

MERCATI E BUSINESS



MERCATO

## Si aprono nuovi spazi nel private equity

**Anno record per il settore degli investimenti. Ai classici canali si affiancano strumenti alternativi come spac, pir e minibond. E il ruolo dell'avvocato diventa decisivo per far dialogare le parti e combaciare gli interessi di tutti**

DI LUIGI DELL'OLIO

**D**a un lato cresce il numero degli imprenditori italiani disposti ad aprire il capitale delle proprie aziende per sostenerne i progetti di sviluppo, nella consapevolezza che le dimensioni possono risultare decisive nella competizione globale. Dall'altra ci sono fondi ricchi di liquidità e a caccia di asset class alternative, stanti le difficoltà raggiunte da una parte dall'azionario (reduce da una lunga corsa che ha portato i multipli al di sopra delle medie storiche), sia dell'obbligazionario (che offre rendimenti minimi e deve fare i conti con la prospettiva di un rialzo dei tassi che inevitabilmente penaliz-



zerà chi ha già in portafoglio i bond). Uno scenario che spiega la forte crescita registrata negli ultimi anni dal private equity, un settore divenuto di grande rilievo per gli studi legali d'affari che hanno saputo specializzarsi nel campo. Perché proprio gli avvocati svolgono un ruolo decisivo nel far dialogare le parti, che arrivano da approcci, linguaggi e prospettive differenti e necessitano quindi di una consulenza qualificata per cercare un punto d'incontro.

### I numeri del mercato

Secondo le rilevazioni dell'associazione di settore Aifi, nel corso del 2017 la raccolta sul mercato nel private equity e venture capital è stata di 6,23 miliardi di euro, vale a dire il 374% in più rispetto all'anno precedente. Buona parte dello scatto è dovuta al closing di alcuni grandi soggetti istituzionali, ma il dato complessivo è comunque sintomatico del clima che si respira sul mercato.

Lo scorso anno gli operatori che hanno svolto attività di fundraising sono stati 21, di cui 16 privati. Le fonti del-



**CLUB DEAL**  
Marco Franzini, partner di Eversheds Sutherland, segnala il potenziale dei club deal, come uno strumento funzionale all'investimento di nuovi soci capaci di portare capitali e capacità gestionali, organizzative e di business per le sfide dei mercati globali



**RINNOVABILI**  
«Gli ultimi due anni sono stati connotati da un forte interesse per il settore delle rinnovabili da parte dei fondi di investimento sia lato buyer, che seller», afferma Annamaria Pinzuti, counsel di Ashurst

## Un settore vivace

**B**onelliErede ha costituito un focus team interamente dedicato al private equity, costituito da professionisti (di cui nove partner) con competenze multidisciplinari, dalla attività di fund formation sia in Italia, che all'estero, alla strutturazione dell'assetto di gestione, dalla consulenza in materia di finanziamenti e sugli aspetti fiscali degli investimenti proposti all'assistenza nelle operazioni di fusione e acquisizione. «Il settore del private equity si mantiene vivace, anche sulla scia del positivo andamento del mercato italiano del m&a e della grande disponibilità di liquidità che è a sua volta guidato da un sentiment positivo sul nostro Paese (non inquinato per il momento dalle incertezze del quadro politico) e da un contesto macroeconomico favorevole», analizza **Umberto Nicodano**, partner dello studio e leader del focus team. Nei mesi scorsi BonelliErede ha seguito numerosi operatori del settore, come la statunitense Corsair Capital (che ha acquisito il gruppo produttore di software specializzati per il settore assicurativo Rgi), la cinese Hony Capital (che ha rilevato il 30% del capitale sociale di Duemmei, società controllante il brand di lusso Mr&Mrs Italy) e la francese Astorg Partners (protagonista dell'acquisizione di Surfaces Technological Abrasives). Quanto alle Spac, Nicodano sottolinea che spesso si pongono in concorrenza con i fondi di private equity su alcune delle più interessanti realtà industriali italiane.

la raccolta derivano per il 27% da investitori individuali e family office e per 17% da fondi di fondi privati. La provenienza domestica è pari al 95% rispetto a quella estera che si arresta al 5%. Numeri che per **Anna Gervasoni**, segretario generale di Aifi, stanno a dimostrare «il dinamismo del mer-

cato italiano, soprattutto se si considera la crescita delle operazioni che hanno visto coinvolte le aziende di medie dimensioni, cuore dell'imprenditoria italiana». Un'analisi condivisa da **Francesco Giordano**, partner di PwC Deal, che ha lavorato alla ricerca, il quale sottolinea in particolare l'interesse «dei player internazionali (sul fronte degli investimenti hanno pesato per il 63% del totale, ndr) per le eccellenze italiane che risultano sempre più appetibili nel contesto competitivo mondiale». Per Gervasoni, «la strada è giusta, ma servono ancora capitali per permettere una vera e propria ripresa».

La classifica per regioni vede primeggiare la Lombardia con il 40% del numero dei deal, seguita da Emilia Romagna (12%) e Veneto (10%).

### I settori regolamentati

L'analisi degli avvocati che seguono questo mercato conferma il dinamismo che lo caratterizza. «Registriamo grande interesse soprattutto nei settori regolati, come energia, trasporti, infrastrutture e telecomunicazioni», racconta **Annamaria Pinzuti**, counsel di Ashurst, che tra le altre operazioni ha assistito Ardian nella cessione di cinque società operanti nel settore delle rinnovabili a F2i e First Reserve nella cessione a Tages Helios Fund di un portafoglio di 9 impianti solari. «In particolare, gli ultimi due anni sono stati connotati da un forte interesse per il settore delle rinnovabili da parte dei fondi di investimento sia lato buyer, che seller», ricorda. «Questo settore al momento offre agli investitori portafogli di impianti consolidati, operativi da anni e già finanziati, aventi una dimensione coerente con i requisiti di investimento di molti operatori anche internazionali». Ashurst segue il settore con un team composto anche dai partner **Carloandrea Meacci**, **Paolo Manganelli**, **Franco Vighiano** e **Mario Lisanti** (quest'ultimo specializzato sul fronte del debito).

## Minibond per il settore vitivinicolo

**Marco Mittone**, partner dello studio Mittone, sottolinea il crescente ricorso ai minibond nel settore vitivinicolo. «Nel settore vi è una crescente attenzione a modalità di finanziamento alternative. Questo avviene perché, potendo spesso contare su prodotti di assoluto pregio, immobilizzazioni dal valore elevato, mercati in continua espansione e una crescente consapevolezza della propria posizione commerciale, l'emissione di mini-bond consente di dettare autonomamente le condizioni di accesso al credito, e dunque di sviluppo». Il riferimento è al fatto che le emissioni consentono all'azienda emittente di definire discrezionalmente tanto i termini

economici di offerta e pagamento dei titoli obbligazionari, quanto gli scopi sottesi alla raccolta, «potendo così destinare il ricavato secondo criteri più flessibili ed adeguati agli scopi aziendali, siano essi di acquisizione, ammodernamento o di altra natura strategica», sottolinea. Al tempo stesso gli investitori interessati al settore apprezzano questa opportunità «proprio perché idonea ad avvicinarli ad una data realtà investendo in strumenti garantiti (da assets, come detto, spesso di assoluto valore e pregio), potendo altresì rinviare ad un successivo momento l'eventuale conversione o integrazione dell'investimento in capitale di rischio», conclude.



### CONOSCERE LA PRASSI

«In un settore che cambia continuamente, la capacità di dimostrare di conoscere la più recente prassi di mercato risulta una qualità fondamentale» dice Giancarlo D'Ambrosio, partner di Latham & Watkins

«Gli investimenti in questo segmento possono beneficiare anche della contingenza particolarmente favorevole del mercato della finanza di progetto, che consente ai fondi di investimento di strutturare l'acquisizione già tenendo in considerazione la possibilità di procedere con un rifinanziamento del debito post-closing, con indiscutibili benefici in termini di ritorno sull'investimento», precisa Pinzuti. Che segnala un altro settore di interesse: «La distribuzione del gas, dove l'assetto regolatorio è stato recentemente modificato proprio al fine di aprire il mercato alla concorrenza e consentire l'investimento di nuovi soggetti nel settore, mediante l'indizione di gare d'ambito per l'affidamento delle concessioni di distribuzione del gas». La regolazione economica di questo settore è molto interessante per i fondi di investimento e consolidata anche



nel mondo bancario sul lato dei finanziamenti.

«I fondi di investimento stanno considerando soprattutto accordi strategici (con creazioni di joint venture) con operatori industriali, che consentiranno a questi ultimi di essere più competitivi e strutturati (sotto un profilo finanziario) nell'ambito delle gare indette per le concessioni», aggiunge l'avvocato di Ashurst. Che indica un ultimo settore di grande interesse nelle infrastrutture a supporto della digitalizzazione, come banda larga e al servizio dei data center. «Abbiamo assistito BlackRock nell'investimento nel capitale sociale di Linkem nel corso del 2017 e abbiamo notato un crescente interesse nel settore».

### Operazioni crossborder

Gli studi internazionali puntano sulla forza del network per cercare di intercettare i mandati cross-border, che tendenzialmente sono quelli di maggiore importo. **Giancarlo D'Ambrosio**, partner di Latham & Watkins (lo studio nei mesi scorsi ha affiancato Gip nell'acquisizione di Ntv Italo, Bain Capital nell'acquisto di Fedrigoni, Capvis nella vendita di Faster, BC Partners nella cessione di Coin e Carlyle nell'acquisizione di Irca), spiega che la law-firm ha un team di 20 professionisti italiani specializzati nel settore, che spesso collaborano con i colleghi dotati di specializzazioni complementari, come nel leverage finance, che spaziano dal banking al capital markets. «L'acquisizione di mandati richiede molto impegno e conoscenza del mercato e dei principali operatori», spiega. Al di là di ogni specifico contesto in cui un mandato viene intercettato (beauty contest, relazione consolidata, referral da parte di altro advisor), la costruzione nel tempo di una reputazione di un team competente, 'facilitatore' di deal e molto 'responsive' rappresenta la principale chiave di accesso alle operazioni». Inoltre, ricorda D'Ambrosio, in un



**ESIGENZA DI CELERITÀ**  
«In operazioni legate al restructuring della target l'esigenza di celerità delle operazioni di private equity si scontra con la tempistica delle varie procedure di ristrutturazione del debito», spiega Paolo Bonolis, di Cms

settore come questo che cambia continuamente, la capacità di dimostrare di conoscere la più recente prassi di mercato risulta una qualità fondamentale, che viene particolarmente apprezzata da clienti sofisticati come sono gli operatori del private equity.

«Le operazioni in questo ambito richiedono una particolare velocità di esecuzione, la comprensione di tematiche di finanza straordinaria e, frequentemente, la capacità di accompagnare le società partecipate dal fondo in processi di internazionalizzazione», sottolinea l'avvocato.

### Gli strumenti alternativi

L'ultimo anno è stato caratterizzato dalla crescita anche di altri canali di investimento alternativi, dai minibond (emissioni obbligazionarie ad opera di società non quotate, che godono dei medesimi incentivi previsti per quelle presenti sui mercati regolamentati) ai Pir (investimenti per i quali è prevista la detassazione sugli eventuali guadagni, a patto di destinare almeno il 21% del portafoglio alle medium e small cap e di conservare l'investimento per almeno cinque anni), passando per le Spac (veicoli contenenti esclusivamente cassa, costituiti specificatamente per raccogliere capitale tramite una Ipo, al fine di integrarsi in seguito con una società attiva, la target, per portarla così sul mercato azionario). Per D'Ambrosio non sono destinati a cannibalizzare il private equity. «Questi prodotti possono essere nuovi strumenti di finanza straordinaria e, potenzialmente, rendere il settore del private equity più indipendente dal sistema bancario. Vediamo i bond e i pir come strumenti del private equity, non tali da competere con lo stesso, che dovrebbe portare competenze e capacità e non semplicemente rappresentare modalità di accesso al capitale». Per l'esperto, il boom delle Spac è destinato a proseguire, quantomeno nel breve periodo, tenuto conto sia della rete di piccole e medie imprese rivolte

## Il private equity per le pmi

**L**S Lexjus Sinacta ha focalizzato la sua attività nell'ambito di operazioni sulla piccola e media impresa, in genere aziende con un fatturato fra i 20 e i 250 milioni di euro. «Il dipartimento è costituito da sei avvocati e otto commercialisti ed è in grado di assistere le aziende e i fondi di investimento nel processo completo di acquisizione, ma soprattutto di facilitare il dialogo fra imprenditori e fondi di private equity», racconta **Gianluigi Serafini**, partner di Bologna. «I mandati vengono solitamente acquisiti o direttamente da fondi di private equity, con i quali si sono rapporti consolidati, altrimenti da altri advisor e a volte diretta-

mente dallo studio che riveste la funzione di global advisor». Le difficoltà maggiori di questa tipologia di operazioni, sottolinea, sono da ricercare nella necessità dei fondi di investimento di richiedere una way out (con tempi 3/5 anni troppo brevi per le valutazioni di un processo di riorganizzazione o crescita industriale specie con processi di internazionalizzazione) che non sempre l'imprenditore è in grado di affrontare. «Inoltre raramente il fondo di investimento riesce concretamente ad assicurare all'imprenditore un know how di competenze aggiuntive o di network idoneo a rafforzare il progetto industriale», aggiunge.

all'internazionalizzazione, che rappresentano il tessuto dell'economia italiana, sia dei vantaggi delle Spac (ad esempio in termini di costi) rispetto a un processo standard di quotazione (che queste società difficilmente riuscirebbero a concludere per ragioni, in primo luogo, di dimensione insufficiente).

**Francesco Manara**, partner Pavia e Ansaldo (che tra le altre cose ha lavorato alle acquisizioni di Isoclima e del gruppo Bitolea da parte del fondo di private equity inglese Stirling Square Capital Partners, nonché alla cessione di Faster da parte di Capvis Equity Partners a Sun Hydraulics), condivide l'ottimismo verso questo strumento. «Le Spac sono un modello destinato a durare nel tempo, dati i vantaggi che possono derivare dalla business combination sia per i sottoscrittori



### VENTURE CAPITAL

«Per alcune aziende il ricorso al venture capital è l'unica strada percorribile per poter intraprendere e sviluppare il proprio percorso imprenditoriale», sostiene Roberto Nigro, partner di Eunomia

del veicolo, che per gli azionisti della società target (sotto il profilo della creazione di valore e dei rendimenti che ne possono derivare). Rispetto a un' Ipo di tradizionale», ricorda, «ad esempio è possibile ottenere la quotazione attraverso un processo meno complesso e meno oneroso da un punto di vista economico. Inoltre gli azionisti della target hanno la possibilità di determinare negozialmente con i promotori della Spac il valore della target stessa senza rimettere tale valutazione al mercato in sede di bookbuilding, come invece avviene nelle Ipo».

L'organizzazione interna di Pavia e Ansaldo prevede un dipartimento di m&a/private equity che punta a intercettare i mandati in due modi: in primo luogo facendo leva sui rapporti di lungo corso con molti player del settore, quindi sfruttando la rete di corrispondenti legali esteri o partecipando a beauty contest. Quali sono i nodi principali da affrontare in questo tipo di operazioni? Manara segnala soprattutto «lo structuring e acquisition financing dell'operazione, la due diligence sulla target, la partecipazione a processi competitivi di dismissione, negoziazione one to one fra venditori e acquirenti».

### Organizzazione trasversale

Cms si è dotato di un team trasversale, del quale fanno parte esperti finance, corporate e tax «in modo da garantire ai clienti (sia fondi che società target) che ogni singolo aspetto sia curato da professionalità specializzate», spiega il partner **Paolo Bonolis**. «Dato che queste operazioni spesso investono altre aree (labour, ip, contenzioso, diritto fallimentare), spesso accade che vengano coinvolti diversi professionisti». Quanto ai canali dai quali arrivano i mandati, Bonolis cita in primo luogo la conoscenza consolidata dagli anni dei principali fondi di private equity. «Inoltre», racconta, «abbiamo rafforzato la collaborazione con altri advisors nell'ottica di riunire varie ca-

pacità professionali e offrire al cliente un'assistenza integrata da parte di un team coeso e già affiatato e rodato in altre operazioni».

Le difficoltà di queste operazioni, spiega, variano a seconda della tipologia delle stesse. «In caso di acquisizioni di partecipazioni di maggioranza o minoranza, a prescindere dalle problematiche di tipo prettamente legale, bisogna spesso scontrarsi con la storica ritrosia degli imprenditori italiani a condividere ed accettare l'ingerenza e il controllo di un partner finanziario nella gestione dell'impresa». Questo implica grande attenzione nella realizzazione di un sistema di governance che sia idoneo a bilanciare le rispettive esigenze. «In operazioni legate al restructuring della target», aggiunge, «i profili di diritto fallimentare sono molto delicati e l'esigenza di celerità delle operazioni di private equity si scontra con la tempistica delle varie procedure di ristrutturazione del debito. Questo richiede particolare sensibilità da parte dei consulenti che devono mediare tra le esigenze dell'investitore e del business con le aspettative degli organi della procedura».

### La prospettiva dei club deal

I professionisti del team di private equity di Eversheds Sutherland Italia sono specializzati nella strutturazione e documentazione dell'intera filiera operativa, dal fund raising (costituzione e operatività degli schemi di investimento) agli investimenti (negoziiazione e documentazione dell'operazione), al disinvestimento (quotazione in borsa, vendita a terzi, cessione ad altri soci, replacement). Tra gli altri, lo studio ha lavorato per l'Italian Design Brands, l'hub di club deal investment di eccellenze italiane dell'arredo e dell'illuminazione di design creato nel 2014 per **Fabio Sattin** (Private Equity Partners), **Paolo Colonna** (Creazione di Valore) e altri 11 investitori: dopo le acquisizioni di Gervasoni (2015) e Meridiani (2016), nel 2017 è stata con-



#### SPAC

Secondo Francesco Manara, partner Pavia e Ansaldo, le Spac sono un modello destinato a durare nel tempo, dati i vantaggi che possono derivare dalla business combination sia per i sottoscrittori del veicolo, che per gli azionisti della società target

dotta in porto quella Cenacchi e nel 2018 Groppi, con la creazione di Indaco sub-holding per l'illuminazione.

**Marco Franzini**, partner private equity, banking & finance dello studio, segnala il potenziale dei club deal, «uno strumento recente, che si rivela funzionale all'investimento di nuovi soci capaci di portare capitali e capacità gestionali, organizzative e di business per le sfide dei mercati globali», conclude.

### Venture per i nuovi

Accanto al private equity si va sviluppando, pur su dimensioni nettamente inferiori, il venture capital, che riguarda gli investimenti nel capitale di rischio di imprese nelle prime fasi dell'attività imprenditoriale, quindi quelle a maggior rischio. «Questa attività di investimento viene di solito definita seed financing se l'investimento avviene in una fase molto primordiale, a volte anche caratterizzata dalla sola idea imprenditoriale», racconta **Roberto Nigro**, partner di Eunomia Studio di Avvocati. Diverso è il caso dello start-up financing, che si concretizza «se l'investimento avviene nella fase in cui si sta avviando o si è appena avviata un'attività produttiva». Infine c'è l'expansion financing, quando «l'investimento avviene in una fase in cui la produzione è già avviata e va quindi potenziata». «Per alcune aziende», ricorda Nigro «il ricorso al venture capital è l'unica strada percorribile per poter intraprendere e sviluppare il proprio percorso imprenditoriale. Infatti queste realtà non hanno quella solidità in termini sia di assets sia di cash flow indispensabile per accedere al mercato del debito bancario. Quindi si rivolgono ad investitori che, a differenza delle banche, rischiano puntando sulla potenziale crescita del valore aziendale, con l'ambizione di raggiungere una remunerazione molto elevata del proprio capitale», conclude. ♦