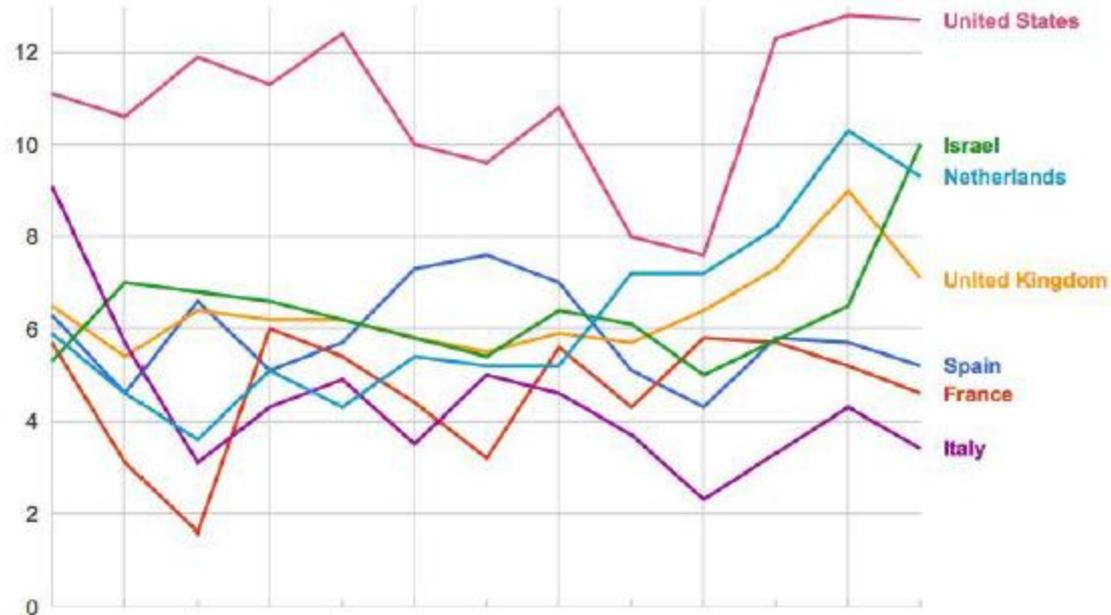
- Diritto di Prelazione/Diritto di Prima Offerta
- Drag-along (obbligo di seguito)
- Tag-along (o priorità nella vendita ovvero diritto di covendita)
- Mandato a vendere (sino al 100% della società)

Altre caratteristiche di un investimento VC

- Partecipazione di investitori interni
- Riscatto delle azioni
- Dividendi privilegiati
- Diritti negli aumenti di capitale successivi
- Diritti di informazione
- Controllo delle remunerazioni

TOTAL EARLY-STAGE ENTREPRENEURIAL ACTIVITY

Percentage of 18-64 population who are either a nascent entrepreneur or owner-manager of a new business



- **Esiste l'imprenditore nella teoria economica?**
- **Ha davvero senso promuovere l'imprenditorialità e le start up?**
 - Le piccole imprese sono più innovative? La relazione fra dimensione di impresa e innovazione
 - Fallimenti di mercato e vincoli finanziari all'attività imprenditoriale
- **Gli strumenti di promozione dell'imprenditorialità**
 - Il ruolo del venture capital come strumento per facilitare la nascita di start-up



JOSEPH SCHUMPETER (1883-1950)



IMPRENDITORIALITA' = INNOVAZIONE

EQUILIBRIO STAZIONARIO VS. DINAMICA DEL SISTEMA ECONOMICO

- S. considera il modello walrasiano di equilibrio economico generale come un modello di equilibrio stazionario
 - L'equilibrio si raggiunge per effetto delle scelte di 'agenti economici tradizionali' che seguono comportamenti adattivi e di routine
 - Quando valgono le condizioni di equilibrio, il sistema economico si riproduce inalterato nel tempo
- Il modello walrasiano, pur considerato logicamente coerente da S., non è in grado di spiegare il cambiamento (endogeno)
 - La realtà mostra che il sistema economico muta nel tempo – come?
 - Se, in equilibrio, gli agenti economici non fanno né profitti né perdite, cosa li spinge a cambiare?



LA VISIONE DELL'INNOVAZIONE DI SCHUMPETER

- L'innovazione è dunque:
 - nuova combinazione di risorse esistenti
 - effettuata in un contesto di incertezza
 - muovendosi rapidamente, prima dei concorrenti
 - contrastando l'inerzia e la resistenza al nuovo
- **Innovazione** come **motore dello sviluppo economico** che induce un cambiamento qualitativo dell'economia...
- ...è un processo continuo di cambiamento e **accumulazione di conoscenza**



FRANK KNIGHT
(1885-1972)



IMPRENDITORIALITA' = CAPACITA' DI GESTIRE L'INCERTEZZA



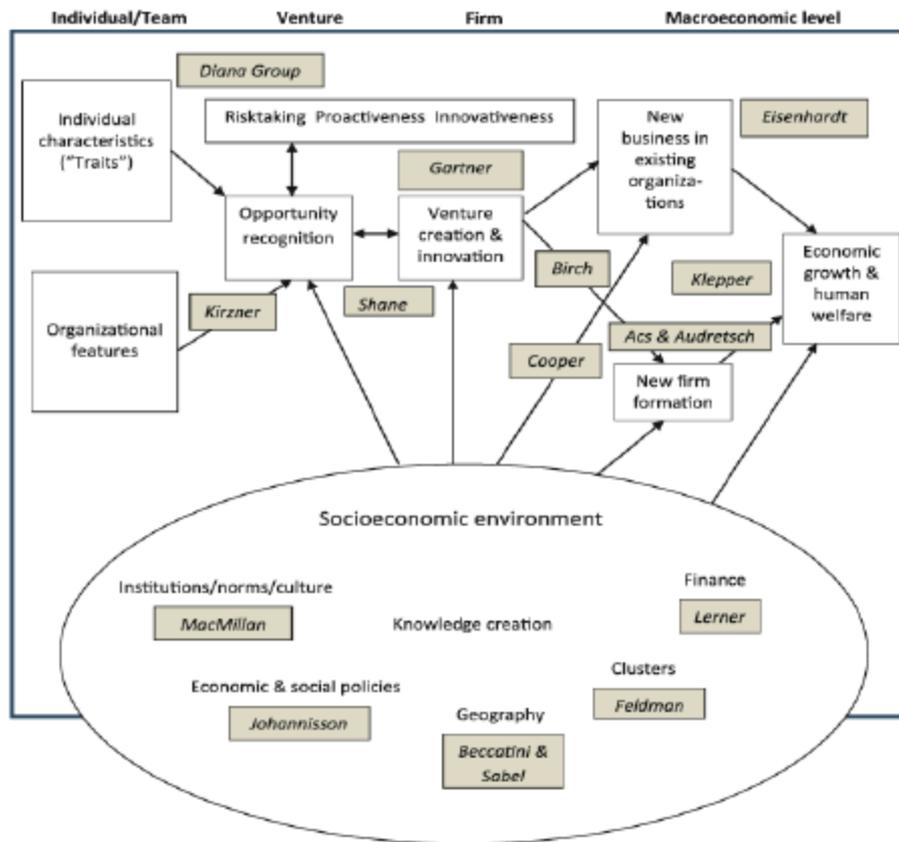
IMPRENDITORIALITÀ, INCERTEZZA E INFORMAZIONE

- Hayek (1945) e von Mises (1949), e successivamente Kirzner (1973) hanno enfatizzato il ruolo della conoscenza e della scoperta imprenditoriale come strumento di equilibrio del mercato
- Klein (1977) e Nelson e Winter (1982) si sono focalizzati sull'importanza della razionalità limitata, delle informazioni limitate e del comportamento individuale nella dinamica economica



IL PANORAMA DELLA RICERCA SULL'IMPRENDITORIALITÀ

Fonte: Carlsson et al., 2013



LA TEORIA: LA GRANDE IMPRESA PUÒ AVERE DEI VANTAGGI NELL'INNOVARE...

- Economie di scala nei costi di produzione e distribuzione (migliore abilità nel ripartire i costi fissi della R&S)
- Autofinanziamento o migliore accesso al credito
- Economie di diversificazione: ruolo della serendipity (diversificazione del rischio)
- ↓ spillover/ ↑ appropriabilità



...OPPURE DEGLI SVANTAGGI

- Burocrazia, letargia, slack manageriale (anche 'inefficienza X')
- Dipendenti meno motivati perché è più difficile stabilire incentivi legati alla performance
- Lock-in e difficoltà ad abbandonare i paradigmi tecnologici esistenti



IL FINANZIAMENTO DELLE START-UP

- I problemi di asimmetria informativa sono particolarmente marcati per le start-up, che:
 - hanno bisogno di fondi esterni più delle imprese già affermate
 - non dispongono di collaterale
 - non dispongono di un capitale reputazionale già affermato
- Nel caso delle start-up possono svolgere un ruolo particolarmente rilevante:
 - Investitori privati non istituzionali che investono capitale personale – **business angels** o **informal venture capital**
 - intermediari finanziari specializzati – il **venture capital**



LE FASI DEL FINANZIAMENTO/ I

- **Early-stage financing**
 - **Seed financing:** fase di sperimentazione (validità tecnica del prodotto/servizio non nota) – finanziamento limitato/rischio molto elevato
 - **Start-up financing:** fase di avvio dell'attività produttiva (validità commerciale del prodotto/servizio non nota) – importo e rischio molto elevati
- **First-stage financing:** prima fase espansiva dell'attività (avvio attività produttiva già completato, ma validità commerciale del prodotto/servizio non totalmente nota) – finanziamento elevato, ma rischio < di early-stage financing

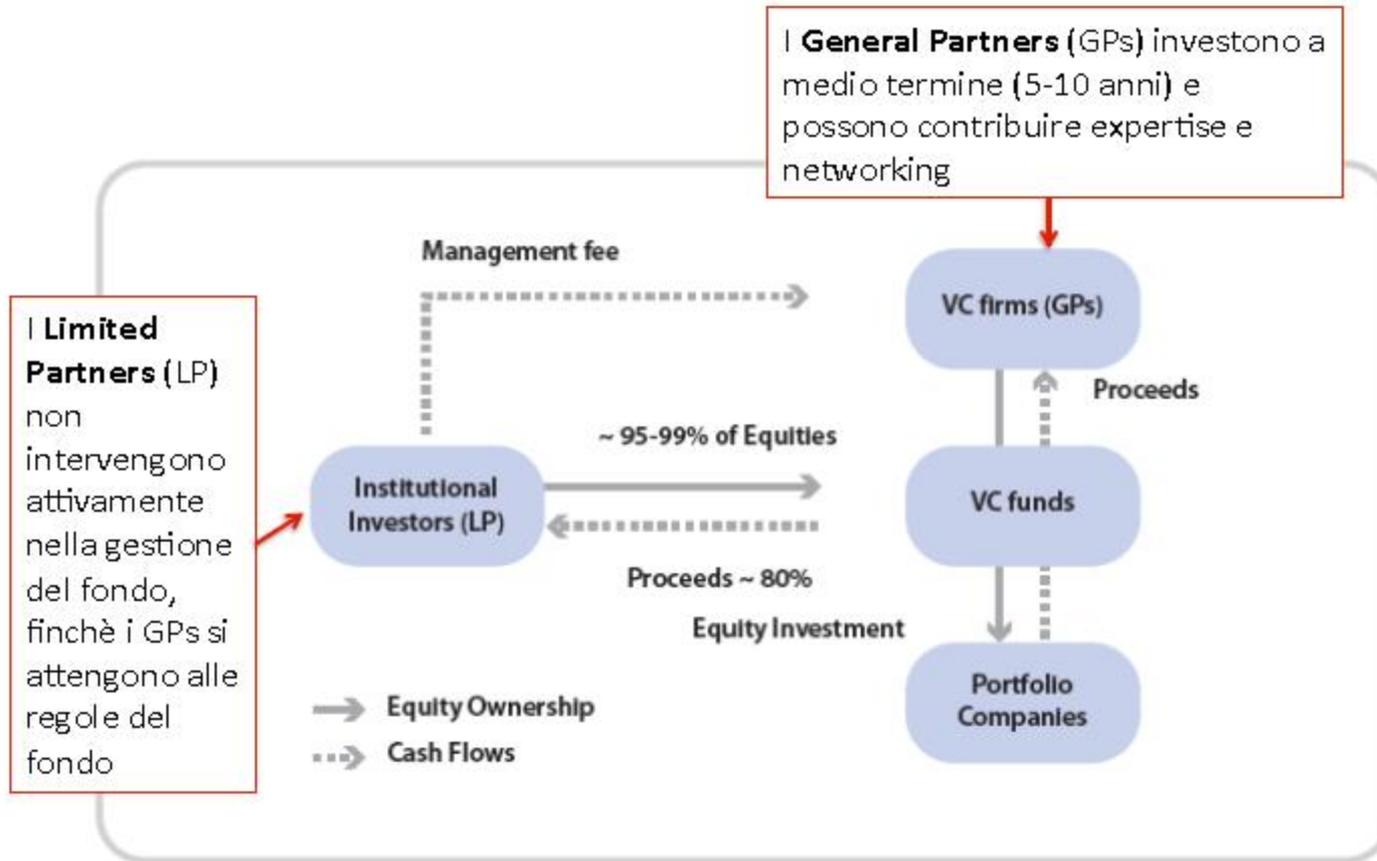


LE FASI DEL FINANZIAMENTO/2

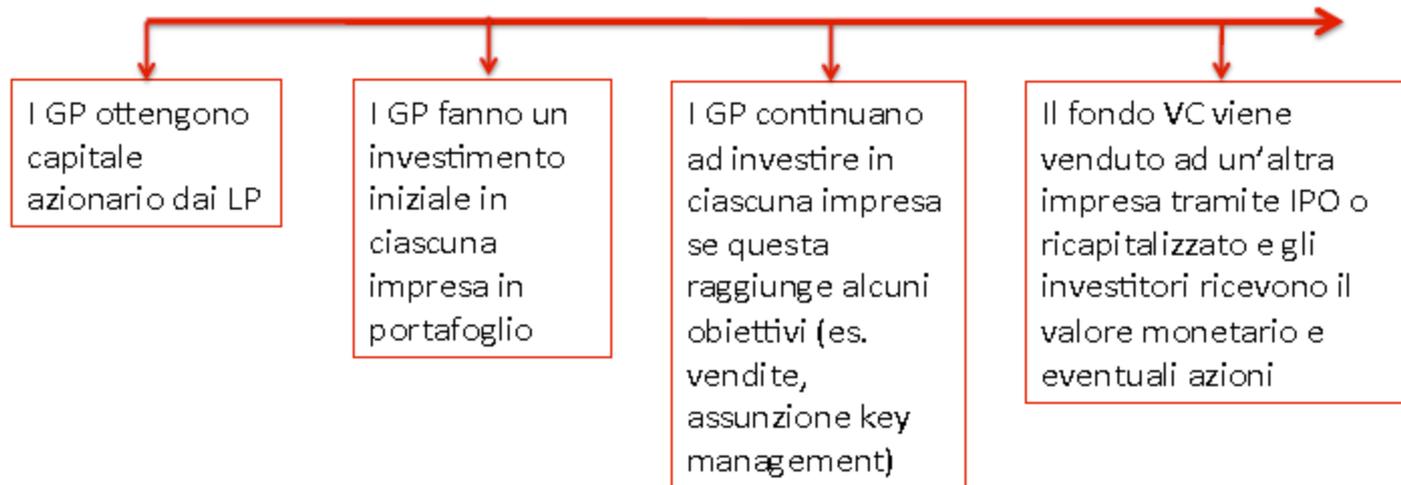
- **Expansion financing**
 - **second-stage financing**: fase di sviluppo - importo e rischio < di first-stage financing;
 - **third-stage financing**: fase di consolidamento dello sviluppo (rafforzamento posizione di mercato, lancio nuovi prodotti o nuove strutture produttive) – finanziamento elevato ma rischio contenuto;
 - **fourth-stage financing/bridging financing**: fase di sviluppo anche di natura finanziaria (consolidamento del soggetto controllante allargamento base azionaria, fino alla quotazione in borsa) – alto investimento per periodi brevi e programmati, rischio contenuto
- Il venture capital in senso stretto normalmente indica l'apporto di capitale nella fase *early stage*, mentre nelle fasi successive intervengono *private equity* o *merchand banking*



COME FUNZIONA IL VC?/ I



COME FUNZIONA IL VC?/2



IL PROCESSO DI FINANZIAMENTO

1. Deal Flow

Raccolta proposte investimento

2. Screening

Analisi business plan e proposte investimento

3. Valuation

Confronto proposte migliori, due diligence dell'impresa in cui investire

4. Deal structuring

Scelta del progetto, delle modalità di finanziamento e stesura contratto

5. Finanziamento

6. Monitoraggio



BENEFICI DEL RICORSO AL VC

- Il fondo VC può contribuire conoscenze specifiche (manageriali, del settore..)
- Può accelerare la commercializzazione dei prodotti dell'impresa (Hellmann e Puri, 2000)
- Può favorire l'adozione di politiche di gestione delle risorse umane (Hellmann e Puri, 2002)
- Può contribuire capitale reputazionale utile ad attrarre talenti manageriali/scientifici
- Può assistere l'impresa nel processo di quotazione
- Riduce la necessità di raggiungere prematuramente il mercato (e quindi il rischio di imitazione)
- Non è chiaro se gioca anche un ruolo effettivo nel contribuire al processo innovativo in senso stretto



RIMEDI ALLA SELEZIONE AVVERSA

- IVC usano diversi ‘segnali’ della capacità innovativa per ridurre i problemi di **selezione avversa**:
 - Il capitale umano dell'imprenditore (background educativo, affiliazione accademica, esperienze di successo – Honjio et al., 2011)
 - L'“imprenditore seriale” può avere spesso più facile accesso al credito
 - Gli utili reinvestiti di un'impresa possono costituire un buon segnale
 - I brevetti dell'impresa
 - Richiesta di un business plan dell'impresa da finanziare



LA RELAZIONE FRA VENTURE CAPITAL E BREVETTI/ I

Table 1: Patents and Applications Held by Startup Companies⁶⁷

Source	Industry	All respondents	Biotechnology	Medical Devices	Software/Internet	IT Hardware†
Population of companies (D&B)						
Companies holding patents/applications (share)		39%	75%	76%	24%	—
Average # patents/applications held (all companies)		4.7	9.7	15.0	1.7	—
Average # filed by company (patent holders only)		8.1	8.5	13.0	5.0	—
Average # from founders (patent holders only)		1.9	2.0	3.0	1.2	—
Average # acquired (patent holders only)		2.1	2.4	3.7	0.9	—
Venture-backed companies						
Companies holding patents/applications (share)		82%	97%	94%	67%	91%
Average # patents/applications held (all companies)		18.7	34.6	25.2	5.9	27.4
Average # filed by company (patent holders only)		15.8	22.9	16.1	7.1	23.6
Average # from founders (patent holders only)		2.5	3.8	3.8	0.7	3.1
Average # acquired (patent holders only)		4.2	9.0	6.5	0.7	3.5

IL DOPPIO AZZARDO MORALE NEL VENTURE CAPITAL

Sia il VC che l'imprenditore effettuano **investimenti non verificabili**

Quindi esiste la possibilità di azzardo morale da parte di entrambi

Principale	Agente	Costo di agenzia	Implicazioni
Venture capitalist	Imprenditore	<ul style="list-style-type: none"> • sottrazione di fondi • propensione a continuare ad investire in progetti inefficienti (overconfidence) 	<ul style="list-style-type: none"> • Monitoraggio da parte VC • Clausole di non-concorrenza che rendono difficile all'imprenditore abbandonare l'impresa • Clausole che prevedono l'acquisizione del controllo pieno da parte del VC in caso di scarsa performance •....
Imprenditore	Venture Capitalist	<ul style="list-style-type: none"> • scarso impegno nel monitoraggio e nell'attività di mentoring • rivelazione di informazioni ad imprese concorrenti 	<ul style="list-style-type: none"> • clausole che aumentano la reattività dei guadagni del VC alla performance • clausole che scoraggiano la rivelazione di info

RIMEDI AI PROBLEMI DI AZZARDO MORALE/I

- In alcuni casi, la **reputazione** e l'interazione ripetuta possono mitigare i problemi
 - Il venture capitalist può acquisire la reputazione di soggetto che mantiene i non-disclosure agreement
 - L' 'imprenditore seriale' può acquisire la reputazione di innovatore onesto
- Alcune caratteristiche degli investitori possono ridurre i rischi:
 - Specializzazione in determinati campi tecnologici (**prossimità cognitiva**) – l'apprendimento e i contatti con l'ecosistema innovativo (fornitori, clienti, tecnici ecc.) di un settore/arbitrio tecnologico aiuta a valutare la correttezza delle informazioni fornite dagli imprenditori
 - Localizzazione geografica degli investimenti (**prossimità geografica**)
 - Sindacati (o **consorzi fra investitori**) – consentono di mettere in comune conoscenze e diversificare i rischi
- Molto più spesso, la soluzione dei problemi di azzardo morale è affidata a specifiche clausole contrattuali e alla scelta della modalità di finanziamento

RIMEDI AI PROBLEMI DI AZZARDO MORALE/2

- Allocazione al VC di diritti di controllo sproporzionati rispetto alla quota di proprietà
- Opzioni reali nell'approccio all'investimento (investimento a tappe)
- Coinvolgimento diretto del VC nelle nuove imprese
- Legami sociali dell'investitore con l'imprenditore
- Elevata quota del capitale di proprietà dell'imprenditore come segnale della fiducia dell'imprenditore nei guadagni futuri dell'impresa



IL CONTRATTO DI FINANZIAMENTO

- Definizione e ampiezza dei diritti di controllo da parte del finanziatore istituzionale dipendono dal tipo di strumento scelto per erogare il finanziamento
 - Sottoscrizione quote capitale
 - azioni ordinarie – pongono il VC sullo stesso piano del management e comportano un rischio molto elevato
 - azioni privilegiate - < rischio per il VC rispetto ai fondatori
 - Azioni privilegiate convertibili (*convertible preferred stock*)
 - Azioni di risparmio – no diritto voto, ma privilegi nella ripartizione utili
 - Sottoscrizione quote debito (obbligazioni)
 - Meno rischioso per VC perché non diventa comproprietario
 - La disponibilità ad ottenere un finanziamento sotto forma di debito da parte dell'imprenditore è un segnale della buona qualità del debitore, che si accolla il rischio

IL RUOLO DELLE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI IN AZIONI (CONVERTIBLE BONDS)

- Consentono di mitigare un doppio problema di azzardo morale:
 - **Window dressing o signal manipulation** – l'imprenditore può manipolare i segnali che veicola al VC nelle diverse fasi di finanziamento (stage financing)
 - **Coase problem** – il VC può acquisire info dall'imprenditore ed utilizzarle in altri progetti di investimento concorrenti nello stesso mercato
- In presenza di CB, se l'imprenditore trasmette segnali ingannevoli:
 - ↑ probabilità ricevere ulteriori round di finanziamento dal VC
 - ↑ probabilità di conversione del debito, ↑ quote azionarie VC, ↓ ritorno imprenditore
- In presenza di CB, se il VC trasmette info ai concorrenti:
 - ↓ valore impresa della quale detiene, dopo la conversione, capitale azionario
 - Dopo la conversione, il VC 'internalizza' l'effetto di una maggior concorrenza dovuta alla rivelazione di informazioni ad altre imprese
- Le CB combinano gli incentivi del debito e del capitale azionario

Le Situazioni Speciali

Vengono definite imprese in “Situazioni Speciali”:

- le società in crisi finanziaria o coinvolte nel dissesto finanziario del gruppo di appartenenza (crisis situations);*
- le società con problemi economici temporanei o transitori (turnaround situations);*

e anche:

- le società operanti in settori temporaneamente trascurati dai mercati finanziari;*
- le società con problemi legati all'azionariato, come: dissensi tra soci, vendite forzate, etc.;*
- le società orfane perché non strategiche all'interno del gruppo di appartenenza;*
- le società partecipate da fondi di private equity prossimi alla loro scadenza.*



La nascita dei “Vulture Funds” negli USA

- ❑ *Attrassero l'attenzione della stampa americana all'inizio degli anni '90 per “leggendarie” storie di strepitosi guadagni.*
- ❑ *I “Vulture Funds” sono fondi chiusi che investono in azioni o titoli di debito di società in crisi.*
- ❑ *Si possono suddividere in:*
 - *“passive” Vulture Funds: investimenti di minoranza - nessun coinvolgimento nella gestione – logiche di diversificazione di portafoglio – azioni o obbligazioni quotate.*
 - *“active” Vulture Funds: investimenti di minoranza qualificata - coinvolgimento nella gestione futura e nella predisposizione del piano di ristrutturazione – azioni o obbligazioni quotate.*
 - *“aggressive” Vulture Funds: mirano al controllo - azioni o obbligazioni quotate o non quotate in quantità sufficiente per influenzare l'esito del processo di ristrutturazione.*
- ❑ *Sono nati dall'eccessivo ricorso al leverage nelle operazioni di LBO che hanno caratterizzato gli anni '80.*
- ❑ *Alcuni fondi si sono specializzati nell'acquisto di portafogli di debito bancario e commerciale in contenzioso (business diverso: attività legale, non necessari skills da investitore di Private Equity).*

“Aggressive” Vulture Funds – la strategia di investimento (1/2)

- L'attività degli “aggressive” Vulture Funds si inserisce nel quadro normativo statunitense del **Chapter 11**, contenuto nel **Bankruptcy Reform Act del '78**.*
- La società in Chapter 11 giova della sospensione delle azioni legali intentate dai creditori.*
- Il management ha il diritto esclusivo di proporre un piano di ristrutturazione entro 120 giorni + eventuali proroghe.*
- Il piano deve essere accettato entro 180 giorni, decorsi i quali ogni singolo creditore può presentare un proprio piano di ristrutturazione.*
- I crediti vengono suddivisi in classi di privilegio.*
- Vige la regola della “**Absolute Priority**” (priorità assoluta): i crediti superiori di grado devono essere soddisfatti completamente prima che possano essere rimborsati i crediti di classe inferiore.*
- Per essere accettato il piano di ristrutturazione deve essere approvato dalla metà dei creditori di ogni classe che rappresentino almeno i 2/3 dei diritti vantati dalla propria classe.*
- I creditori sono incentivati ad accettare il piano di ristrutturazione per ridurre i costi e i tempi della crisi.*
- La regola della priorità assoluta viene **solitamente disattesa**.*

“Aggressive” Vulture Funds – la strategia di investimento (2/2)

- ❑ *La strategia degli “aggressive” Vulture Funds consiste nel comprare crediti commerciali, debiti bancari o titoli obbligazionari a prezzi **notevolmente scontati** ed in quantità sufficiente (1/3) a garantire il potere contrattuale necessario per bloccare ogni piano di ristrutturazione non gradito proposto dal management.*
- ❑ *Gli “aggressive” Vulture Funds sfruttano quel potere contrattuale che la **massa disomogenea dei creditori** da cui acquistano i crediti non potrebbe avere nei confronti del management e delle altre parti interessate nel processo di ristrutturazione.*
- ❑ *Un limite all'azione degli “aggressive” Vulture Funds viene dal “**cran-down**” in virtù del quale un piano di ristrutturazione può ottenere l'omologazione del Tribunale anche se è respinto da una o più classi di creditori purché il trattamento previsto per ciascuna classe di creditori sia “**fair and equitable**” (condizione minima è che tutte le classi ottengano come minimo quanto otterrebbero in caso di liquidazione).*

Il mercato italiano delle “Situazioni Speciali”

Il mercato italiano delle imprese in Situazioni Speciali è caratterizzato da:

□ Abbondanza di opportunità di investimento:

- sono frequenti i casi di **“good businesses with bad balance sheets”**, cioè di imprese valide dal punto di vista industriale che tuttavia presentano situazioni reddituali e/o patrimoniali sbilanciate;
- la dimensione dei finanziamenti bancari in stato di sofferenza è oggi quantomai rilevante.

□ Scarsa presenza di investitori istituzionali:

- esistono solo pochi fondi italiani dedicati alle Situazioni Speciali;
- i fondi tradizionali non hanno il mandato per realizzare investimenti in Situazioni Speciali e mancano dell'esperienza necessaria per valutarne e gestirne i rischi;
- i fondi specializzati statunitensi fanno sporadiche apparizioni in Italia a caccia solo delle operazioni di maggiori dimensioni;
- le banche preferiscono evitare di avventurarsi in operazioni di ristrutturazione e si affidano di frequente alle procedure concorsuali.

Il valore sociale degli interventi di turnaround

La nascita di investitori istituzionali dedicati a società in situazioni di crisi è fortemente apprezzata dal mondo istituzionale, imprenditoriale, professionale e bancario perchè essi rappresentano un'alternativa credibile alla liquidazione delle società in crisi ed alla dispersione del valore economico e sociale delle stesse.

L'intervento di fondi dedicati a situazioni di crisi sovente permette:

- il salvataggio dell'azienda, del suo nome, della sua storia, della sua presenza internazionale e soprattutto del suo valore intangibile (il **know-how** accumulato);*

e, conseguentemente, comporta anche:

- la salvaguardia dei **livelli occupazionali**;*
- la continuità di fornitura del prodotto / servizio offerto, a beneficio dei clienti;*
- il mantenimento dell'**indotto**;*
- un maggiore e/o più rapido recupero dei crediti vantati da parte di banche, fornitori, erario e istituti previdenziali.*

“Value Investing” vs “Growth Investing”

- *Nella letteratura finanziaria si fa spesso riferimento a due categorie antitetiche di investitori erroneamente definiti:*
 - **growth investors:** investitori che comprano società con progetti di crescita;
 - **value investors:** investitori che comprano società a sconto.

In realtà anche i “growth investors” tentano di “comprare a sconto”; tentano infatti di comprare delle aziende a prezzi che non riflettono quelli che saranno gli effettivi tassi di crescita futura degli utili.

- *Migliore definizione:*
 - **growth investors:** investitori che “scommettono” sul tasso di crescita degli utili (pagano elevati “avviamenti”)
 - **value investors:** investitori che “scommettono” sul tasso di attualizzazione, sul rischio (pagano “avviamenti” limitati o negativi).

Gli investitori in Situazioni Speciali sono “value investors” con questa accezione.

La creazione di valore

Gli investitori in turnaround creano valore:

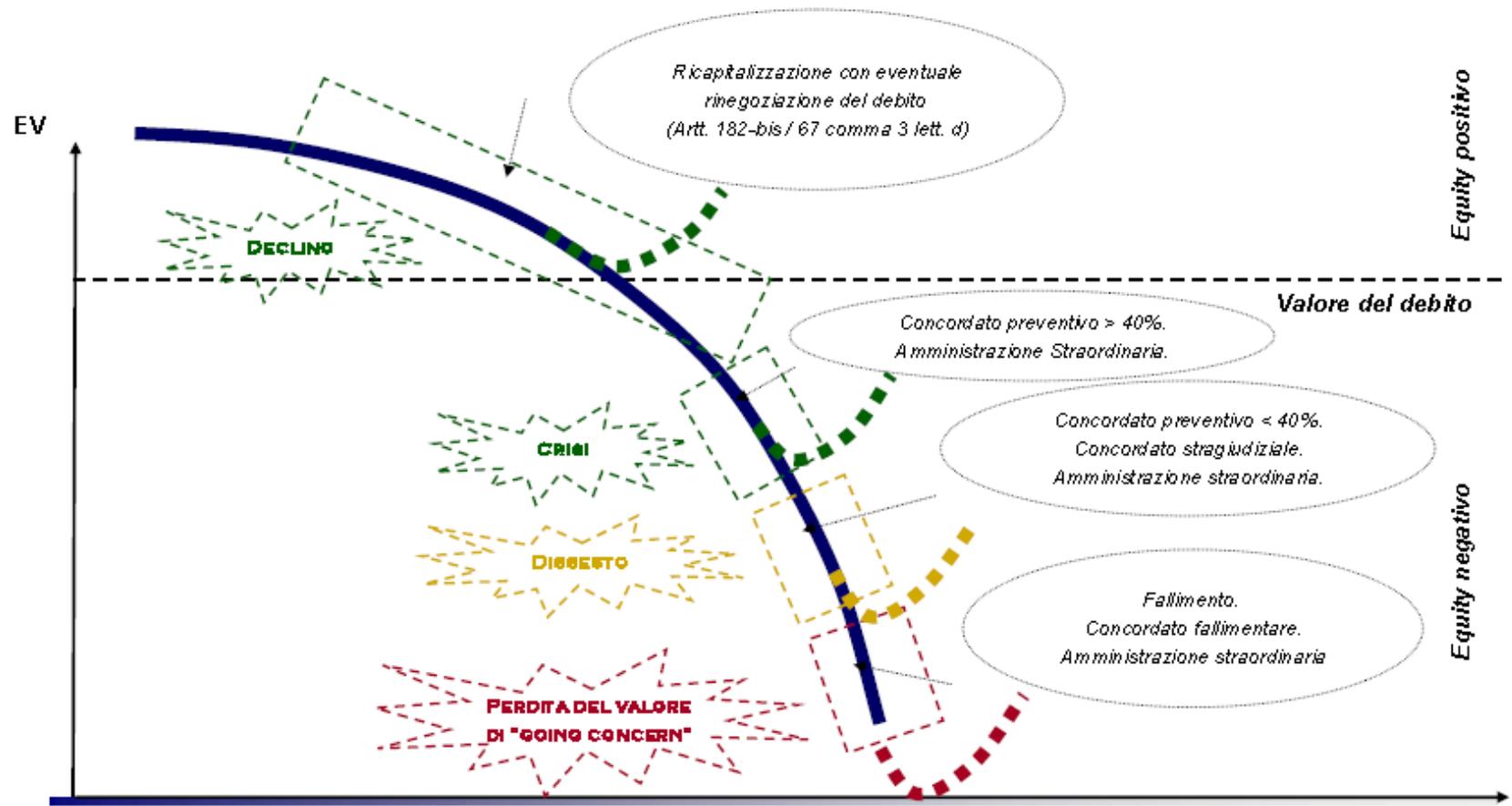
- apportando esperienza clinica, utile a costruire fattibili progetti di riorganizzazione;*
- apportando capacità negoziali e finanziarie;*
- riducendo i tempi e quindi i costi di transazione della crisi;*
- fornendo il capitale necessario alla realizzazione dei piani di rilancio;*
- rafforzando la struttura manageriale con l'inserimento di turnaround manager di consolidata esperienza e credibilità;*
- agendo sulle società partecipate con un approccio "hands-on";*
- riportando fiducia ed entusiasmo nel sistema azienda.*

Tipologia di investimento (1/7)

A	ARBITRAGGI DI VALORE
B	RISTRUTTURAZIONI FINANZIARIE
C	TURNAROUND OPERATIVI

- Non vengono solitamente presi in considerazione turnaround operativi basati su ipotesi di forte crescita dei ricavi ("top line bets").*
- Società con fatturato superiore a 30 milioni di Euro.*
- Imprese operanti in qualunque settore in Italia.*
- Solo partecipazioni di controllo.*

Tecniche di investimento



Ricapitalizzazione

- ❑ *È in teoria possibile se attuata in tempo utile, in realtà risulta di difficile realizzazione. L'imprenditore, infatti, ha una percezione del valore dell'azienda distorta e “gonfiata” e ritarda l'ingresso di terzi nel capitale fino a quando il patrimonio netto della società diventa negativo.*
- ❑ *Intervenire in una situazione nella quale anche dopo la ristrutturazione permane troppo debito significa distruggere valore per gli investitori.*



Piano attestato (art. 67 comma 3 lett. D)

- Il "piano attestato" consiste in un piano di ristrutturazione redatto da un advisor finanziario e certificato da una società di revisione.*
- Consente di porre al riparo dal rischio di azione revocatoria tutti gli atti di ordinaria e straordinaria amministrazione posti in essere in applicazione del piano.*
- Non presuppone la negoziazione con i creditori.*
- Può essere portato a conoscenza del Tribunale e dei creditori anche solo in caso di insuccesso (ovvero di fallimento).*
- E' uno strumento molto opaco, ad oggi poco utilizzato, e dalla giurisprudenza incerta.*

Accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 Bis)

- Evitano il rischio di un'azione revocatoria nei confronti dei creditori aderenti.*
- Non sono impegnativi per i creditori non coinvolti.*
- Garantiscono un prezzo di acquisto certo.*
- Permettono all'investitore di intervenire anche quando il patrimonio netto della società è negativo.*
- Sono attuabili con rapidità poiché si svolgono al di fuori di procedure concorsuali.*
- Comportano rischi connessi alle ancora incerte interpretazioni della legge.*
- Comportano rigidità nell'attuazione del piano di risanamento.*

Concordato Preventivo e affitto d'azienda

- ❑ *Eliminato il limite minimo di soddisfacimento dei creditori chirografari (40%).*
- ❑ *Risulta molto interessante per gli investitori consentendo:*
 - *un acquisto protetto nell'alveo di una procedura gestita dal Tribunale;*
 - *la costruzione di strutture finanziarie ottimali;*
 - *la ristrutturazione dell'organico.*
- ❑ *Comporta il rischio che in caso di fallimento della società il curatore non subentri nel contratto d'affitto;*
- ❑ *L'investitore corre il rischio di essere superato da una migliore offerta alla fine del periodo d'affitto, se non è stato sottoscritto un preliminare di vendita.*

Concordato stragiudiziale e affitto d'azienda

- Implica un prezzo di acquisto incerto (spesso rivisto al rialzo per permettere la liquidazione in "bonis").*
- In genere gli "stralci" sono ottenibili solo da una parte dei creditori (rischio di "free riding").*
- Rimane un rischio di fallimento nella gestione dei piccoli fornitori.*
- Il liquidatore deve assumersi dei rischi nella gestione "differenziata" dei creditori.*
- L'investitore corre il rischio che in caso di fallimento della società il curatore non subentri nel contratto d'affitto.*
- L'investitore corre il rischio di essere superato da una migliore offerta alla fine del periodo d'affitto, se non è stato sottoscritto un preliminare di vendita.*

Amministrazione Straordinaria

- Evita la negoziazione con l'imprenditore.*
- Cruciale l'"imprenditorialità" dell'Amministratore Straordinario per la conservazione dell'avviamento aziendale.*
- Permette l'acquisto del business senza passività.*
- Comporta procedure formali per la cessione e limita fortemente la flessibilità negoziale.*



Fallimento

- Spesso porta alla cessazione della continuità aziendale e comunque ad una riduzione notevole del valore dei beni intangibili dell'azienda.*
- Assume le caratteristiche di un'asta (limitatissima flessibilità negoziale).*
- Dà certezza sulla titolarità del venditore, ma non consente di ottenere altre garanzie.*

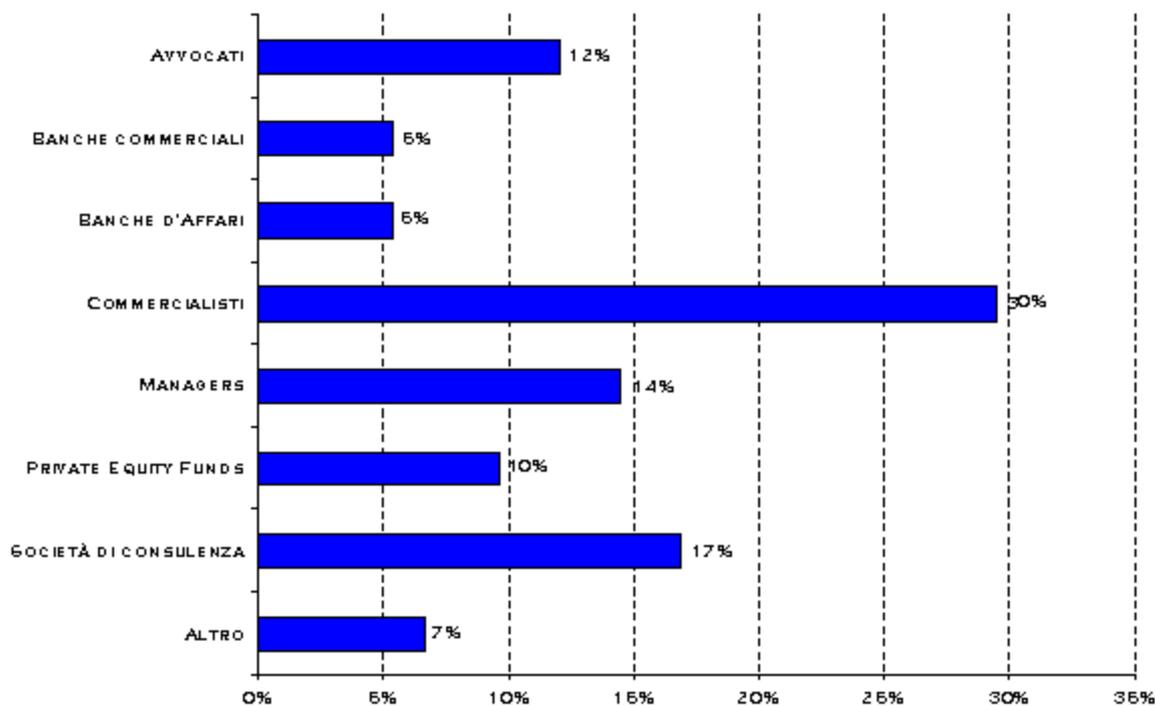
Concordato fallimentare

- Spesso porta alla cessazione della continuità aziendale e comunque ad una riduzione notevole del valore dei beni intangibili dell'azienda.*
- La proposta ai creditori può essere presentata da chiunque ne abbia interesse (creditore o terzo) senza l'accordo con l'imprenditore;*



Il contatto tra l'impresa in crisi e l'investitore

FONTE DELLE OPPORTUNITA' DI INVESTIMENTO



Il ruolo fondamentale dei professionisti

- ❑ *Nel private equity spesso si dice che “la bontà di una opportunità di investimento non è direttamente proporzionale alla professionalità della fonte da cui proviene”; nelle operazioni in situazioni di crisi questa relazione NON VALE!*
- ❑ *I professionisti che supportano l'impresa in crisi sono spesso determinanti per la sua positiva risoluzione; essi possono infatti:*
 - *aiutare l'imprenditore a capire in modo tempestivo la gravità della situazione di crisi;*
 - *sconsigliare all'imprenditore di assumere decisioni “pericolose” che rendono poi più difficile l'intervento di un investitore;*
 - *consigliare all'imprenditore di assumere decisioni che portino alla ristrutturazione rapida, radicale e duratura della società, evitando palliativi temporanei che aumentano i costi della crisi e sviscono ulteriormente il valore aziendale;*
 - *trovare l'interlocutore finanziario adatto, capace di capire e disposto ad investire in situazioni di crisi;*
 - *mediare l'atteggiamento passionale dell'imprenditore con quello razionale dell'investitore.*

Investire con successo in Situazioni Speciali (1/2)

Gli elementi chiave per investire con successo in Situazioni Speciali sono:

- individuare “buone società con brutti bilanci”;*
- accertarsi di trattare con venditori “motivati”;*
- effettuare una corretta valutazione corrente e prospettica della società;*
- identificare potenziali controparti per la vendita una volta risanata la società;*
- comprendere pienamente gli aspetti di rischio connessi all'operazione (di settore, finanziari, legali, organizzativi e sindacali, ambientali, etc.);*
- mantenere elevati standard di due diligence e contrattualistica;*
- saper gestire la complessità legale;*
- scegliere il timing giusto per investire (evitare l'errore di venire coinvolti troppo presto o quello di intervenire in aziende in stato di crisi ormai irreversibile);*
- impostare una corretta struttura finanziaria che minimizzi il capitale messo “a rischio” immediatamente (per ridurre il rischio e per aumentare l'IRR);*

Investire con successo in Situazioni Speciali (2/2)

- assicurarsi il controllo della società (necessario per dare rapidità ed efficacia al progetto di cambiamento);*
- pagare un prezzo adeguato al grado di rischio assunto;*
- una volta stabilita la strategia di azione, agire con la massima velocità;*
- saper gestire lunghe negoziazioni sindacali;*
- essere disposti a sostituire subito e completamente il management aziendale;*
- partecipare in modo deciso all'implementazione del piano di ristrutturazione a fianco del management.*



Data la complessità delle operazioni di investimento in Situazioni Speciali, solo investitori specializzati possono accumulare l'esperienza necessaria per operare con successo in questa nicchia di mercato.

Per quanto possano essere importanti le competenze operative e legali, i veri skills che sono determinanti nell'attività di investimento in Situazioni Speciali sono la capacità di individuazione del valore in situazioni complesse e la capacità di apprezzare il rischio e la tempistica connessa al percorso di valorizzazione.

Il mercato italiano delle società in crisi

Il mercato italiano delle società in crisi è caratterizzato da:

Scarsa presenza di investitori istituzionali:

- *esistono solo pochi fondi italiani dedicati alle società in crisi;*
- *i fondi tradizionali non hanno il mandato per realizzare investimenti in società in crisi e mancano dell'esperienza necessaria per valutarne e gestire i rischi;*
- *i fondi specializzati statunitensi fanno sporadiche apparizioni in Italia a caccia solo delle operazioni di maggiori dimensioni;*
- *le banche preferiscono evitare di avventurarsi in operazioni di ristrutturazione e si affidano di frequente alle procedure concorsuali.*

Apparente abbondanza di opportunità di investimento:

- *"good businesses with bad balance sheets", cioè di imprese valide dal punto di vista industriale con situazioni reddituali e/o patrimoniali sbilanciate;*
- *dimensione dei finanziamenti bancari in stato di sofferenza oggi quantomai rilevante.*
- *MA Difficoltà nel calibrare l'intervento (TIMING)*

Problemi degli Investimenti in Situazioni di Crisi

Numerosi problemi:

normativa fallimentare, nonostante la riforma non incentiva ancora la continuità aziendale (rischi troppo elevati)

mentalità "poco commerciale" delle banche difficile coordinamento di gruppi di banche lente nel decidere

negoziazioni con rappresentanze Sindacali

situazioni complicate o compromesse da operazioni dell'imprenditore in crisi

difficoltà nell'ottenere finanziamenti da parte di banche per investimenti in Situazioni di Crisi

lentezza generale del processo



Recuperare e rilanciare le aziende: le strategie step by step per il risanamento e la ristrutturazione aziendale.

Quando si parla di crisi delle imprese, si tende spesso a credere erroneamente che le cause siano ricercabili o nel prodotto obsoleto oppure nella generale crisi economica.

Ma raramente la crisi di un'impresa dipende da un solo fattore, spesso è infatti il risultato di una serie di concause che possono portare al dissesto economico e finanziario, ad uno stato di insolvenza o comunque prossimo al fallimento.



PERCEPIRE LA CRISI

La prima vera criticità è percepire lo stato di crisi in cui versa l'azienda e generare una profonda coscienza nel management e negli azionisti che la situazione necessita di un cambiamento radicale.

In tale contesto è fondamentale per l'azienda avere un sistema di controllo di gestione che permetta di valutare i parametri essenziali (Kpi) per monitorare le condizioni economico-finanziarie e distinguere i sintomi di una eventuale crisi, prima di tutto identificandone le cause interne ed esterne.



FASE 1: GESTIRE L'EMERGENZA.

La Fase 1, che si attua indicativamente durante i primi mesi di insediamento del turnaround management, prevede i seguenti step:

- Cambiamento del management(1 mese)
- Diagnosi e analisi (1 mese)
- Piano d'azione (1 mese)
- Gestire l'emergenza (2-3 mesi)



Cambiamento del management. La prima fase del turnaround è anche la più difficile da avviare e, nel caso in cui gli azionisti decidano di cambiare il management, occorre trovare la persona giusta. Un manager esterno che goda di buona reputazione, può valutare i problemi con maggiore obiettività, non ha legami con gli altri collaboratori dell'impresa e, di conseguenza, può adottare con minore difficoltà misure anche drastiche per risanare la situazione.



Diagnosi e analisi. Chi ha la responsabilità del turnaround raccoglie i dati disponibili, individua le cause della crisi, formula una diagnosi e traccia un piano d'azione i cui contenuti dipendono dalla gravità della situazione, ma in genere prevede una fase di interventi di emergenza, una di ricerca della stabilità e una di ritorno allo sviluppo.



Piano d'azione. Il piano d'azione deve essere semplice, realistico, avere obiettivi misurabili e raggiungibili, deve essere rivisto frequentemente. Il problema più importante riguarda la liquidità e deve essere risolto tempestivamente.

Gestire l'emergenza. L'obiettivo a breve termine dell'impresa è limitare le uscite di cassa per conservare risorse finanziarie da utilizzare per scopi che possano rendere l'impresa più competitiva. In questa step il controllo del cash flow diventa il quadro di comando: occorre agire sui ricavi e sui costi da un lato e sulle attività di bilancio dall'altro.



FASE 2: STABILIZZARE LA SITUAZIONE

La Fase 2 si suddivide in due periodi, il primo riguarda l'attuazione del processo di turnaround nel breve termine, il secondo è relativo al cambiamento strategico e prevede un tempo maggiore:

- Stabilizzare la situazione (gestione degli stakeholder e ristrutturazione del debito) (3-6 mesi).
- Cambiamento strategico per il rilancio e piano industriale. (1 anno)

Questa è la fase in cui il turnaround, avendo dato i primi risultati, ha garantito la salvezza dell'impresa; il primo step di questa fase è quindi porre le basi per un solido recupero. Mentre nella fase precedente il cash flow era il problema principale, ora torna ad esserlo il conto economico.

FASE 2: STABILIZZARE LA SITUAZIONE

Stabilizzare la situazione. Il management comincia a pensare a nuove posizioni di mercato, a segmenti e nicchie che promettano redditività e sviluppo. In questa fase sono fondamentali le strategie di marketing e il riposizionamento del business. Possono essere necessarie azioni di abbandono di prodotti in perdita, acquisizioni, diversificazioni del business, aumento di capitale. La ristrutturazione del debito è uno step fondamentale per ridurre il peso degli oneri finanziari e per ridurre la pressione sul conto economico. Per la copertura del deficit ci si rivolge anzitutto agli stakeholder finanziari che hanno già finanziato l'azienda chiedendo una rinegoziazione o un rinnovo dei prestiti e dei finanziamenti. Ciò avviene attraverso la negoziazione con i debitori (accordi in bonis) o le procedure stragiudiziali (ex art. 67) e giudiziali (art. 182 o concordati) già avviati nella fase precedente.



FASE 3: RITORNO ALLO SVILUPPO

La Fase 3, il cui obiettivo è raggiungerla indicativamente entro 3 anni, prevede il rilancio dell'azienda.

In quest'ultima fase, il primo obiettivo dell'impresa è lo sviluppo di lungo termine, cioè posizionare l'impresa per gli anni successivi.

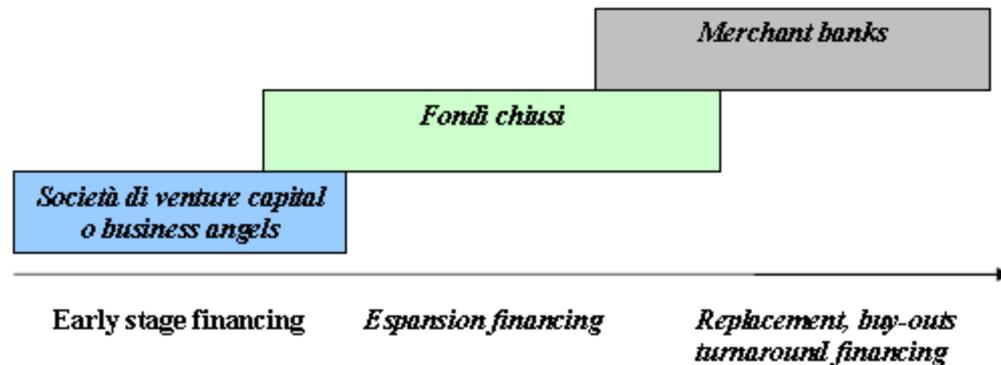
Di conseguenza si procede effettuando le analisi che precedono ogni nuovo piano strategico: l'analisi interna (risorse finanziarie, gestione operativa, marketing, risorse umane) e analisi esterna (minacce e opportunità).

AGENDA

- ✓ La visione d'assieme
- ✓ L'impresa tra la scelta di finanziamenti bancari e finanziamenti alternativi. Necessita' o moda?
- ✓ Il Capitale di Rischio dei Fondi di private equity come alternativa al debito.
- ✓ Banche al "passato" e Fondi al "futuro"? Il paradigma della specializzazione nelle aree di monopolio dei fondi: Start Up e Distressed Asset.
- ✓ Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

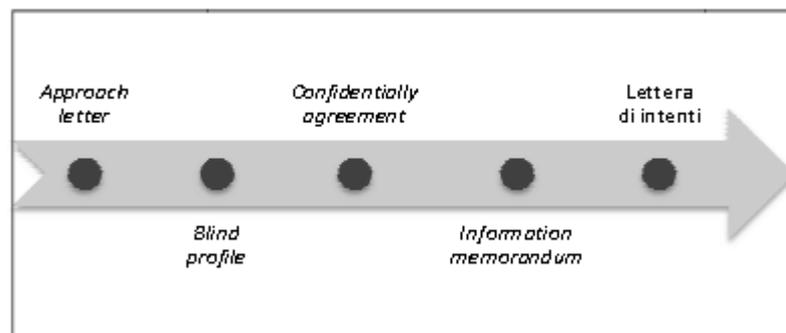
Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

Ciclo di vita del finanziamento aziendale



Contributi degli operatori di private equity nell'attività delle imprese partecipate

Servizi % sul campione	%
Consulenza finanziaria	84%
Consulenza strategica	81%
Miglioramento del rapporto con altri finanziatori (es. banche)	76%
Maggiori possibilità di accesso al mercato di borsa	70%
Operazioni all'estero	67%
Gestione risorse umane	41%
Miglioramento dell'accesso a fornitori/distributori	27%
Consulenza sul marketing	26%
Consulenza su aspetti tecnico-produttivi	11%



Il candidato ideale per un'operazione di *expansion* è un'impresa ad alto potenziale di crescita, guidata da un imprenditore ambizioso ma affidabile. Molto spesso, le opportunità per operazioni di questo genere derivano da rapporti pregressi con l'imprenditore o il *management*, in cui si è generato quel meccanismo di fiducia collaborativa di cui si è detto precedentemente. Per gli investimenti di *expansion*, i potenziali di crescita derivano spesso da opzioni reali, quali:

- possibilità di internazionalizzazione;
- tecnologie o prodotti innovativi;
- possibilità di crescita esterna;
- opportunità di miglioramenti operativi.

Elementi positivi	Elementi negativi
Sostenibilità finanziaria	Scarsa credibilità dell'idea
Coerenza	Difficoltà di implementazione
Attendibilità	Scarsa redditività prospettica
Realizzabilità	Tempistica
Compatibilità	Scarsa dinamica
Confrontabilità	Assenza nell'idea di un vantaggio competitivo
Analisi di sensibilità	

Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

L'attività dei fondi chiusi è collocabile nel mezzo di una catena immaginaria del finanziamento del capitale di rischio, ai cui estremi sono situate, da un lato le società di *venture capital* o *business angels* e, dall'altro, le *merchant banks* interessate alle esigenze del capitale di grandi imprese. La coesistenza di questi intermediari finanziari rappresenta una condizione indispensabile per lo sviluppo di moderni mercati finanziari. Da qui vediamo come queste istituzioni siano a servizio dell'economia reale nell'aiuto finanziario, e non solo, che viene apportato da professionisti ad imprenditori che necessitano del loro *know-how*. Qui la finanza diventa motore di sviluppo delle aziende e di crescita del territorio e non è più fine a se stessa, abbiamo visto come un'azienda possa essere sostenuta dall'inizio alla sua crescita definitiva attraverso la quotazione in mercati azionari ed in questo percorso i fondi chiusi svolgono una funzione molto importante giocando la parte di sostegno e portando l'azienda al famoso stato di maturità raggiungibile solo quando la società ha consolidato il suo *business* e può vantare una clientela tale da poter fare piani di sviluppo nel lungo periodo.

Oggi il ruolo dei *private equity* diventa ancora più importante lì dove ci imbattiamo in imprese che, pur in presenza di fondamentali ottimi, si trovano in difficoltà in quanto la banca non concede finanziamenti oppure, nel caso di aziende che operano con lo Stato o con enti statali, non possono riscuotere i loro crediti nei tempi stabiliti a causa della burocrazia del creditore. A questo punto l'intervento di un fondo chiuso può ripristinare il normale funzionamento e fare da volano per un successivo sviluppo stimolato anche dell'apporto di conoscenze ed esperienze garantito dai nuovi *managers*.

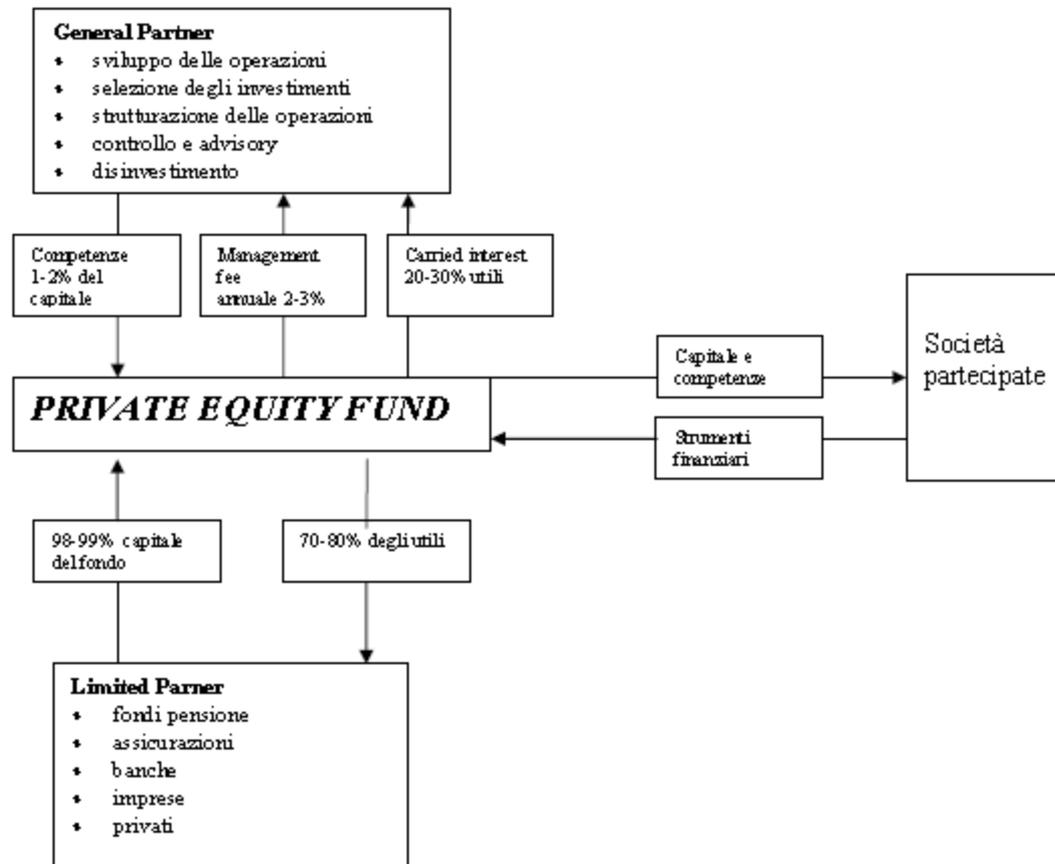
Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

Tra gli investitori si trovano tutti i soggetti che, sulla base della loro capacità finanziaria, possono sottoscrivere il fondo come ad esempio fondi pensione, banche e società di assicurazione. Normalmente le operazioni vengono finanziate con una parte di capitale e quattro parti di finanziamento; in questo caso i prestiti vengono raccolti presso banche e altre istituzioni finanziarie specializzate in questo genere di operazioni. I fondi di PE normalmente prendono una quota di controllo nel capitale delle singole iniziative con una parte offerta anche ai *managers*, che successivamente provvedono a vendere (in genere entro pochi anni) ad altre imprese, altre società di PE, oppure a piccoli investitori attraverso la quotazione in borsa e la conseguente suddivisione del capitale in piccole quote.

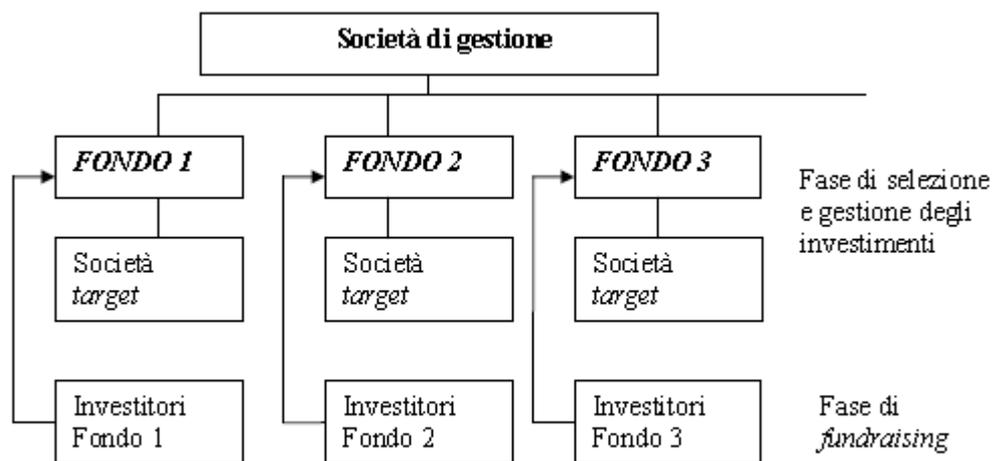
I gp possono generare guadagni a favore della loro società in due modi: attraverso l'addebito sul fondo di commissioni periodiche a titolo di commissioni di gestione o di altre commissioni sul capitale che gestiscono come ad esempio i *carried interest* (una forma di profitto riconosciuta al gestore quando vengono raggiunti determinati obiettivi di redditività d tutto il fondo). In generale, dopo che il fondo ha restituito agli investitori il capitale investito inizialmente, i profitti vengono divisi in modo che 80% vada ai lp ed il 20% al gp. Tale ripartizione dovuta proprio alle commissioni di *performance* prelevate dal fondo a favore del gestore nella misura del 20% dei profitti come sopra già anticipato.

I *managers* di questi fondi vengono trasformati in azionisti delle imprese acquisite. In questo modo, oltre a guadagnare di più (essi non devono rendere pubblici i loro compensi) sono incentivati al fine di ottimizzare la gestione dell'impresa.

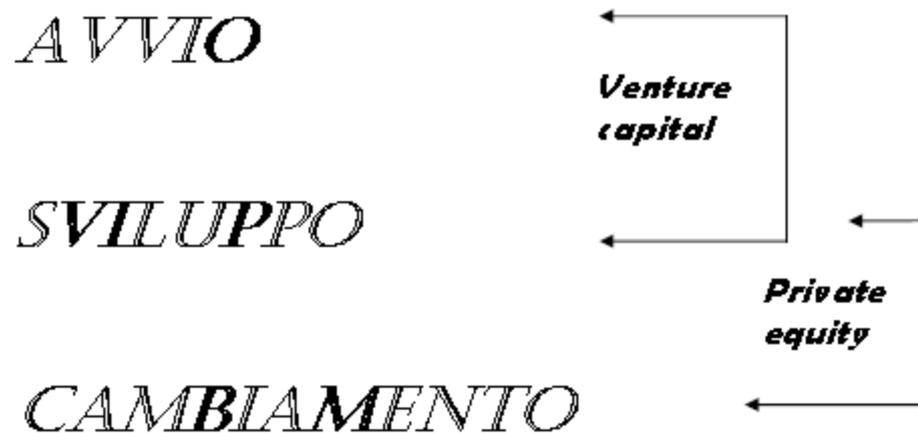
Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

Investitori

- ♦ *Investitori istituzionali*
 - Fondi pensione
 - Fondazioni
- ♦ *Investitori specializzati*
 - Banche
 - Società di gestione di Fondi
- ♦ *Investitori privati*
 - Business Angel

Intermediari

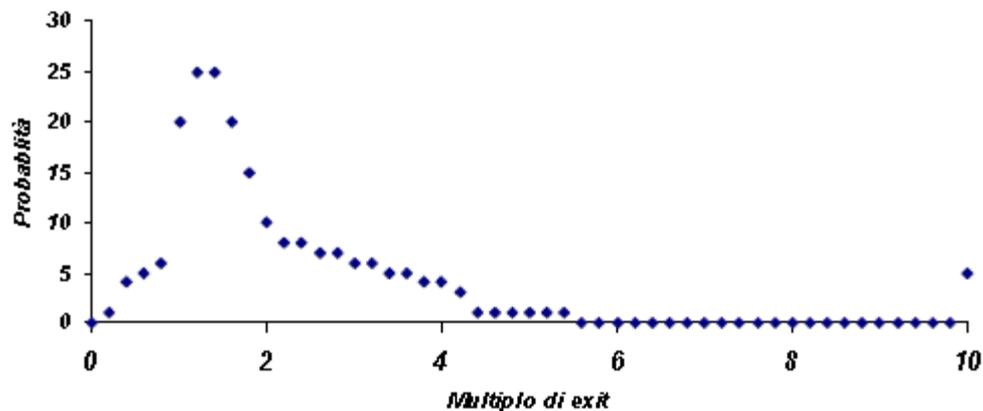
- ♦ *Società di gestione (SGR)*
 - Fondi chiusi
 - Sicav
- ♦ *Partnership fund*
- ♦ *Banche*
- ♦ *Società finanziarie specializzate*
- ♦ *Imprese (Corporate Venture Capital)*

Emittenti

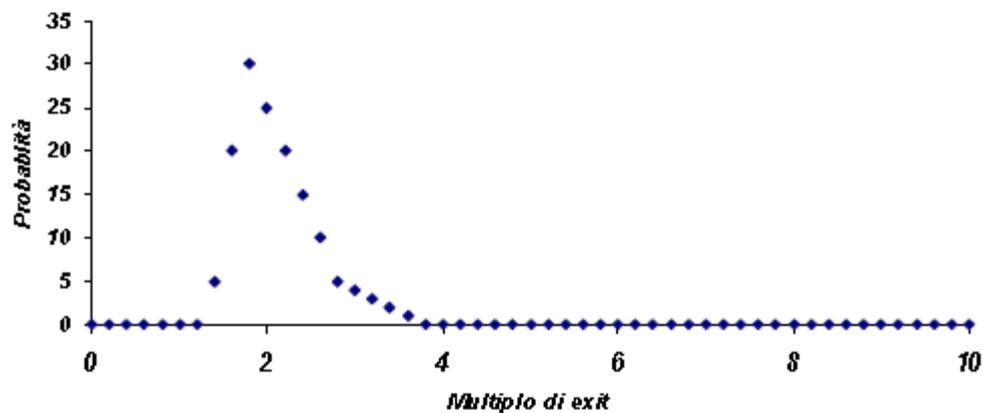
- ♦ *Società start-up (seed, early growth)*
- ♦ *Società in rapida espansione (expansion)*
- ♦ *Società di riassetto proprietario (LBO)*
- ♦ *Società in ristrutturazione*

Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese

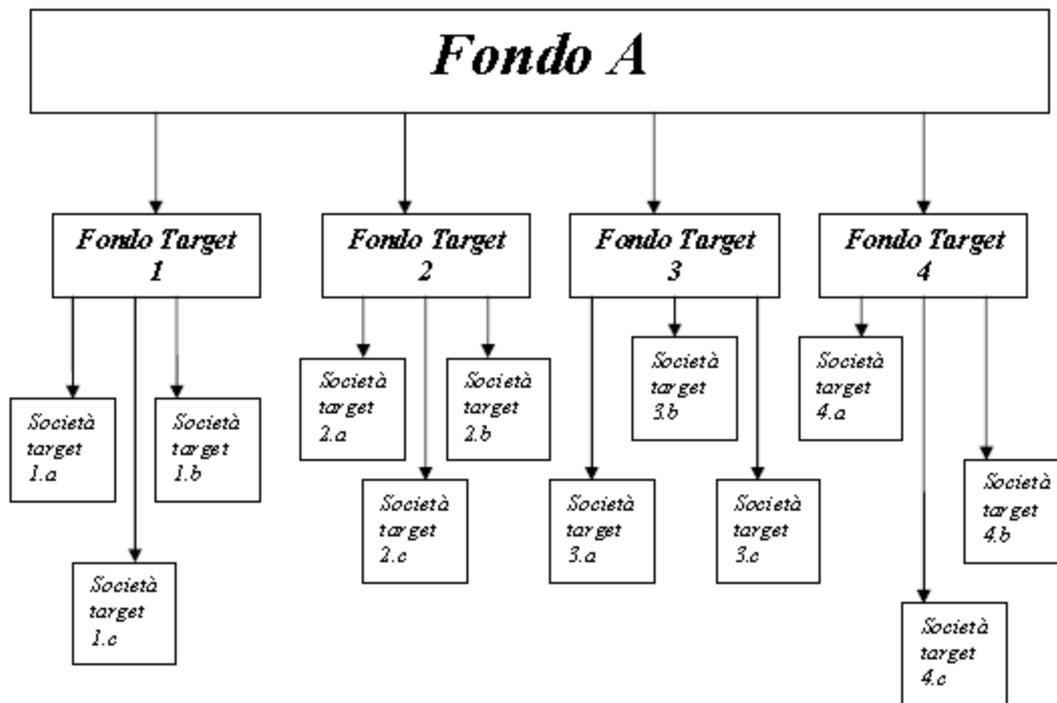
Investimento con fondi di private equity



Investimento con fondi di fondi



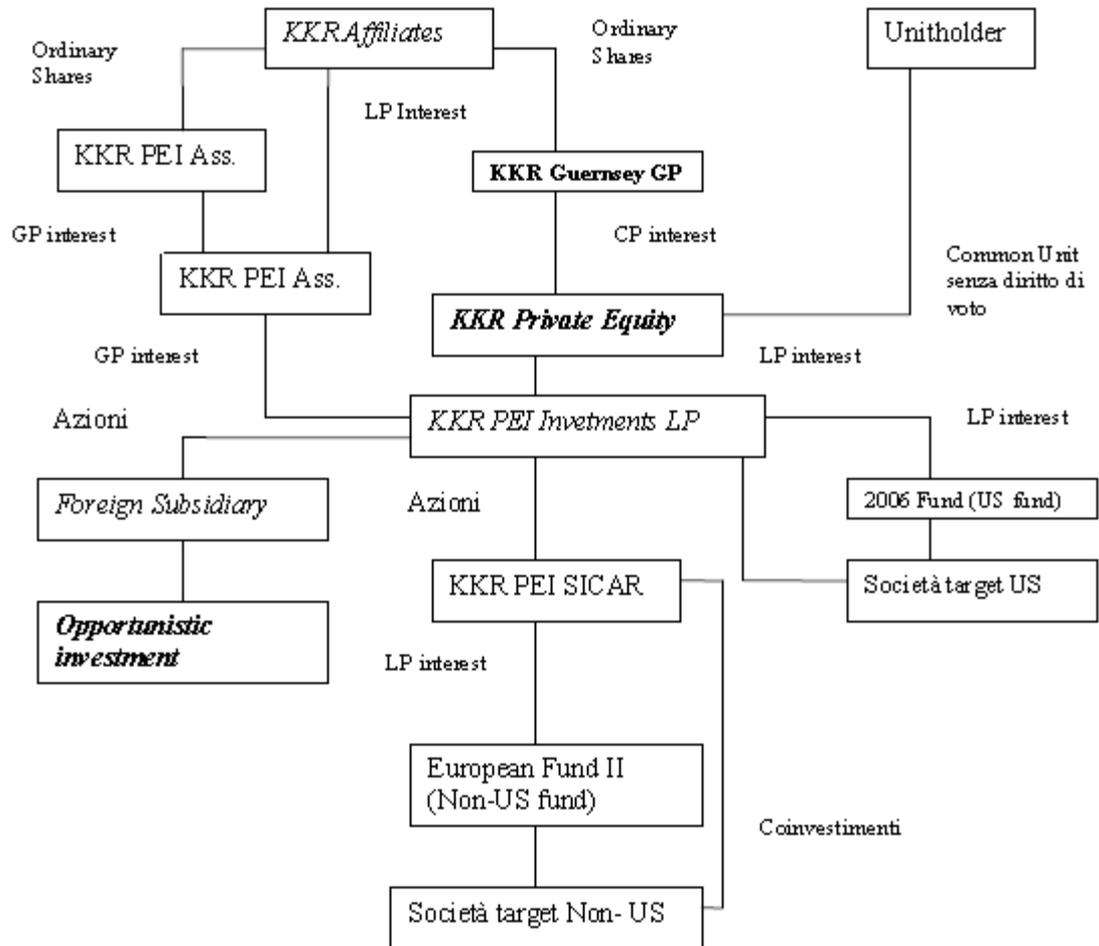
Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

Un caso particolare merita di essere menzionato ed è quello delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC); la formula si basa su un'entità giuridica che nasce con lo scopo ristretto di finanziare acquisizioni, in genere con una definizione settoriale e definita temporalmente degli interventi utilizzando, allo scopo, i capitali raccolti attraverso una IPO di azioni ordinarie. Si tratta di una struttura che rappresenta l'equivalente di un normale fondo di *private equity* dedicato ai *buyout*. I soggetti che operano nel *private equity* si sono sempre più avvicinati a questa formula per sfruttarne il potenziale soprattutto in termini di allargamento dello spazio di raccolta degli impegni. Allo stesso tempo le banche di investimento hanno allargato il loro interesse nelle SPAC sia nel ruolo di investitore sia attraverso il ruolo diretto di *sponsor* di nuove iniziative. In questo modo le banche hanno agito da leva nell'allargare ulteriormente una linea di sviluppo strategico basata su un coinvolgimento sempre più esteso nell'attività di *private equity*

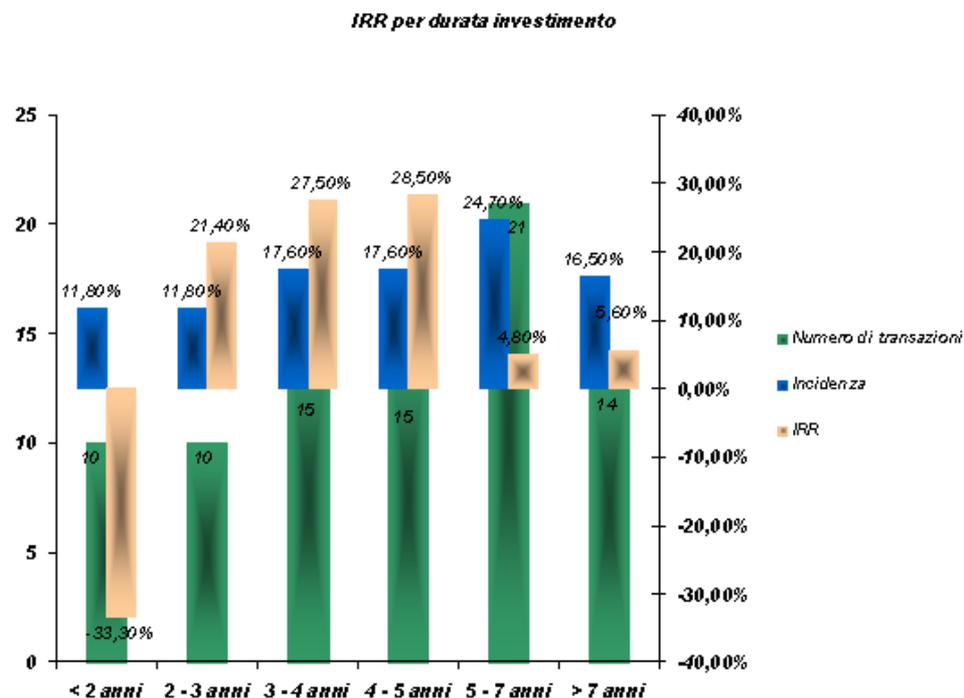
Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

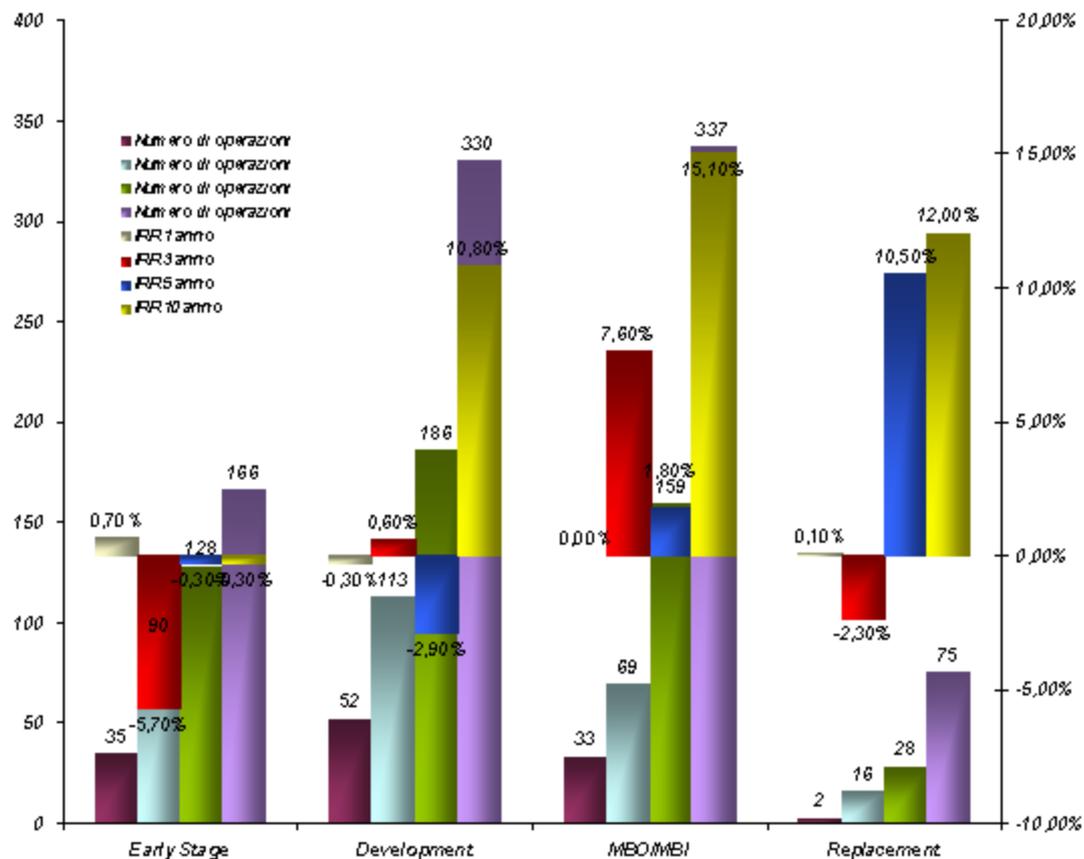
Gli operatori attivi nel mercato vengono suddivisi in diverse categorie professionali sulla base della modalità attraverso cui viene realizzata l'attività di investimento, di seguito le categorie individuate:

- SGR generaliste ed *investment companies*;
- Fondi *pan-europe*;
- Operatori regionali/pubbllici;
- Banche italiane;
- Operatori specializzati nell'*early stage*



Il possibile rapporto tra le banche ed i fondi a sostegno delle Piccole e medie imprese italiane.

Andamento IRR per tipologia operazione





**sede italiana :
Piazza San Bernardo, 101 – Roma 00185**

**sede estera:
20 Broadwick Street – London, W1F 8HT**

www.igiinvestimenti.com

