

# Lo spauracchio del socio di capitale

## Quotazione in Borsa e private equity non rientrano nel patrimonio genetico delle Pmi

**N**el paradiso europeo del capitalismo familiare, dopo aver risolto faticosamente il problema della successione se ne pone immediatamente un altro: come finanziare la crescita, organica e non? Se il primo problema è stato superato con un classico passaggio generazionale, dove saranno i figli o altri eredi dei fondatori a continuare l'impresa, il salto di mentalità richiesto gira attorno all'eterno dilemma dell'aprire o meno le porte della propria azienda a un partner esterno. Oppure se andare a trovare le risorse necessarie sui mercati finanziari. In entrambi i casi - ingresso di un fondo di private equity o quotazione in Borsa - siamo di fronte a opzioni che non rientrano nel patrimonio genetico delle nostre Pmi. Sembrano anzi mondi antinomici rispetto all'italica tradizione manifatturiera, fatta di eccellenze, certo, ma pure costellata di gelosie e conservatorismi: «Un capitalismo che a volte - dice Luca Peyrano, responsabile del primary market di Borsa Italiana - tende a concentrarsi più sul controllo che sulla crescita».

In base alla capitalizzazione di mercato, la nostra industria rappresenterebbe il 35% del Pil contro una media Ue del 60-70%, davvero un paradosso per la seconda economia manifatturiera d'Europa e una delle "top five" al mondo. Dentro questa cornice macro ci sta tutta la riluttanza della piccola, ma spesso anche della media impresa, ad aprirsi. La famiglia che l'ha generata, decretandone fortune e onori, potrebbe in casi estremi diventare la causa della mancata crescita: «Bisogna essere abbastanza lungimiranti e intelligenti per capire che cedere una parte della propria sovranità non è la fine del mondo. Meglio avere il 30% di un'azienda in forte espansione, magari di

medie dimensioni, che il 51% di una piccola impresa senza grandi sbocchi sui mercati esteri», sostiene il gestore di un fondo.

È altrettanto vero, però, e i postumi della crisi l'hanno abbondantemente dimostrato, che le nostre Pmi manifatturiere e le famiglie che le controllano sono votate al lungo termine, alla stabilità, a un'attenzione e a una valorizzazione del capitale umano non sempre riscontrabili in realtà legate a pratiche di finanziamento e/o di partecipazione più affini alla cultura anglosassone. In questo l'Italia assomiglia molto alla Germania, dove qualche anno fa, era il 2005, la diatriba tra capitalismo familiare e private equity assunse una dimensione politica. L'allora segretario della Spd e braccio destro del cancelliere Gerhard Schröder, l'arcigno Franz Müntefering, definì "locuste" alcuni fondi iperattivi sul mercato nazionale. Ciò non ha impedito all'industria tedesca di avere un peso maggiore della nostra in termini di capitalizzazione di Borsa, oggi al 50% del Prodotto interno lordo, e di dare ossigeno finanziario a molti "campioni nascosti" dell'export mondiale.

Le risorse di private equity impegnate in aziende italiane sono passate in dieci anni da 580 milioni di euro a 5,8 miliardi per un totale di 847 operazioni, in maggior parte Lbo, quindi con ricorso alla leva finanziaria. Di queste, le operazioni di expansion, vale a dire prese di partecipazione in genere di minoranza, attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale o di un prestito obbligazionario convertibile, erano 276 a fine 2010, poco più di un quarto del totale. Segno che i due mondi hanno cominciato a parlarsi, anche se non sempre con la stessa lingua.

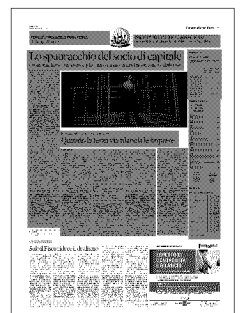
**A.Ger.**

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## PERCHÉ L'INDUSTRIA NON CRESCE

### 3 | La fragilità finanziaria

**Progressi.** Negli ultimi dieci anni le operazioni dei fondi nelle aziende sono passate da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro



Il nuovo strumento. Oltre familismo e finanziarizzazione

# Quando la terza via rilancia le imprese

di Attilio Geroni

«**B**ene, fantastico. Adesso però mi dite dove sta la fregatura». Alessia Zanelli, 35 anni, amministratore delegato di Comecer, leader mondiale nella medicina nucleare, Pmi ad alto potenziale di crescita e innovazione con sede nel Ravennate, in realtà ha usato una terminologia più colorita, da romagnola simpatica e viscerale quale è. Lo ha fatto per rendere al meglio quel misto di incredulità ed entusiasmo che l'ha presa quando il Fondo italiano d'investimento le ha prospettato i termini dell'accordo per l'ingresso nel capitale della sua azienda, fondata dal padre Carlo, oggi presidente onorario, negli anni 70.

Un fatturato di 32 milioni di euro, per l'80% generato dall'export, 180 dipendenti e una nicchia di mercato dove i player non sono molti. Un target ideale per il private equity. E infatti, prima ancora che il Fondo voluto dal ministero dell'Economia diventasse una realtà operativa, era già in discussione con un partner potenziale: «La mentalità era troppo finanziaria, lontana dalla nostra logica, che resta ancorata a una sana e solida base industriale. Volevano ottimizzare, poi ancora ottimizzare per rivendere a breve. A noi questo approccio non piaceva».

Comecer aveva comunque già intrapreso un percorso di rinnovamento attraverso l'adozione di una struttura di comando più manageriale, con un direttore finanziario e uno operativo, sull'onda di una forte crescita: «In questi ultimi anni ci siamo staccati abbastanza rapidamente dal modello di una classica azienda padronale dove io, come addetta alle vendite, passavo più tempo in aereo che al quartier generale», racconta Alessia Zanelli. Il Fondo italiano è entrato nel marzo scorso, contestualmente a un aumento di capitale: 7,5 milioni di euro, pari a una quota in Comecer di circa il 30 per cento. Una risorsa preziosa per chi, come l'azienda di Castel Bo-

lognese, due filiali commerciali e di assistenza post vendita all'estero (Mumbai e Miami), vuole crescere anche attraverso acquisizioni e ha individuato un paio di target potenziali per consolidare la sua leadership nei sistemi di gestione, elaborazione, dosaggio e disposizione dei radio-farmaci.

Una bella storia, *too good to be true* secondo lo stupore iniziale di Alessia Zanelli, che mostra una "terza via" tra la riluttanza fisiologica del nostro familismo imprenditoriale e l'approccio forse troppo anglosassone del private equity più classico. Il Fondo italiano d'investimento - partecipato dalle grandi banche, dal ministero dell'Economia, dalla Cassa depositi e prestiti e da Confindustria - è anche uno strumento di dialogo e mediazione

## IL CASO

**Il Fondo italiano d'investimento ha consentito alla Comecer di Ravenna di rafforzare la leadership nel suo settore, la gestione dei radiofarmaci**

tra due mondi che continuano a guardarsi con una certa diffidenza. Di investimenti diretti come quello di Comecer, finora ne ha compiuti quattro, mentre a fine aprile ha siglato accordi per investire 65 milioni di euro in tre fondi attivi sul segmento delle Pmi italiane. È un buon inizio, in linea - sostengono gli esperti di settore - con i tempi e i ritmi del mercato del private equity. La struttura è diventata operativa nel novembre scorso, data in cui il personale contava l'amministratore delegato Gabriele Cappellini e una segretaria. Oggi sono una trentina, numero "legale" necessario per venire incontro a una domanda crescente ed estremamente diversificata. E che lo stesso Cappellini qualche mese fa, a un convegno sulla finanza organizzato da Confindu-

stria Verona, spiegando agli imprenditori che cosa non fa il Fondo, aveva sintetizzato così: «Ho ricevuto richieste d'intervento legate all'alluvione, chiaramente non esaudibili. Non facciamo start-up, non entriamo in aziende in crisi, non facciamo attività finanziarie e immobiliari».

Resta, profondo, il gap culturale tra quello che la finanza, anche nel caso del Fondo italiano, a forte componente pubblica e istituzionale, può offrire, e quello che le aziende si aspettano di trovare. La stessa distanza separa le Pmi dalla Borsa, perché la loro struttura finanziaria, come osserva Luca Peyrano, è essenzialmente bancocentrica, con un indebitamento superiore alle media europee: «Ma gli investimenti più rischiosi, quelli legati a percorsi di crescita, si fanno con l'equity e non col debito», dice il responsabile primary market di Borsa Italiana.

Risultato: nei nostri listini le piccole e medie aziende sono meno di 300 (nei due segmenti non regolamentati destinati alle small-cap, l'Aim e il Mac, sono solo 19). Qualcuno cita il problema dei costi legati alla quotazione, come deterrente al grande passo verso il mercato, ma Peyrano ritiene che tali costi siano gli stessi per le più importanti piazze finanziarie europee. Solo che a Francoforte ci sono 931 Pmi e a Parigi 765, per non parlare delle circa 3mila a Londra. Borsa italiana ha istituito in autunno un advisory board, cui partecipano rappresentanti del mondo imprenditoriale e della finanza, per elaborare una nuova strategia d'offerta con l'obiettivo di raggiungere nel medio termine una massa critica di 450-500 Pmi quotate.

«Un aspetto che ancora limita la diffusione del Private Equity in Italia è la forte sovrapposizione, nelle aziende familiari italiane, tra la sfera privata e quella aziendale», spiega Jonathan Donadonibus, docente alla Liuc di Castellanza e coordinatore del Private Equity Monitor. La personalizzazione è fortissima e questo spesso crea inevitabili conflitti con gli

uomini dei fondi, solitamente manager "duri e puri". Ma c'è dell'altro, che attiene sostanzialmente alla natura stessa dei fondi. In dieci anni di monitoraggio, continua Donadonibus, «abbiamo assistito all'affermazione di un business model che è anglosassone e che non sempre ben si adatta alla realtà produttiva italiana». Il suggerimento, allora, è di creare fondi di private equity con una taglia dimensionale, e quindi di investimento per azienda, inferiore rispetto alla media attuale: «Evidentemente fondi da 350-500 milioni di euro sono troppo grandi per intercettare molte Pmi. Ridurre il taglio e mantenere un elevato numero di investimenti per spalmare il rischio potrebbe essere d'aiuto».

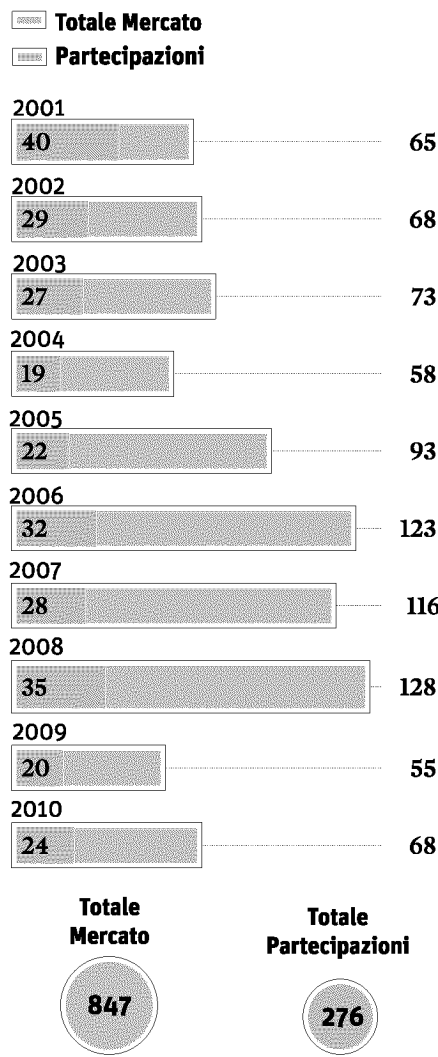
Secondo un imprenditore della meccanica lombarda, che vanta un'esperienza consolidata con il private equity, l'apertura del capitale deve essere legata a una strategia precisa: «Come sceglierlo? Se l'obiettivo è vendere per andare a vivere alle Bahamas, allora un fondo qualsiasi va bene. Ma se si vuole lavorare con l'obiettivo di finanziare la crescita dell'azienda, allora bisogna stare attenti: studiare la reputazione sul mercato, le operazioni già portate a termine e la coerenza del business plan. Un consiglio, di questi tempi, vale su tutti. Meglio l'ingresso attraverso ricapitalizzazione che il ricorso forsennato alla leva, come accadeva tra il 2005 e il 2006».

Alberto Livelli, amministratore delegato della Jobs di Piacenza, produttore di macchine e impianti automatizzati per fresatura, confida molto nel ruolo che il Fondo italiano d'investimento potrà avere come "grimaldello" d'apertura del capitale (e della mentalità) delle Pmi: «Non è un semplice fondo, ma uno strumento di politica economica in grado anche di favorire le aggregazioni tra i piccoli». Al Fondo, obiettivi cifrati sulle operazioni non ne danno, ma viste le richieste e il bisogno di crescita delle piccole e medie imprese, promettono: «Vogliamo farne tante».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## PARTECIPAZIONI DI FONDI

Periodo 2001-2010.



## Le operazioni

### IMPRESE E PRIVATE EQUITY

I risultati delle aziende con partecipazioni di fondi

	5-15 mln euro	15-30 mln euro	30-50 mln euro
Fatturato (mln euro)	7,6	20,3	37,7
Dipendenti	19	52,0	98,0
Ebitda (mln euro)	0,4	1,0	2,1
Ebitda (%)	4,8	4,8	5,4

## IN LOMBARDIA

Profilo delle operazioni 2001-2010

Quota acquisita	25%
Ammontare investito milioni di €	6,0
Tipologia	Family & Private
Settori	Prodotti per l'industria
Ricavi milioni di €	36,7
Numero dipendenti	132
Ebitda	13%
Valore Impresa	33,6

Fonte: Private Equity Monitor