

FACOLTA' DI ECONOMIA  
CATTEDRA DI FINANZA AZIENDALE C.A.

**LA VALUTAZIONE D'AZIENDA NELLE OPERAZIONI DI *PRIVATE EQUITY***

**RELATORE**

Prof. Ernesto Monti

**CORRELATORE**

Prof. Cristiano Cannarsa

**LAUREANDO**

Luca De Feo

Matr. 650811

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

## INDICE

<b>1. IL PRIVATE EQUITY .....</b>	<b>3</b>
1.1. Aspetti definitori dell'attività di <i>private equity</i> .....	3
1.2. La recente evoluzione del settore del <i>private equity</i> .....	6
1.3. Le diverse tipologie di fondi di <i>private equity</i> .....	10
1.3.1. Il funzionamento dei fondi di <i>private equity</i> .....	11
1.3.2. Il processo di <i>fundraising</i> .....	14
1.4. Le principali tipologie di investimento.....	17
1.4.1. Le operazioni di <i>early stage financing</i> .....	18
1.4.2. Le operazioni di <i>expansion financing</i> .....	20
1.4.3. Le operazioni di <i>buyout</i> .....	22
<b>2. L'IDENTIFICAZIONE, LA GESTIONE E LA CESSIONE DELL'INVESTIMENTO .....</b>	<b>30</b>
2.1. L'identificazione delle opportunità di investimento .....	30
2.1.1. Le caratteristiche delle aziende <i>target</i> .....	33
2.2. Il processo di investimento.....	36
2.2.1. La definizione dell' <i>investment case</i> .....	37
2.2.2. Il processo di <i>due diligence</i> .....	39
2.2.3. La negoziazione e la definizione del prezzo .....	43
2.2.4. Il monitoraggio e la valorizzazione dell'investimento .....	47
2.3. Il processo di disinvestimento.....	52
2.3.1. Il disinvestimento tramite quotazione in borsa .....	55
2.3.2. Il disinvestimento tramite <i>trade sale</i> .....	56
2.3.3. Il disinvestimento tramite <i>secondary buyout</i> .....	57
2.3.4. Il riacquisto della partecipazione da parte del proprietario originario.....	58
<b>3. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA TARGET.....</b>	<b>59</b>
3.1. Il metodo del <i>discounted cash flow (DFC)</i> .....	60
3.2. L' <i>adjusted present value (APV)</i> .....	71
3.3. Il metodo dei multipli.....	73
3.4. <i>LBO method</i> .....	77
3.4.1. L' <i>IRR target method</i> .....	78
3.4.2. Il <i>backward induction method</i> .....	81
3.5. Il <i>venture capital method</i> .....	82
<b>4. IL CASO FINDUS ITALIA.....</b>	<b>87</b>

## 1. II PRIVATE EQUITY

### 1.1. Aspetti definatori dell'attività di private equity

Un'operazione di *private equity* si sostanzia nell'apporto di capitale di rischio da parte di investitori istituzionali in imprese non quotate; l'obiettivo prevalente dell'investitore è quello di conseguire un elevato guadagno in conto capitale, da realizzarsi a seguito della cessione della partecipazione di controllo acquisita, in un orizzonte temporale di breve-medio periodo. In generale il buon esito dell'intervento è determinato dalla capacità dell'investitore di contribuire a creare valore all'interno dell'impresa, generando, nella maggior parte dei casi, ricchezza anche per l'intero tessuto economico ed imprenditoriale del paese. Nel corso degli ultimi anni numerosi studi empirici<sup>1</sup> realizzati sia in Europa, sia negli Stati Uniti, hanno dimostrato che l'attività di *private equity* ha avuto effetti positivi non solo sulle imprese *venture backed*<sup>2</sup>, che hanno registrato *performance* superiori rispetto a quelle non partecipate da questo tipo di operatori, ma anche sull'intero sistema imprenditoriale, creando nuovi posti di lavoro, aumentando gli investimenti in R&S ed incentivando le esportazioni. Negli Stati Uniti l'attività di *private equity* viene suddivisa, in funzione della tipologia di operatore che la pone in essere, tra operazioni di *venture capital* e operazioni di *buyout*. Con il termine *venture capital* ci si riferisce solo agli investimenti che riguardano la fase iniziale di avvio (c.d. *early stage financing*) e alle operazioni di sviluppo (c.d. *expansion financing* o *development financing*), mentre con il termine *buyout* si fa riferimento all'esclusivo finanziamento

---

<sup>1</sup> EVCA, *Surveys of the economic impact of venture capital and of MBO/MBI in Europe*, 2002; BVCA, IE Consulting, *The economic impact of private equity in the UK*, 2006; AIFI, PriceWaterhouseCoopers, *L'impatto economico del private equity e del venture capital in Italia*, 2006.

<sup>2</sup> Con il termine *venture backed* ci si riferisce alle imprese partecipate da fondi di *private equity* e *venture capital*.

delle operazioni di cambiamento dell'assetto azionario<sup>3</sup>. L'European Venture Capital Association definisce l'attività di *private equity* come “*Private Equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private Equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buyout or buying of a business by experienced managers may be achieved using Private Equity*”<sup>4</sup>. L'EVCA da una definizione ampia di *private equity* facendo riferimento anche alle caratteristiche tipiche delle operazioni di *venture capital*. L'investimento nel capitale di rischio, infatti, può essere utilizzato per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie, per espandere il capitale circolante, per finanziare nuove acquisizioni, o per rafforzare la struttura finanziaria di una società. Inoltre, il *private equity* può essere utilizzato per risolvere i problemi connessi con l'assetto proprietario di un'impresa e per una sua riorganizzazione che solitamente avviene attraverso operazioni di *buyout* effettuate da manager esperti. Gli investimenti nel settore del *private equity* sono caratterizzati dalle seguenti caratteristiche:

- i. condivisione del rischio imprenditoriale da parte dell'investitore;
- ii. l'orizzonte temporale dell'investimento è compreso tra i tre e i sette anni;
- iii. coinvolgimento attivo da parte dell'investitore nella gestione e nello sviluppo della società partecipata;
- iv. elevata attenzione nei confronti delle caratteristiche strategiche ed industriali della società partecipata più che a quello esclusivamente di tipo finanziario.

In merito a questo ultimo punto è bene sottolineare che ottenere capitali dal *private equity* è molto diverso rispetto ad ottenere un prestito da una banca. Mentre gli istituti di credito hanno il diritto legale agli interessi maturati sul

---

<sup>3</sup> BVCA, A guide to Private Equity, 2012.

<sup>4</sup> EVCA, Private Equity, Glossary.

debito ed al rimborso del capitale a scadenza, indipendentemente dal successo o meno dell'operazione, gli operatori di *private equity* investono nell'azienda in cambio di una quota di partecipazione al capitale e, come azionisti, il loro rendimento dipende dalla crescita e dalla redditività del *business*.

Figura 1.1, Le principali differenze tra il capitale di debito e il capitale proprio

Capitale di debito	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ finanziamento a breve, medio e lungo termine;</li> <li>▪ precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa;</li> <li>▪ vincolato alla presenza di garanzie e alla generazione di <i>cash flow</i>;</li> <li>▪ pagamento regolare di interessi a prescindere dall'andamento dell'azienda;</li> <li>▪ l'assistenza fornita è di tipo accessorio al finanziamento.</li> </ul>
Capitale di rischio	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ finanziamento a m/l termine;</li> <li>▪ non prevede scadenze. Il disinvestimento avviene con cessione al mercato o a terzi;</li> <li>▪ è una fonte flessibile di capitali, utile per finanziare processi di crescita;</li> <li>▪ la remunerazione del capitale dipende dalla crescita di valore dell'impresa;</li> <li>▪ l'investitore nel capitale di rischio fornisce consulenza strategica e finanziaria.</li> </ul>

Fonte: BVCA, *A guide to private equity*

La nascita degli operatori di *PE* ha permesso alle aziende di beneficiare di nuovi capitali da destinare allo sviluppo e di sottrarsi ai problemi di razionamento del credito dovuti all'incertezza e alla mancanza di informazioni che caratterizzano le organizzazioni nelle quali i fondi stessi investono. Le asimmetrie informative tra imprenditori e finanziatori, hanno storicamente rappresentato delle barriere al reperimento dei finanziamenti in quanto rendono di difficile determinazione il valore degli investimenti e

danno luogo a comportamenti opportunistici da parte degli imprenditori<sup>5</sup>. Le organizzazioni di *private equity* hanno sviluppato nel corso del tempo le giuste competenze per poter affrontare con successo questo tipo di problemi attraverso un *mix* di strumenti non monetari, che in questo contesto sono di fondamentale importanza: l'attenta selezione delle opportunità di investimento, il continuo monitoraggio degli investimenti intrapresi ed un costante supporto manageriale, sono alla base del successo nel *private equity*.

### 1.2. *La recente evoluzione del settore del private equity*

Negli ultimi anni le società del settore sono state alla continua ricerca di nuove strategie per poter continuare ad assicurare agli investitori elevati rendimenti<sup>6</sup>. Le principali strategie che hanno caratterizzato il settore a livello globale sono le seguenti:

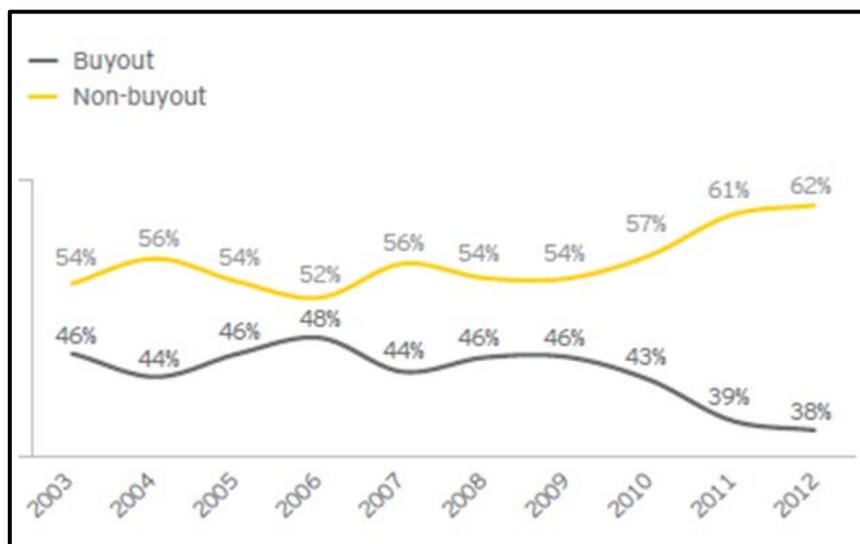
*Diversificazione settoriale* - le società di *PE*, soprattutto quella più grandi, hanno iniziato un processo di diversificazione entrando in nuove linee di *business* con il fine di costruire competenze ed *asset* a livello globale ed anticipare i maggiori *trend* di mercato. Il risultato di questo processo si è concretizzato in una minore dipendenza dalle tradizionali operazioni di *leveraged buyout*, in termini di rendimenti e di raccolta di capitali. Nel 2003 le attività di *buyout* rappresentavano il 46% del valore dei fondi gestiti dalle società di *private equity*, mentre nel 2012 la percentuale è diminuita al 38% (vedi figura 1.2). Il risultato di questo processo è stato maggiormente accentuato nelle grandi società dove la percentuale è scesa al 33% nel 2012.

---

<sup>5</sup> Per un approfondimento sui problemi di agenzia si rimanda a Jensen M. C., Meckling W.H., 1976, Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 305-360.

<sup>6</sup> Ernst & Young, Global private equity watch, 2013.

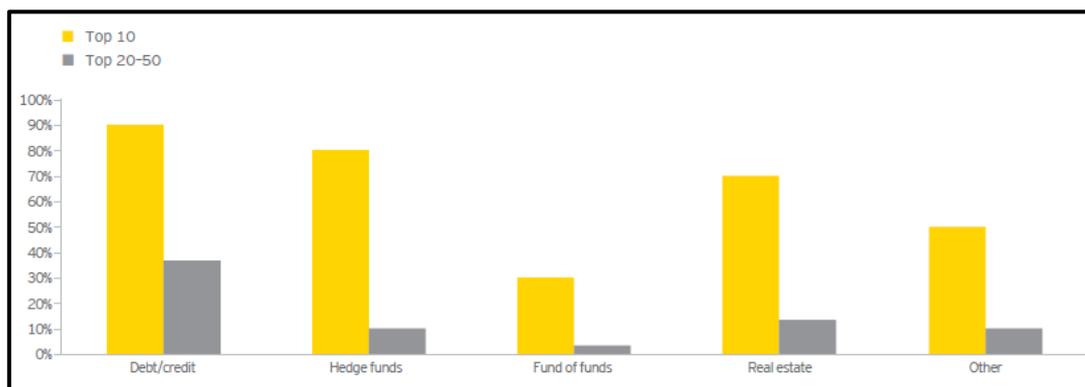
Figura 1.2, Valore dei buyout sul totale dei fondi gestiti



Fonte: Ernst & Young

Tuttavia, la gestione di diverse attività richiede competenze significativamente diverse e le società di *private equity* con un forte marchio e una comprovata capacità di raccogliere capitali da investitori istituzionali, sono le aziende che negli ultimi anni sono state maggiormente in grado di attrarre talenti da una varietà di campi di investimento. Imprese più grandi e diversificate consentono agli investitori di usufruire di un'assistenza più completa su un numero maggiore di attività. Il gruppo Carlyle, per esempio, negli ultimi anni ha acquisito tre nuove linee di *business*: Vermillion Asset Management, per assicurarsi capacità nel campo della negoziazione delle materie prime; Claren Strada Asset Management, un *hedge fund*; AlpInvest, un *fund of funds*.

Figura 1.3, Percentuale di società di PE su scala globale che operano in altri settori

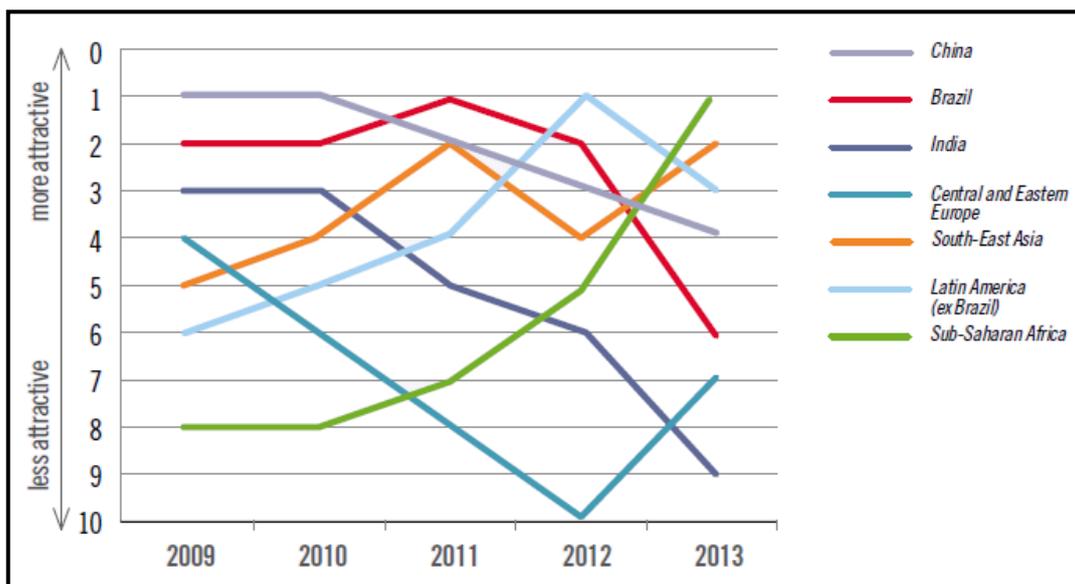


Fonte: PEI 300

*Diversificazione geografica* – negli ultimi dieci anni ed in particolare dopo l'inizio della crisi finanziaria, visto lo stallo delle economie più sviluppate, le società di PE hanno ricercato nuovi mercati da aggredire. Il risultato è stato che il valore di mercato dei fondi gestiti dalle società di PE, sia negli Stati Uniti che in Europa, è diminuito tra il 2010 e il 2012, mentre è aumentato quello in alcuni dei principali mercati emergenti. Le società di PE hanno iniziato a focalizzarsi su molti nuovi mercati in rapida crescita come la Turchia, la Colombia, il Perù e l'Africa che ad oggi presentano molte delle dinamiche proprie dei mercati emergenti più affermati e battuti. Una recente indagine condotta da parte del *Coller Institute* ha rilevato che l'Africa subsahariana è classificata dai LP come il mercato più attraente tra gli emergenti (vedi figura 1.4). La popolarità dell'India insieme a quella del Brasile, Cina e dell'America Latina è diminuita rapidamente negli corso degli ultimi quattro anni tra gli investitori, mentre, agevolate da un miglioramento delle condizioni macroeconomiche, Sud-Est asiatico ed Europa stanno vivendo un rimbalzo di popolarità<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Coller Institute of Private Equity, *A bitter taste*, No. 9, winter 2013/2014.

Figura 1.4, I mercati più attrattivi 2009-2013



Fonte: Collier Institute

Le strategie che il *private equity* impiega per cogliere le opportunità che i mercati emergenti hanno da offrire vanno dalla raccolta di fondi in valuta locale (The Blackstone Group, The Carlyle Group e Morgan Stanley hanno lanciato fondi in *renminbi*, la valuta corrente della Repubblica Popolare Cinese) alla creazione di *partnership* con i fondi locali, utili per garantirsi l'accesso a nuove operazioni di investimento e per godere di preziosi *insights* in mercati molto diversi.

*Specializzazione* - nel corso degli ultimi anni molte aziende, prima negli Stati Uniti e poi in Europa, si sono specializzate in determinate tipologie di investimento e settore. Visto che gli investitori hanno sempre più la possibilità di investire in società in grado di assicurare un elevato grado di diversificazione, gli operatori che optano per una strategia di specializzazione, devono fornire convincenti prove in merito alla loro capacità di generare alti rendimenti. Le imprese che sono riuscite a dimostrare elevate competenze in settori caratterizzati da una forte domanda, come ad esempio l'industria del petrolio e del gas, o quelli che

offrono una prospettiva unica sui mercati in cui si verifica un rapido cambiamento, come i servizi finanziari, stanno avendo un enorme successo nel processo di raccolta dei fondi. Questa tendenza verso la specializzazione sta cominciando a diventare evidente anche in alcuni dei mercati emergenti più sviluppati, dove la concorrenza si è intensificata negli ultimi anni.

### ***1.3. Le diverse tipologie di fondi di private equity***

Lo strumento più utilizzato nella maggior parte dei paesi del mondo per investire nel capitale di rischio, è rappresentato dai fondi chiusi. I fondi chiusi sono dei fondi comuni di investimento con un numero fisso di quote di partecipazione, in cui, il rimborso di tali quote avviene solo in date predeterminate. Sulla base delle modalità operative è possibile distinguere fondi *captive* da fondi indipendenti. I fondi *captive* sono promossi e gestiti da una struttura che è di emanazione diretta di istituzioni finanziarie o di gruppi industriali. Questi ultimi non ricorrono direttamente al mercato dei capitali per la raccolta delle risorse finanziarie, che provengono principalmente dalla società capogruppo, o da altre imprese affiliate. Tuttavia, negli ultimi anni molte banche e gruppi assicurativi (Credit Suisse, Barclays, Axa, Bank of America), per adeguarsi a una regolamentazione più stringente (*Volcker Rule*), per non essere costrette dai regolatori a rafforzare il patrimonio, hanno iniziato a vendere in tutto o in parte le loro divisioni di *private equity*<sup>8</sup>. Diversamente dai primi invece sono i fondi indipendenti che sono promossi e gestiti da una società di gestione e che accedono direttamente al mercato per la raccolta delle risorse<sup>9</sup>. È possibile inoltre distinguere i *regional fund* dai fondi a carattere paneuropeo. Questi ultimi

---

<sup>8</sup> Giuliana F., <<Vendesi private equity>> Le banche aggiustano i conti, in Corriere della Sera, 24 aprile 2013, pp. 29.

<sup>9</sup> Banca d'Italia, Il private equity in Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), No. 41, 2009.

fanno capo ad operatori internazionali ed operano su scala continentale avvalendosi della consulenza di professionisti locali che hanno una conoscenza approfondita della realtà in cui il fondo opera. In funzione delle politiche di investimento intraprese è possibile inoltre distinguere fondi generalisti da quelli che operano esclusivamente in riferimento a determinati stadi di sviluppo dell'impresa - fondi di *buyout* e fondi di *venture capital*. Infine, un ruolo sempre più importante all'interno del mercato del capitale di rischio lo stanno assumendo i *fund-of-funds*. Si tratta di fondi di dimensioni molto grandi che, utilizzando un elevato livello di diversificazione ed esperienza nel condurre un'approfondita attività di *due diligence*, permettono l'accesso a fondi di *private equity* di altissima qualità, abbattendo così, almeno in parte, il problema del rischio<sup>10</sup>. Gli investimenti effettuati sono principalmente diretti alla sottoscrizione di quote iniziali in altri fondi (*primary partnership*), all'acquisto di quote di sottoscrittori che si vogliono ritirare anzitempo da fondi maturi (*secondary partnership*) e all'acquisizione diretta di partecipazioni aziendali, spesso in co-investimento con i fondi partecipati. L'investimento in fondi maturi, in sostituzione di investitori che vogliono alienare la propria quota anzitempo, permette ai *fund-of-funds* di avvantaggiarsi di prezzi particolarmente vantaggiosi e di garantirsi buoni rendimenti in un orizzonte temporale più o meno breve<sup>11</sup>.

### **1.3.1. Il funzionamento dei fondi di private equity**

L'attività dei fondi è solitamente organizzata come una *limited partnership* tra *Limited Partners (LP)* e *General Partners (GP)*. I primi sono soggetti terzi che sottoscrivono le quote dei fondi ed hanno generalmente natura di investitori istituzionali (fondi pensione, *hedge fund*, fondazioni universitarie, imprese di

---

<sup>10</sup> Lerner J., Hardyman F., Leamon A., *Venture capital and private equity: a casebook*, 5th edition, John Wiley & sons, New York, 2012.

<sup>11</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *Private equity e venture capital*, IV edizione, Guerini Studio, Milano, 2008.

assicurazione, banche) o investitori individuali particolarmente facoltosi (*high net worth individuals*), che forniscono i capitali necessari a finanziare le attività del fondo. Si definiscono “*limited*” perché la responsabilità degli investitori è limitata al solo capitale investito. I *general partner* sono invece i gestori del fondo. I *general partners*, per coprire i costi di gestione, ricevono una commissione annuale (*management fee*) sul totale del capitale sottoscritto. Tale *fee* di solito è del 2% per i fondi che hanno una dimensione compresa tra i 100 e 1000 milioni di euro e può essere minore per i fondi di maggiore dimensione e maggiore per quelli sotto i 100 milioni di euro<sup>12</sup>. Generalmente alla società di gestione spetta anche una parte del rendimento generato dal fondo, c.d. *carried interest*, che di norma è pari al 20% dei guadagni realizzati in conto capitale e che viene corrisposta solo se il fondo raggiunge un rendimento prefissato di comune accordo con i *LP* (c.d. *hurdle rate*)<sup>13</sup>. Dato che il valore del *carry* è calcolato sulla parte di rendimento superiore all’*hurdle rate*, il *carry* risulta pari a zero se il ritorno generato dal fondo non supera l’*hurdle rate*. Possono essere seguiti due metodi per la determinazione e distribuzione del *carry*: *whole fund* e *deal by deal*. Secondo il primo metodo i gestori del fondo non hanno diritto a ricevere alcun *carried interest* se gli investitori del fondo non hanno prima recuperato l’intero capitale investito. Secondo il metodo del *deal by deal* invece ogni *deal* è indipendente dall’altro ed i profitti e le perdite di ciascuna operazione sono assolutamente indipendenti. In tal modo i manager vengono remunerati sulla base delle *performance* conseguite nelle singole operazioni e non sulla base del *risultato* dell’intero portafoglio gestito<sup>14</sup>. Inoltre i gestori potrebbero decidere di strutturare il meccanismo di compensazioni in modo tale da richiedere una *management fee* inferiore sul totale del capitale sottoscritto dai *Limited Partner*, sbilanciando così la compensazione a favore del *carried interest* e dando in

---

<sup>12</sup> Carlotti M., *Tecniche di private equity*, III edizione, Egea, Milano, 2012.

<sup>13</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *op. cit.*

<sup>14</sup> Palmisani E., 2013, *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*.

questo modo un forte segnale in merito alla loro capacità di creare valore. La durata degli accordi di *partnership* è generalmente di dieci anni a partire dalla prima data in cui viene sottoscritto un ammontare di capitale sufficiente all'avvio della struttura organizzativa (c.d. *first closing date*). Tuttavia, nel caso in cui il gestore non sia riuscito a concludere in tempo il processo di investimento e, qualora fosse approvato dall'*Advisory Board*, la durata può essere prolungata di ulteriori due anni. L'*Advisory Board* è un organo terzo indipendente composto dai rappresentanti dei principali *LP* e da professionisti esterni alla società. Si riunisce periodicamente per garantire una costante attività di monitoraggio sulle attività di investimento del fondo ed il suo principale ruolo è quello di risolvere eventuali conflitti di interesse e di esprimere giudizi in merito a determinati argomenti. Solitamente, l'attività dei *GP* è caratterizzata da alcune restrizioni in merito alla gestione del fondo, alla capacità d'iniziativa ed al tipo di investimenti che questi possono effettuare. Le clausole maggiormente utilizzate riguardano<sup>15</sup>:

- i. la dimensione degli investimenti consentiti in ciascuna azienda (solitamente espresso come una percentuale del *committed capital*);
- ii. l'utilizzo del debito, soprattutto nei fondi che investono principalmente in operazioni di *venture capital*;
- iii. il reinvestimento dei profitti, che deve essere autorizzato dall'*advisory board* o, in alternativa, può essere proibito oltre una determinata data;
- iv. le future attività di *fundraising*;
- v. le decisioni in merito all'aumento del numero di gestori;
- vi. le tipologie di investimento consentite (fondi di *buyout* o fondi di *venture capital*).

---

<sup>15</sup> Lerner J., Hardymon F., Leamon A., *op. cit.*

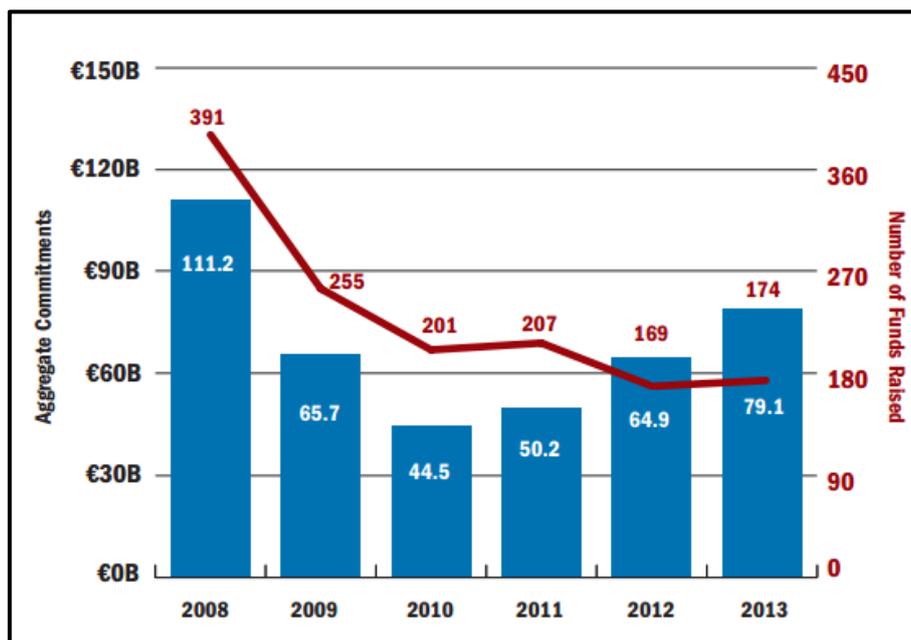
### 1.3.2. Il processo di fundraising

In ciascun fondo è possibile distinguere tra un periodo di raccolta, un periodo di investimento e uno di disinvestimento. Il processo di raccolta richiede dai 18 ai 24 mesi per essere portato a termine. Tra gli investitori è possibile distinguere quelli che hanno già partecipato a raccolte precedenti (*re-up*) ed i potenziali nuovi investitori. Nel processo di *fund raising* è di fondamentale importanza la definizione di una strategia, senza la quale il processo di raccolta difficilmente avrà successo. L'obiettivo è quello di arrivare il più possibile vicino al *target* fissato e per raggiungerlo, i gestori del fondo possono decidere se avvalersi o meno dell'aiuto di società specializzate nella ricerca di nuovi investitori, nell'elaborazione di una strategia di raccolta e nella preparazione dei materiali necessari a gestire il rapporto con i nuovi potenziali investitori. L'esito di questa scelta è funzione di diversi ragionamenti: qualora il *management* non goda di solide relazioni con gli investitori *target* è utile servirsi di professionisti che hanno la possibilità di accedere a capitali e di allacciare contatti con le istituzioni con una maggiore facilità. Tali società, conosciute con il nome di *Placing Agent*, sono diventate di rilevante importanza soprattutto durante l'ultima crisi finanziaria. La crisi, infatti, aveva creato una situazione nella quale sul mercato erano maggiori i fondi che i *GP* cercavano di lanciare rispetto a quelli in cui gli investitori erano effettivamente disposti a investire (vedi figura 1.5). Queste società sono solitamente remunerate con una *basic fee* per i servizi offerti che nella maggior parte dei casi è pari al 2% del totale raccolto e con una *fee* aggiuntiva (c.d. *trail fee*) sugli investimenti che gli investitori presentati effettueranno in futuro<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Carlotti M., *op.cit.*

Figura 1.5, Il processo di Fundraising in Europa



Fonte: S&P Capital IQ LCD

L'adozione da parte dei gestori di condizioni economiche sempre più standardizzate ha creato una situazione nella quale i LP nel momento in cui devono decidere dove allocare il proprio patrimonio, hanno a disposizione numerose alternative di investimento. Il *track record* del gestore, anche se rimane un'informazione importante, è diventato meno rilevante per capire se effettivamente il gestore sarà in grado di replicare i buoni risultati del passato. Soprattutto dopo la recente crisi finanziaria gli investitori hanno iniziato a realizzare che nel prossimo futuro potranno contare su rendimenti elevati solo quei fondi che dimostrano di avere la capacità di migliorare effettivamente la *performance* d'impresa, apportando dei miglioramenti reali alle imprese detenute in portafoglio. Oggi la ricerca di queste capacità è un fattore al quale gli investitori guardano sempre più per assicurarsi le migliori opportunità. Il processo di *fundraising* è schematizzabile in sette fasi:

- i. *identificazione del mercato target* - è importante identificare i mercati sui quali è possibile raccogliere la maggior parte delle risorse. Solitamente

- i gestori del fondo si rivolgono innanzitutto agli investitori presenti nel proprio mercato per poi conquistare la fiducia di investitori più “ostili” e lontani;
- ii. *fase di pre-marketing* – è una fase necessaria ad attrarre gli investitori. Tra questi ne esistono alcuni che per *track record* storico, profondità della loro *due diligence* e reputazione sono considerati molto selettivi dagli altri *LP*. Avere un *commitment* di questo tipo è una sorta di marchio di garanzia che aiuta ad attirare nuovi investitori<sup>17</sup>;
  - iii. *strutturazione del fondo* – nelle previsioni che vengono presentate agli investitori devono essere considerati nei minimi dettagli tutti gli aspetti tecnici, legali e fiscali;
  - iv. *preparazione e distribuzione del materiale di marketing* – questa fase è molto importante per convincere nuovi investitori a sottoscrivere quote del fondo. Viene elaborato un documento, il *placement memorandum*, nel quale è riportata la *business proposition*, il *track record di performance* ottenute nelle operazioni passate e le previsioni di rendimento per i progetti di investimento futuri. È inoltre importante informare gli investitori del quadro normativo e fiscale, nonché delle condizioni macroeconomiche dell’area economica di riferimento;
  - v. *incontri con i potenziali investitori* – una volta che tutta la documentazione è stata preparata i *GP* organizzano gli incontri con gli investitori *target*. Per i primi incontri vengono in genere privilegiati gli investitori storici, ovvero i *LP* con i quali i gestori avevano già avuto rapporti in passato;
  - vi. *preparazione della documentazione legale* – viene organizzata tutta la documentazione necessaria alla conclusione dell’investimento;
  - vii. *chiusura* – quando tutti i contratti sono predisposti e siglati dall’investitore, l’attività di *fundraising* può definirsi conclusa.

---

<sup>17</sup> Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, 2nd edition, The MIT Press, Cambridge, 1999.

#### 1.4. Le principali tipologie di investimento

In base alle diverse fasi del ciclo di vita delle imprese *target*, che si caratterizzano per diverse necessità di capitali e di supporto manageriale è possibile distinguere tra:

- i. operazioni di *early stage financing*;
- ii. operazioni di *expansion financing*;
- iii. operazioni di *buyout*.

Le prime due, rientrano nell'ambito dell'attività che più propriamente viene definita di *venture capital*, ovvero l'attività di investimento e di finanziamento dell'impresa orientata a sostenere la nascita e lo sviluppo di aziende ad elevato potenziale di crescita. Le operazioni di *early stage financing* si rivolgono a imprese giovani, che essendo caratterizzate da una bassa redditività e dalla mancanza di immobilizzazioni da utilizzare a garanzia di eventuali finanziamenti ricevuti, difficilmente riuscirebbero a procurarsi capitali con i mezzi tradizionali. Le operazioni di *expansion financing* hanno invece l'obiettivo di consolidare lo sviluppo di imprese mature attraverso la creazione di una forte *partnership* tra l'imprenditore e l'investitore istituzionale, che oltre ad apportare il capitale necessario a finanziare i piani di sviluppo dell'impresa, porta all'interno della stessa un *set* di competenze indispensabili per centrare gli obiettivi di crescita. Infine, l'attività di *private equity* in senso stretto è rappresentata dalle operazioni di *buyout*, finalizzate al totale o parziale cambiamento dell'assetto azionario dell'impresa *target*. Questo tipo di operazioni vengono, nella maggior parte dei casi, realizzate con la tecnica del *LBO*, ovvero con l'utilizzo di un livello di leva finanziaria particolarmente elevato.

### 1.4.1. Le operazioni di *early stage financing*

Le operazioni di *early stage financing* rappresentano le operazioni nelle quali i *venture capitalist* investono la maggior parte delle loro risorse (56-60%)<sup>18</sup>. Nelle operazioni di *early stage financing* l'imprenditore apporta per lo più l'idea e la conoscenza del *business*, mentre l'investitore, oltre ad un'attività di costante supporto manageriale e strategico, apporta le risorse finanziarie necessarie per supportare lo sviluppo dell'attività produttiva e delle diverse funzioni aziendali. Nella fase di avvio il prodotto è già stato sviluppato, verificato e le ricerche di mercato sono già state condotte dal *management* dell'impresa. Le operazioni di *early stage financing* rappresentano nel mondo quelle con il maggior tasso di insuccesso e la sfida principale dei *venture capitalist* è quella di identificare un *management* che sia in grado di gestire un'elevata crescita in un contesto di elevata incertezza. Nei sistemi anglosassoni, la collaborazione tra il mondo della ricerca, dell'imprenditoria e delle istituzioni, ha permesso lo sviluppo di un contesto imprenditoriale flessibile e dinamico. Sono stati creati spazi urbani specializzati dove poter incontrare tutte le condizioni necessarie alla creazione di nuove imprese innovative, tra cui capacità imprenditoriali e capitale. Dopo gli Stati Uniti, al secondo posto per numero di *start up*, si colloca Israele. Un ecosistema unico, dove si concentrano, in base alle ultime rilevazioni del centro di ricerca IVC (Israel Venture Capital Research Center), oltre 11 mila tra *start up*, incubatori, fondi di *private equity* e *venture capital*, *business angel*. Oggi le *start up* attive sono oltre 5 mila, quasi raddoppiate rispetto al 2009 (erano 2.800), e ogni anno in media nascono 800 nuove iniziative imprenditoriali. La linfa vitale arriva copiosa da idee ed elevati livelli di istruzione della popolazione, ma soprattutto da consistenti risorse finanziarie, private e pubbliche, messe a disposizione dei neoimprenditori<sup>19</sup>. Trovare capitali per sostenere lo sviluppo sui mercati nazionali e internazionali rappresenta, infatti, uno dei maggiori problemi che

---

<sup>18</sup> EVCA, Pan-european Private Equity and Venture Capital Activity, 2012.

<sup>19</sup> Netti E., La terra promessa delle start up, in Il Sole 24 Ore, 12 maggio 2014, pp. 8.

caratterizza non solo le fasi di avvio, ma anche quelle di sviluppo. Molto spesso gli imprenditori che hanno una buona idea di *business* o una nuova tecnologia non hanno altre istituzioni a cui rivolgersi se non ai *venture capitalist*<sup>20</sup>. Questo tipo di mercato esiste per via della struttura e delle regole dei mercati dei capitali. Le istituzioni finanziarie, in genere, non sono interessate a finanziare *start-up* perché considerano tali imprese più come una scommessa che un investimento e preferiscono quindi intervenire soprattutto a supporto di realtà già sviluppate. Le leggi sull'usura, inoltre, limitano gli interessi che le banche possono caricare sui finanziamenti e, gli elevati rischi correlati alle fasi di *start-up*, giustificano tassi più elevati di quanto sia effettivamente consentito dalla legge<sup>21</sup>. L'alta probabilità che il debitore al quale è stato concesso un finanziamento a tassi troppo elevati possa risultare insolvente, fa sì che la banca inizialmente rinunci ad espandere il credito e successivamente lo riduca al crescere del tasso d'interesse. È per questo che i banchieri tendono a finanziare una nuova impresa, esclusivamente quando ci sono degli *asset* che possono essere utilizzati come garanzia e che contribuiscono ad abbassare il costo del debito. Questo però non è il caso di molte *start-up*. Come fattore alla base del razionamento del credito la teoria introduce il concetto d'asimmetrie informative tra finanziatore e impresa. Secondo tale teoria, le informazioni relative al valore dell'impresa e ai rendimenti dei nuovi progetti d'investimento, sono noti all'imprenditore ma potrebbero non essere accessibili ai finanziatori esterni. Data la loro storia di funzionamento limitato, le *start-up* sono senza dubbio le imprese più opache da un punto di vista informativo e, di conseguenza, sono fortemente dipendenti dalle risorse interne<sup>22</sup>. Risulta quindi chiaro che il canale più adatto a finanziare le

---

<sup>20</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *op. cit.*

<sup>21</sup> Cassar G., The financing of business start-ups, 2004, *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.

<sup>22</sup> Berger A. N., Udell G. F., 1998, The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

imprese nelle fasi di *start-up* è quello del *venture capital*, cioè del capitale di rischio messo a disposizione da parte di investitori istituzionali<sup>23</sup>. Tuttavia, la forte presenza di capitale proprio nelle fasi di avvio, non è solo una scelta vincolata alle difficoltà di accedere al finanziamento bancario. Le *start-up* innovative nelle fasi iniziali producono elevate uscite finanziarie non ripagate da adeguati flussi finanziari in entrata<sup>24</sup>. Di conseguenza, l'impresa necessita di impiegare risorse in via stabile ed il capitale proprio permette in queste situazioni di sostenere un sano processo di crescita. Rispetto al debito, infatti, è più flessibile e non implica esborsi periodici<sup>25</sup>.

#### ***1.4.2. Le operazioni di expansion financing***

Le operazioni di *expansion financing* rientrano tra gli interventi di *venture capital* effettuati dagli investitori istituzionali. Si tratta di un investimento temporaneo in quote di partecipazione al capitale della società, che avviene solitamente attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale o di un prestito obbligazionario convertibile, ed è finalizzato a finanziare le fasi di sviluppo dell'impresa. Solitamente la crescita è perseguita o internamente (attraverso ad esempio l'aumento della capacità produttiva) oppure attraverso un processo di diversificazione geografica o una strategia di *M&A*, ovvero tramite un processo di integrazione con altre attività. La diversa struttura imprenditoriale europea, più incentrata sulle imprese familiari rispetto a quella anglosassone, ha fatto sì che gli operatori di *private equity* sviluppassero una diversa modalità operativa. L'investimento si sostanzia solitamente nell'acquisizione di partecipazioni di minoranza. L'imprenditore, infatti, il più delle volte non vuole perdere il controllo della

---

<sup>23</sup> Rana G., Gagliardi G., 2001, Capitale di rischio: la scelta del partner e la redazione del business plan, Amministrazione & Finanza 18.

<sup>24</sup> Berk J., De Marzo P., Finanza aziendale 1, Pearson - Edizione italiana a cura di Daniela Venanzi, Milano, 2011.

<sup>25</sup> Perrini F., Economia e gestione delle imprese industriali, Egea, Milano, 1998.

propria azienda ma, nonostante ciò, in determinati momenti della vita della stessa può sentire l'esigenza di riorganizzarla per dare il via a una fase di sviluppo o per meglio gestire un cambio generazionale. I cambi generazionali sono momenti critici, durante i quali la stabilità dell'impresa, e la sua stessa sopravvivenza, possono essere messe in serio pericolo qualora i soggetti cui spetta la successione non siano in grado di governare l'azienda di cui divengono proprietari. Totalmente diversa è la modalità operativa degli operatori sui mercati anglosassoni: acquistano il controllo di società pubbliche, già quotate e con azionariato diffuso per poi effettuare un'operazione di *delisting* tramite l'operazione di investimento (c.d. *public to private*). La giusta scelta dell'investitore è molto importante in questo tipo di operazioni. Il ruolo degli investitori, infatti, non è limitato al solo apporto di capitali, che passa in secondo piano, ma consiste in un contributo strategico-organizzativo fornito grazie a diversi contatti con il mondo dell'economia a livello internazionale. A differenza delle tradizionali forme di finanziamento, come il ricorso al capitale di debito, la partecipazione al capitale di rischio di investitori istituzionali, soprattutto in questi casi, si sostanzia in uno stretto rapporto di collaborazione tra l'imprenditore e l'investitore istituzionale. È per questo che a volte si parla di vera e propria *partnership*, in quanto si tratta di scegliere un *partner* con il quale condividere strategie, obiettivi e decisioni importanti. Oltre al capitale, l'investitore apporta competenze professionali strategiche, finanziarie, di *marketing*, di organizzazione, manageriali e offre una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale ed internazionale. Ai fini dell'identificazione dell'investitore ideale è necessaria una chiara definizione degli obiettivi. Se, ad esempio, l'obiettivo dell'operazione riguarda la quotazione in un mercato estero bisognerà ricercare un *partner* che in quel mercato gode di una elevata e riconosciuta reputazione. Se l'obiettivo invece è quello di crescere a livello internazionale attraverso una strategia di acquisizioni bisognerà ricercare un *partner* che è in grado di supportare un processo di questo tipo e che ha una profonda

conoscenza dei mercati *target*<sup>26</sup>. Un esempio riguarda il caso del recente accordo tra il fondo Usa Blackstone e la società di moda Versace. Nel febbraio del corrente anno Blackstone ha acquisito una partecipazione del 20% nella *maison* italiana. Un investimento complessivo di 210 milioni di euro. Ferrari (A.D. di Versace) ha dichiarato che le nuove risorse serviranno in particolare per aprire nuovi negozi sui mercati esteri, sviluppare le potenzialità dei *brand* di seconda linea ed espandere l'*e-commerce* anche in Asia, soprattutto in Cina, in Russia e Australia. Inoltre l'operazione ha come obiettivo, da realizzarsi nel giro di tre anni, la quotazione a Wall Street e Blackstone è stato scelto per la sua capacità di portare le partecipate alla quotazione con successo<sup>27</sup>.

#### **1.4.3. Le operazioni di buyout**

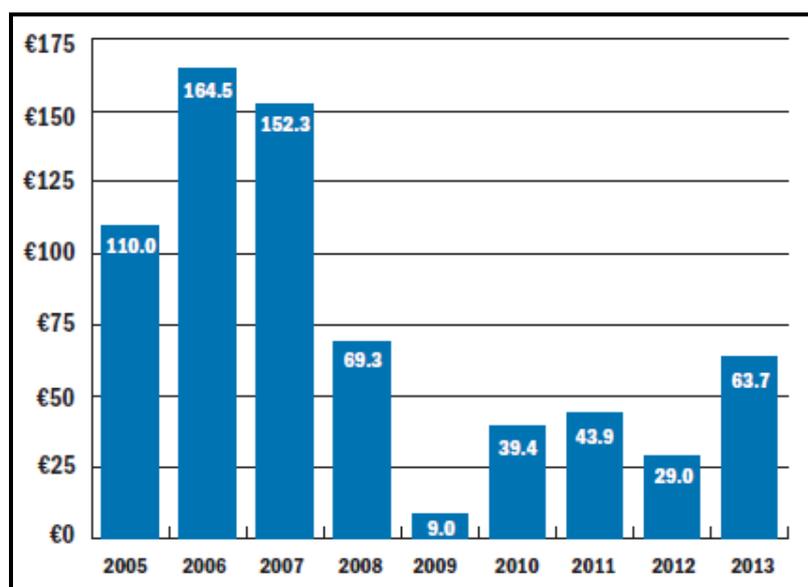
La terza categoria di interventi nel capitale di rischio, alla quale è dedicata la maggior parte delle risorse del settore, è rappresentata dalle operazioni di *buyout* orientate al parziale o totale cambiamento della proprietà dell'impresa da parte di fondi di *private equity* e di manager esperti.

---

<sup>26</sup> Gervasoni A., Sattin F.L., *op. cit.*

<sup>27</sup> Festa C., Blackstone compra il 20% di Versace, in *Il Sole 24 Ore*, 28 febbraio 2014, pp. 26.

Figura 1.6, Volume (in miliardi di euro) di LBO in Europa



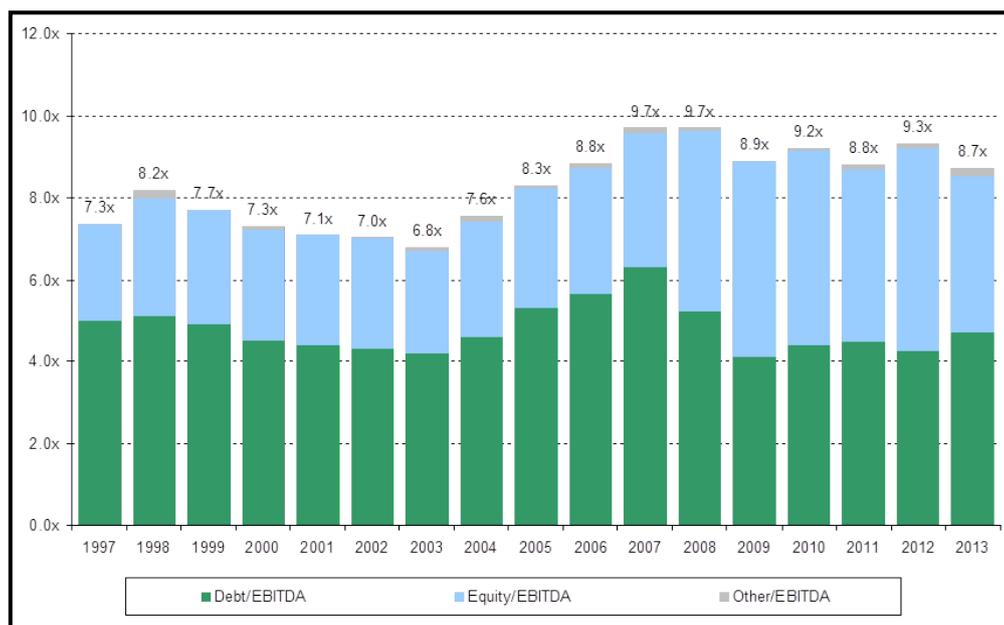
Fonte: S&P Capital IQ LCD

A differenza di quanto avviene nelle operazioni di avvio e di sviluppo, nelle operazioni di *buyout* l'operatore di *private equity* assume il controllo dell'impresa nella quale investe ed è per questo che in tali situazioni non si parla di *partnership* con l'imprenditore. Nella maggior parte dei casi le operazioni di *buyout* sono realizzate facendo ricorso alla tecnica del *leveraged buyout*. Questa tecnica consiste nell'acquistare un'azienda utilizzando in massima parte capitale preso a prestito, limitando l'investimento finanziario del compratore, in termini di capitale di rischio, solamente a una parte circoscritta del prezzo d'acquisto. Successivamente il debito viene ripagato con i flussi di cassa generati dalla società acquisita e con la cessione di rami d'azienda o singoli cespiti ritenuti non strategici. Trascurando per il momento gli aspetti connessi all'attività di *due diligence* e alla definizione e negoziazione del prezzo dell'impresa, l'operazione di *leveraged buyout* può riassumersi come segue. Gli acquirenti costituiscono una società *ad hoc* detta *newco*, la quale viene dotata delle risorse necessarie per procedere all'acquisizione della *target*. Le risorse sono costituite, per la maggior parte,

da finanziamenti garantiti dal complesso di beni dell'impresa *target* (*secured financing*). Successivamente la *newco* procede ad incorporare l'impresa acquisita per consentire il c.d. *debt pushdown*. Il periodo più critico di un'operazione di questo tipo riguarda il momento successivo la fusione tra la *newco* e la società *target*. La società acquisita, infatti, potrebbe non essere in grado di generare *cash flow* tali da permettere di sostenere gli elevati oneri finanziari derivanti dalla sua struttura finanziaria, mettendo così in luce, le errate previsioni degli operatori circa il quadro economico generale e la struttura finanziaria. La possibilità di procedere ad operazioni di finanza straordinaria (cessione di immobili e di rami di aziende non essenziali) per fronteggiare eventuali necessità di cassa o, per ripagare parte del debito qualora la leva finanziaria utilizzata si riveli troppo elevata, si è dimostrato essere in molte situazioni, un fattore di successo. Per quanto detto, dal punto di vista analitico-strutturale il momento più difficile e al tempo stesso più importante in un'operazione di *LBO*, è la preparazione della struttura finanziaria ed il successivo reperimento delle fonti. Per poter determinare la struttura finanziaria è necessario innanzitutto individuare il valore della società e quindi, la determinazione del prezzo. È poi possibile, a seconda delle caratteristiche economiche dell'impresa e dei flussi di cassa che questa è in grado di generare, determinare il livello di leva finanziaria, che viene generalmente espresso come multiplo dell'*Ebitda* (*leverage multiple*). Una buona struttura finanziaria deve garantire un tasso di interesse sui debiti di varia natura che sia il più basso possibile e una scadenza del debito che sia il più lontana possibile nel tempo. La struttura finanziaria di un'operazione di *LBO* prevede una pluralità di tipologie di finanziamento, che vanno dal debito *senior* al capitale di rischio, e che sono caratterizzate da un diverso profilo di rischio-rendimento. Nel 2013 le società di *private equity* sono riuscite ad utilizzare una leva finanziaria pari in media al 4.68x contro il 4.55x del 2012, mentre solo una percentuale residua dei *deal* (13%) ha potuto contare su un *leverage* superiore a 6x (livello medio degli anni pre-crisi). Il

contributo di *equity* è stato mediamente inferiore rispetto al 2012 in calo al 42,4% (vedi figura 1.7) riflettendo una maggior fiducia nel mercato del debito e una ritrovata volontà a sottoscrivere proporzioni di debito maggiori nella struttura del capitale.

Figura 1.7, Fonti di finanziamento di una LBO espresse come multipli dell'EBITDA



Fonte: S&P Capital IQ LCD

*Debito senior* - Il debito senior è la fonte di finanziamento più importante di una LBO. Esso è concesso per lo più da banche commerciali e può rappresentare più del 50% delle fonti di finanziamento della *newco*. Tuttavia, data l'elevata mole di debito che caratterizza le operazioni di *buyout*, il finanziamento è in genere organizzato da una o più banche d'investimento e poi sindacato da un gruppo di banche commerciali e società finanziarie<sup>28</sup>. Il debito *senior* rappresenta di solito la forma meno costosa di finanziamento in un'operazione di LBO. Allo stesso tempo però, i contratti prevedono varie

<sup>28</sup> Rosenbaum J., Pearl J., Perella R. J., Investment banking. Valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2009.

forme di garanzie reali (*security package*) e *maintenance covenants* che richiedono al mutuatario di mantenere un certo profilo di rischio in ogni momento della vita del debito, attraverso il rispetto di determinati indici finanziari che vengono "testati" solitamente su base trimestrale. Il debito *senior* è in genere costituito da una o più *tranche* di *term loan facilities* e solo in parte da linee di credito *revolving*. Una *term loan facility* è un prestito a termine, che in conformità con le diverse condizioni del finanziamento, viene solitamente classificato con le lettere "A" e "B", ovvero può prevedere il rimborso del capitale secondo un piano di ammortamento definito (*amortizing term loan* - "A") oppure in un'unica soluzione al termine della transazione (*bullet loan* - "B").

*Debito subordinato* - il debito subordinato è il debito caratterizzato dalla clausola di postergazione. Detta clausola fa sì che nel caso in cui l'impresa risultasse inadempiente, vengono prima ripagati i debiti dei creditori *senior* e solo successivamente, ove il ricavo della liquidazione superasse il valore nominale del debito *senior*, viene ripagato il debito subordinato. Anche se negli ultimi anni le operazioni sono state finanziate totalmente con debito *senior*, il debito subordinato rappresenta, per importanza, la seconda fonte di finanziamento nelle operazioni di *leveraged buyout*. Analogamente a quanto avviene per il debito *senior*, anche il debito subordinato può godere, in via residuale rispetto al *senior debt*, di garanzie reali e prevedere il rispetto di *covenants*. Gli indicatori economico-finanziari, a differenza di quanto avviene nel debito *senior*, non vengono testati periodicamente ma solo al verificarsi di un determinato evento (*incurrence covenants*). A causa della loro struttura "parzialmente" garantita e delle scadenze più lunghe, per poter compensare gli investitori del maggior rischio, i tassi di interesse sono superiori rispetto a quelli pagati sul debito *senior*. Il debito subordinato, utilizzato in combinazione con il debito *senior*, consente di aumentare notevolmente il livello di leva e, di conseguenza, permette agli *sponsor* di pagare un prezzo di acquisto più elevato o di ridurre notevolmente il contributo in termini di

capitale di rischio nella *newco*. Questo tipo di finanziamento mantiene infatti integra la capacità della società di ricorrere al credito delle banche ordinarie, per via delle clausole di postergazione presenti. Quando il debito subordinato offre, come nella maggior parte dei casi, anche il diritto di acquistare a condizioni prefissate, azioni della società nata dalla fusione tra *newco* e società *target*, prende il nome di debito mezzanino. Il debito mezzanino è una modalità di finanziamento che si colloca in una posizione intermedia tra il capitale di rischio e il capitale di credito e, come detto, racchiude in se una componente di debito subordinato ed una componente che si è soliti definire *equity kicker*. Quest'ultima consente all'offerente del finanziamento mezzanino di beneficiare, con modalità realizzative di varia natura, di eventuali apprezzamenti del valore del capitale di rischio dell'impresa finanziata. L'*equity kicker* può essere rappresentato da *warrants* o opzioni di tipo *call* sulle azioni dell'impresa finanziata. La componente di debito subordinato, arricchita di tali strumenti, assume la configurazione tipica di uno *zero coupon bond* con assenza di flussi di cassa prima della scadenza, o ancora quella dello *stepped interest*, una passività, che per un periodo di tempo normalmente compreso tra due e i tre anni, paga interessi a un tasso inferiore a quello di mercato, agevolando in tal modo lo *start-up* del soggetto economico che nasce dalla fusione tra la società bersaglio e la *newco*<sup>29</sup>. Il rendimento di un finanziamento del tipo *mezzanine finance* è dato dalla somma delle due componenti che lo costituiscono. Solitamente, per non snaturare lo strumento in questione, si attribuisce un maggior rendimento alla componente *equity kicker*, ad esempio, attraverso la fissazione di un ridotto prezzo di esercizio dell'opzione, che permette così di beneficiare in misura maggiore degli apprezzamenti del valore del capitale di rischio dell'impresa. Le restrizioni (*covenants*) richieste dai finanziatori di *mezzanine finance* sono all'incirca le stesse richieste dai *senior lenders*. Tuttavia, è evidente che il vantaggio di questo strumento risiede nell'elevata flessibilità

---

<sup>29</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *op. cit.*

degli schemi applicativi realizzabili e, le maggiori restrizioni richieste dagli investitori, ne diminuirebbero l'attrattività. Nelle operazioni di *LBO* l'utilizzo di questo innovativo strumento da la possibilità di godere di una passività che non richiede, o lo richiede in misura limitata, il pagamento di interessi nella fase iniziale dell'operazione.

*Quasi equity (PIK)* - è rappresentato da linee *bullet* con interessi capitalizzati. Si tratta di linee di finanziamento totalmente subordinate spesso erogate dallo stesso *private equity* sotto forma di *shareholder's loan*. Questo strumento permette al debitore di conservare liquidità in condizioni economiche difficili, soprattutto durante i primi anni del periodo di investimento quando la leva finanziaria è più alta, nonché di ampliare il *tax shield* derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari.

*Capitale di rischio - L'equity financing* rappresenta tipicamente tra il 30% e il 40% della struttura di finanziamento dell'operazione, anche se questo può variare a seconda delle condizioni del mercato del debito, del tipo di azienda e del prezzo pagato. Negli ultimi anni, a causa delle difficoltà di accesso al mercato del debito, l'*equity*, è arrivato a pesare anche oltre il 50% delle fonti di finanziamento utilizzate per l'acquisizione della *target*, tanto che molti hanno soprannominato questa "nuova" modalità di finanziamento *equity buy-out*. In grandi operazioni di *LBO* sono diversi gli *sponsor* che possono collaborare per creare un consorzio di acquirenti, riducendo così l'importo del contributo netto di ogni singolo *sponsor* (noto come "*club deal*"). Il capitale di rischio, fornito dagli investitori, rappresenta una garanzia per i creditori e gli obbligazionisti nel caso in cui l'*enterprise value* della società si deteriorasse. In alcune situazioni è possibile che gli organizzatori possano scegliere di *over-equitize* alcune *LBO*, ad esempio, nei casi in cui hanno intenzione di emettere debito incrementale in una data futura per finanziare acquisizioni o iniziative di crescita dell'azienda. Inoltre, molto spesso gli stessi *sponsor*, per allineare i propri interessi con quelli del *management*, richiedono che anche

quest'ultimo partecipi al capitale (*management equity rollover*) in una misura che, a seconda dei casi, oscilla tra il 2 e il 5% del patrimonio netto totale<sup>30</sup>. Il *management*, quando coinvolto nell'operazione (*MBO*) richiede in genere una partecipazione maggiore rispetto al capitale effettivamente versato. Questa esigenza viene soddisfatta stabilendo diversi prezzi di emissione per le azioni che devono essere attribuite alle diverse categorie di soci. In tale caso il *management* sottoscrive le azioni al valore nominale mentre gli altri soci versano un sostanziale sovrapprezzo. In alternativa è possibile prevedere che alle varie categorie di soci vengano attribuite differenti categorie di azioni.

---

<sup>30</sup> Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R., *op. cit.*

## 2. L'IDENTIFICAZIONE, LA GESTIONE E LA CESSIONE DELL'INVESTIMENTO

### 2.1. L'identificazione delle opportunità di investimento

Periodicamente, all'interno delle società di *private equity*, ciascun *investment manager* deve presentare una serie di iniziative che vengono poi valutate dal comitato di investimento. Il processo di individuazione delle opportunità di investimento è una delle fasi di fondamentale importanza per un operatore di *private equity* ed i fattori che influenzano questo processo possono essere sintetizzati nei seguenti punti:

- i. le caratteristiche dell'operatore;
- ii. l'area geografica di intervento;
- iii. la tipologia di investimenti effettuati.

Le caratteristiche ed in particolare l'immagine e la reputazione di cui l'operatore gode nel mercato di riferimento, influenzano notevolmente la capacità dello stesso di generare un flusso continuo di opportunità di investimento<sup>31</sup>. L'industria del *private equity* è oggi molto più competitiva di quanto non lo fosse qualche anno fa ed è per questo che le società operanti in tale settore sono sempre più consapevoli del fatto che la costruzione di un forte *brand* è un elemento di differenziazione indispensabile che si ripercuote positivamente sui loro bilanci. Nello studio *Private Equity Brand Equity III* una nota società di *marketing* statunitense ha analizzato l'approccio che *GP*, *LP*, banche d'investimento, professionisti come avvocati e commercialisti, hanno nei confronti del *branding*<sup>32</sup>. L'importanza di avere un marchio forte, tra gli intervistati, è stata riconosciuta quasi all'unanimità. Un forte *brand* aiuta a generare nuove opportunità di investimento, a raccogliere fondi e ad attrarre

---

<sup>31</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *op. cit.*

<sup>32</sup> Backbay Communications, *Private equity brand equity III*, 2014.

talenti. Se da un lato è riconosciuta l'importanza di una forte *brand identity*, è importante anche che gli operatori rendano note al mercato le loro esperienze passate ed i risultati conseguiti. A tale scopo la maggior parte degli operatori a livello internazionale fa uso dei tradizionali canali di *marketing*, ma non solo. Negli ultimi anni la maggior parte delle aziende ha fortificato la presenza sui *social media* (Twitter, Facebook, LinkedIn, etc..) per costruire un contatto diretto con gli investitori.

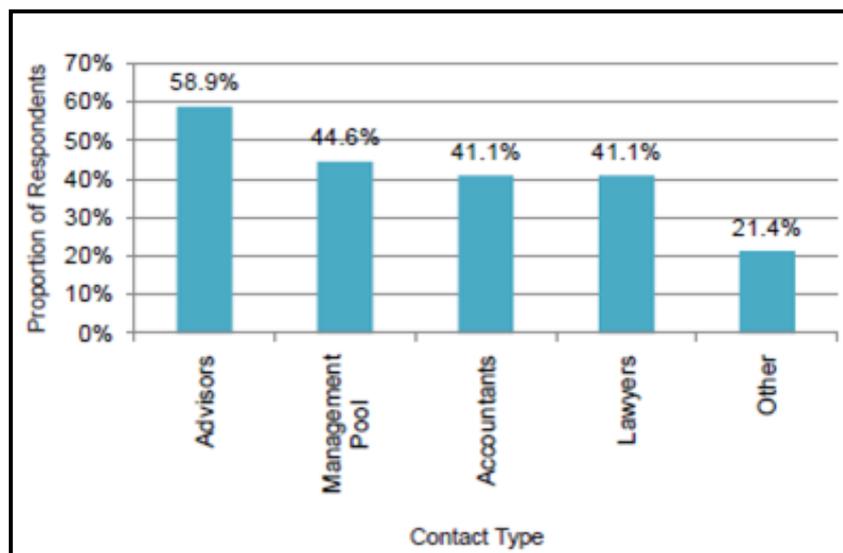
Un'altra peculiarità essenziale per massimizzare il flusso di *deal flow*, è rappresentata dalle caratteristiche del mercato geografico nel quale l'operatore intende operare. In alcuni mercati, come quello statunitense, la maggior parte delle intermediazioni tra le società di *private equity* e gli imprenditori avviene attraverso intermediari specializzati nel settore del *merger and acquisitions*. Si tratta di società indipendenti, di divisioni di *investment banks* o di società di revisione, il cui fine è quello di mappare il mercato per individuare i settori caratterizzati da maggiori opportunità di crescita, e di entrare in contatto con imprenditori che potrebbero essere interessati all'ingresso di un fondo di *private equity* nel capitale della società. In mercati meno sviluppati invece, come quello italiano ad esempio, solo i *deal* di grandi dimensioni vengono intermediati da operatori specializzati e, la maggior parte delle operazioni di piccola e media dimensione, passa attraverso la figura del commercialista. Le decisioni importanti che riguardano la vita dell'impresa, come ad esempio la volontà di accedere a nuovi capitali per finanziare una fase di sviluppo o la volontà di un socio della società di alienare la propria quota di partecipazione, vengono in genere comunicate al commercialista, figura che maggiormente gode della fiducia dell'imprenditore e, che in tali situazioni, svolge un'importante ruolo di intermediazione<sup>33</sup>. Un *network* di relazioni personali che permette l'incontro tra soggetti aventi esigenze complementari è quindi di fondamentale importanza per lo svolgimento delle operazioni di *private*

---

<sup>33</sup> Maci G., *Il private equity*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009.

*equity*. Una serie di interviste condotte da uno studio di Preqin hanno confermato che una rete di contatti personali e professionali (vedi figura 2.1) è stata all'origine della conclusione della maggior parte delle operazioni di investimento. Più del 60% degli intervistati ritiene che sviluppare e gestire una fitta rete di contatti personali è imprescindibile quando si tratta di individuare nuove opportunità di investimento<sup>34</sup>.

Figura 2.1, Ripartizione network per tipologia di contatto



Fonte: Preqin

Infine, nella fase di individuazione delle opportunità di investimento non si può non tener conto della tipologia di operazioni che l'operatore intende effettuare. La maggior parte dei fondi è consapevole che per investire nelle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa servono competenze diverse ed è per questo, che sin dall'inizio, il fondo sceglie il proprio ambito operativo, focalizzandosi, ad esempio, su operazioni di *early stage financing*, di *expansion financing* o di *buyout*. La specializzazione, infatti, consente una conoscenza più profonda e permette la creazione di maggior valore. Come già

<sup>34</sup> Preqin, CRM systems and deal sourcing, 2011.

evidenziato nel primo capitolo, le strategie che si basano sulla specializzazione sono diventate estremamente comuni negli Stati Uniti e stanno diventando sempre più diffuse anche tra gli investitori europei<sup>35</sup>. Uno studio di Ernst & Young ha analizzato i maggiori *deal* conclusi durante il 2006 ed ha rilevato che la strategia di focalizzazione è stata determinante in due casi su tre negli Stati Uniti mentre in Europa solo nel 25% delle occasioni<sup>36</sup>.

### *2.1.1. Le caratteristiche delle aziende target*

Gli investitori nel processo di identificazione delle opportunità di investimento solitamente prediligono imprese dinamiche con tassi di crescita prospettici elevati e con obiettivi strategici ben definiti ed esplicitati. Il profilo dell'impresa ottimale, tuttavia, varia moltissimo in funzione della strategia definita dall'operatore di *private equity*. Alcuni fondi preferiscono investire in imprese che operano in settori interessati da una forte crescita, mentre altri, preferiscono investire in imprese che si trovano in una situazione di difficoltà economico-finanziaria e che, in virtù del prezzo particolarmente conveniente, offrono migliori potenzialità di rendimento. Tuttavia esistono degli aspetti che sono comuni a tutti gli investimenti. Il rendimento che il fondo intende perseguire, ad esempio, è uno degli elementi di primaria importanza per lo *screening* delle potenziali imprese *target* nella maggior parte delle operazioni. Obiettivo degli operatori di *private equity* è il conseguimento di un elevato rendimento, ed è per questo che la scelta di intraprendere o meno una determinata operazione, non può che basarsi su una valutazione di questo tipo. Tra gli elementi di assoluta rilevanza vi è la valutazione del *management*. L'importanza del *management* viene percepita

---

<sup>35</sup> Teten D., Farmer C., 2010, Where Are the Deals? Private Equity and Venture Capital Funds Best Practices in Sourcing New Investments, *The journal of private equity*, 14 (1), 32-52.

<sup>36</sup> Ernst & Young, How do private equity investors create value?, 2006.

già durante il processo di *fund-raising*. Gli investitori sempre più spesso richiedono ai fondi di *private equity* informazioni approfondite in merito al processo di selezione del *management*. Assicurarsi che il *management* dell'azienda abbia le giuste competenze, significa assicurarsi in buona sostanza l'implementazione della strategia e il raggiungimento degli obiettivi fissati in sede di pianificazione. Inoltre, l'identificazione di una chiara *way-out* è importante già nelle primissime fasi del processo di investimento. La mancata individuazione di una modalità di disinvestimento può incidere fortemente sulla decisione di investire o meno.

Nelle operazioni di *buyout*, data la peculiarità dell'operazione, solo le imprese in possesso di determinate caratteristiche possono essere oggetto di un'operazione di questo tipo. L'impresa frutto dell'acquisizione deve essere in grado di produrre *cash flow* elevati e stabili. I *cash flow* dovranno essere, infatti, utilizzati per ripagare gli interessi e restituire il debito. I *cash flow* attesi sono spesso sottoposti a delle analisi di sensitività basate sulla volatilità storica e sulle future previsioni economiche del settore nel quale l'impresa opera. È importante analizzare quale sia la posizione strategica che la società *target* ricopre nel proprio settore di appartenenza. La società ottimale da questo punto di vista è una società che nel proprio settore è *leader* o che ricopre una posizione forte in un mercato di nicchia. Un forte *brand*, un'alta *customer loyalty*, dei costi operativi bassi e la possibilità di conseguire economie di scala, consentono la creazione di barriere all'entrata e, di conseguenza, incrementano la stabilità e la prevedibilità dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di generare nel futuro. L'impresa ottimale è inoltre caratterizzata da un portafoglio di prodotti ben equilibrato che non necessiti di elevati investimenti in *capex* e che assicuri almeno nel breve periodo dei flussi di cassa prevedibili e costanti. Anche le imprese che necessitano di ingenti capitali per finanziare i propri investimenti, possono risultare dei candidati attraenti per una *LBO*, qualora presentino un alto

potenziale di crescita e degli alti margini di profitto<sup>37</sup>. La presenza nel bilancio di immobilizzazioni materiali che possono essere utilizzate come garanzia per i finanziatori aumenta la probabilità che questi ultimi siano disposti ad investire nell'operazione. Maggiore è il valore delle garanzie che l'impresa è disposta a mettere a disposizione dei finanziatori, maggiore è la quantità di capitali che i finanziatori saranno disposti a concedere e, di conseguenza, maggiore è il valore che potrà essere creato sfruttando una leva finanziaria più elevata. Infine la presenza di un *management* qualificato che sia in grado di operare in presenza di una struttura del capitale fortemente sbilanciata a favore del debito e di elevate *performance* attese è un importante prerogativa per il successo di una *LBO*.

Nel 2013 più di 800 aziende in Europa sono state interessate da operazioni di *buyout*. Più della metà degli investimenti ha interessato società operanti nel settore dei beni industriali, *consumer goods & retail*, servizi industriali e nel settore *life science* (vedi figura 2.2.)

---

<sup>37</sup> Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R., *op. cit.*

Figura 2.2, Operazioni di buyout per settore 2011-2013

Buyout	2011		2012		2013	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Amount in thousands of euros						
<b>Sector focus</b>						
Agriculture	100.070	0,3	70.170	0,2	703.940	2,5
Business & industrial products	5.499.909	15,9	4.040.183	14,4	4.404.637	15,9
Business & industrial services	2.348.726	6,8	3.462.087	12,3	2.842.943	10,3
Chemicals & materials	1.168.649	3,4	1.713.287	6,1	670.543	2,4
Communications	3.591.669	10,4	2.338.694	8,3	1.866.712	6,8
Computer & consumer electronics	3.205.874	9,3	1.894.408	6,7	1.506.481	5,4
Construction	856.836	2,5	710.415	2,5	340.911	1,2
Consumer goods & retail	5.475.637	15,9	4.289.477	15,3	4.251.313	15,4
Consumer services	2.528.762	7,3	2.357.979	8,4	2.899.748	10,5
Energy & environment	1.783.154	5,2	1.008.215	3,6	1.765.427	6,4
Financial services	2.151.634	6,2	1.018.479	3,6	1.906.736	6,9
Life sciences	3.304.775	9,6	3.985.655	14,2	3.035.808	11,0
Real estate	567.537	1,6	671.179	2,4	108.485	0,4
Transportation	1.948.560	5,6	527.840	1,9	980.641	3,5
Unclassified	150	0,0	14.522	0,1	369.548	1,3
Total investment	34.531.941	100,0	28.102.589	100,0	27.653.873	100,0

Fonte: elaborazione personale su dati EVCA

## 2.2. Il processo di investimento

Le fasi del processo di investimento possono variare in funzione della tipologia di operazione, ovvero a seconda che l'operatore di *private equity* acquisisca una partecipazione di controllo, tipico delle operazioni di *buyout*, o una partecipazione di minoranza, situazione tipica delle operazioni di *venture capital*. Tuttavia, le fasi comuni a tutte le tipologie di investimenti analizzati nel primo capitolo, possono essere così sintetizzate: la definizione dell'*investment case*, la valutazione completa dei fondamentali economici della società *target* e della struttura dell'operazione, la negoziazione e la definizione del prezzo, il monitoraggio e la gestione dell'investimento.

### 2.2.1. La definizione dell'investment case

La prima cosa che le società di *private equity* fanno quando effettuano una nuova operazione di investimento è definire ciò che in genere viene chiamata la tesi di investimento (*investment thesis*). Ogni operazione di investimento, grande o piccola che sia, dovrebbe iniziare con una chiara definizione di come l'azienda riuscirà a creare valore e la tesi di investimento non è né più né meno che un'esplicita comprensione di come l'azienda riuscirà a creare valore durante l'*holding period*. Le affermazioni fatte durante questa fase, se confutate, possono diventare dei *deal breakers* (criticità che potrebbero interrompere la transazione). Solitamente nel *private equity* le tesi di investimento tendono a concentrarsi non tanto sulla riduzione dei costi, ma sulla crescita. Un percorso fortemente focalizzato sulla crescita, infatti, è ciò che realmente si traduce in alti guadagni in conto capitale in sede di disinvestimento<sup>38</sup>. Una volta che è stata definita l'*investment thesis* vengono definiti gli obiettivi aziendali e le strategie di prodotto-mercato per le diverse *business unit*. La società acquirente, dopo l'analisi dei suoi punti di forza e debolezza ed un'attenta valutazione del contesto sociale, economico, politico e tecnologico della società, definisce una serie di obiettivi e criteri di acquisizione. I criteri specificati spesso includono parametri propri del settore (il tasso di crescita atteso del mercato, il grado di regolamentazione, le barriere all'entrata, etc..) e dell'azienda oggetto di valutazione (la qualità del *management*, la quota di mercato, la redditività, la dimensione, la struttura del capitale)<sup>39</sup>. Una volta definiti e analizzati il settore di riferimento e la posizione competitiva dell'azienda *target* all'interno di tale settore, si prosegue con l'analisi del pieno potenziale dell'azienda *target*. Vengono definite e quantificate le aree di crescita e di miglioramento dell'azienda *target* con il fine di determinarne il reale valore. Questo processo permette di

---

<sup>38</sup> Rogers P., Holland T., Haas D., 2002, Lessons from private equity masters, Harvard Business Review, 5-11.

<sup>39</sup> Rappaport A., 1979, Strategic analysis for more profitable acquisitions, Harvard Business Review, 57, 99-110.

capire se esistono margini di creazione di valore, ovvero di capire se l'azienda ha le risorse necessarie per raggiungere gli obiettivi fissati dall'operatore in sede di pianificazione. Il valore determinato dall'acquirente viene confrontato con i valori espressi dal *business plan* elaborato dal venditore. Tanto più il valore stimato dall'azienda si discosta da quelli espressi dal *business plan* del venditore, quanto più esiste un'opportunità reale di estrazione del valore in una logica industriale per l'investitore finanziario<sup>40</sup>. Definire il pieno potenziale, significa analizzare qual è l'impatto sulla redditività degli interventi finalizzati a massimizzare l'efficacia e l'efficienza gestionale dell'azienda *target*. L'analisi riguarda principalmente tre aree:

- i. strategica;
- ii. operativa-organizzativa;
- iii. finanziaria.

Da un punto di vista *strategico*, valutare il potenziale dell'impresa significa identificare le potenziali aree di crescita dei ricavi dell'azienda *target*, che hanno il fine di migliorare la sua posizione competitiva attraverso una strategia di crescita organica interna od tramite operazioni di *M&A*. Le strategie di crescita devono focalizzarsi sia su segmenti nei quali l'azienda è già presente, sia su segmenti di mercato non coperti, ma aggredibili attraverso il sistema di competenze sviluppate dall'impresa. Numerosi studi empirici hanno dimostrato che quanto più il percorso di crescita si discosta dal *core business* tanto più elevato è il rischio di dispersione degli investimenti e di conseguente distruzione del valore. E' per questo, che le opportunità di crescita, devono essere ricercate solo in *business* adiacenti in cui esistano reali sinergie con il *core business*.

In termini *operativi-organizzativi* il focus del potenziale si sposta dall'area dei ricavi a quella dei costi attraverso l'individuazione, tramite comparazioni

---

<sup>40</sup> Carlotti M., *op. cit.*

interne (ad esempio viene comparata l'efficienza degli stabilimenti dell'azienda *target*) o esterne (attraverso comparazioni con i maggiori *competitors*), delle aree di recupero di efficienza potenziale. L'analisi del pieno potenziale, in termini operativi, passa dunque attraverso l'individuazione di vantaggi di costo (economie di scala, migliore gestione della logistica e distribuzione, maggiore efficienza del mercato degli approvvigionamenti, etc..) e di differenziazione (ampliamento della gamma di prodotti, rafforzamento dell'immagine, maggiore capacità di penetrare il mercato) nonché attraverso l'integrazione di competenze o di formule imprenditoriali (cultura aziendale, stili di direzione).

Il *potenziale finanziario* consiste nell'ottimizzazione e ristrutturazione della struttura del capitale dell'azienda, al fine di minimizzare il costo del capitale e massimizzare il valore dell'azienda.

### **2.2.2. Il processo di due diligence**

Negli ultimi anni le operazioni di finanza straordinaria (*M&A*, *IPO*, aumenti di capitale, ristrutturazioni industriali, etc..) hanno subito una profonda evoluzione. Alla luce dell'ultimo ciclo di *downturn*, gli organi di *governance* hanno attribuito al processo di *due diligence* un'importanza sempre maggiore e questo ha fatto sì che il ricorso a tale strumento diventasse parte integrante del processo di transazione. La *due diligence* è un processo essenziale per ridurre le asimmetrie informative tra il soggetto potenziale venditore, il soggetto potenziale acquirente e gli altri soggetti interessati all'operazione, come ad esempio i finanziatori. I principali obiettivi di una *due diligence* sono:

- i. confermare le informazioni preliminari assunte sulla società *target*;
- ii. identificare aree di rischio e potenziali *deal breakers*;

- iii. identificare tutti gli aspetti di natura operativa, legale, fiscale, finanziaria per poter negoziare il contratto di acquisto;
- iv. verificare la redditività dell'impresa *target* e la sua sostenibilità, nonché la solidità patrimoniale e finanziaria;
- v. identificare eventuali modifiche di prezzo (*price adjustment*) da effettuarsi in sede di *closing*;
- vi. supportare lo sviluppo del piano strategico al fine di individuare, sin da subito, le sinergie attese dall'operazione.

La *due diligence* è generalmente affidata a consulenti esterni, maggiormente esperti nell'area aziendale che si intende analizzare. Al processo di indagine partecipa attivamente anche la stessa società di *private equity* in quanto è suo interesse indirizzare costantemente l'indagine sulle aree che incidono maggiormente sul prezzo che dovrà pagare. La firma del contratto definitivo è pertanto subordinata ad una serie di attività di accertamento che vengono riassunte in un *due diligence report* e, che hanno il fine di analizzare lo stato attuale dell'azienda, le sue prospettive future e di fornire tutte le informazioni rilevanti al fine della redazione del contratto di compravendita e della struttura della transazione<sup>41</sup>. Gli aspetti principali su cui si focalizza l'attività di *due diligence* sono classificabili nel seguente modo:

- i. *due diligence* di mercato o di *business*;
- ii. *due diligence* contabile-finanziaria;
- iii. *due diligence* legale;
- iv. *due diligence* fiscale;
- v. *due diligence* operativa.

La *business due diligence* permette all'investitore di analizzare il mercato di riferimento dell'azienda ed il suo posizionamento competitivo all'interno dello stesso. Viene considerato il mercato attuale con le sue potenzialità

---

<sup>41</sup> Maci G., *op. cit.*

future e opportunità emergenti, nonché i nuovi prodotti e metodi di distribuzione. È importante che la *due diligence* di mercato sia sempre coordinata con quella finanziaria per poter confrontare e comprendere eventuali discordanze tra i dati aziendali, sia storici che prospettici, e quelli di mercato.

La *financial due diligence* ha l'obiettivo di capire se nella società *target* esistono criticità da un punto di vista finanziario e supportare il potenziale acquirente nell'identificazione e nella gestione delle criticità relative alla definizione del prezzo. Nel caso di un'operazione di *private equity*, l'attenzione principale è volta a verificare l'esattezza dell'*EBITDA* e della posizione finanziaria netta (*PFN*). Questi ultimi, infatti, sono due degli elementi chiave ai fini della valutazione, per i quali, possibili correzioni, possono avere un impatto rilevante sul prezzo. Le aree di analisi di una *due diligence* contabile-finanziaria sono tipicamente: il sistema contabile e di *reporting*, il conto economico riclassificato, lo stato patrimoniale riclassificato, i flussi di cassa, l'andamento del *working capital*, il livello di *capex* e gli impegni e le passività potenziali con i relativi dettagli contabili. L'analisi del conto economico è importante per comprendere la *performance* storica del *business* della società *target* e la qualità dei risultati in termini di sostenibilità futura. L'analisi della *performance* storica presuppone l'ottenimento e la comprensione delle normali condizioni di redditività del *business* stesso. Normalizzare significa depurare il dato aziendale da costi e ricavi non inerenti con il *core business*, da condizioni temporali, straordinarie, accessorie. L'esercizio di normalizzazione, che solitamente riguarda dati storici e non quelli prospettici, viene di norma eseguito sull'*EBITDA*, che è l'indicatore più rappresentativo della *performance* del *business*<sup>42</sup>. Come già accennato, un'altra area di indagine rilevante è la comprensione della posizione finanziaria netta che, insieme all'*EBITDA*, costituisce il parametro fondamentale per la definizione del prezzo nella stragrande maggioranza delle transazioni

---

<sup>42</sup> Gervasoni A., Sattin F. L., *op. cit.*

recenti, specie se attuate con il metodo dei multipli. La *PFN* è una grandezza che include tutte le poste di carattere finanziario dello stato patrimoniale. Non esistendo una definizione di *PFN* nei principi contabili, questa è spesso oggetto di difficile negoziazione e, a volte, di contenzioso.

La *legal due diligence* consente di evidenziare tutte le problematiche di natura legale che sono importanti sia al fine della valutazione dell'azienda, sia alla stesura del contratto definitivo. Si indaga sulla *governance* della società, sul patrimonio, la proprietà industriale e intellettuale dell'impresa, sui rapporti commerciali e finanziari, sull'eventuale presenza di contenziosi, sull'esistenza dei requisiti legali per l'esercizio dell'attività d'impresa, nonché sull'eventuale necessità di garanzie contrattuali.

La *due diligence fiscale* ha l'obiettivo di mettere in luce eventuali rischi fiscali. I controlli, svolti da consulenti tributari, hanno il fine di valutare la posizione dell'impresa *target* nei confronti dell'Amministrazione Finanziaria. Un primo rischio è connesso ai periodi di imposta ancora aperti e passibili di accertamento da parte dell'Amministrazione Finanziaria. È evidente come, una volta che la società sia passata sotto il controllo dei nuovi acquirenti, tale rischio si riversi su questi ultimi e, quindi dovrà essere attentamente vagliato e considerato nell'ambito del *set* di garanzie che tipicamente l'acquirente richiede ai venditori. Un secondo tipo di rischio è invece relativo al fatto che l'operazione possa essere riconosciuta dall'Amministrazione Finanziaria come elusiva, ovvero volta a raggiungere risparmi di imposta indebiti e priva di valide ragioni economiche. Inoltre avere contezza della posizione e dei rischi fiscali della *target* è importante anche per la giusta struttura fiscale dell'operazione (*asset deal* o *share deal*).

La *due diligence operativa* è un'area di indagine di fondamentale importanza per poter comprendere tutte le fasi operative del *business*, e per poter assicurare la regolare continuità dello stesso nella fase successiva al *closing* della transazione. È un'operazione che ricopre un elevato numero di aree

(sistemi e processi, ricerca e sviluppo, *risk management*, *supply chain*, etc..) e che richiede il coinvolgimento di numerose figure professionali interne ed esterne alla società.

Le attività di *due diligence* alle quali si è fatto riferimento costituiscono solo quelle maggiormente utilizzate. Tuttavia, altre aree di indagine possono essere individuate in relazione alle caratteristiche del settore e della *target* ed alle esigenze delle parti coinvolte nella transazione.

### **2.2.3. La negoziazione e la definizione del prezzo**

Solitamente il processo di negoziazione copre diverse fasi dell'intero processo di acquisizione, dall'avvio dei contatti con la controparte fino alla conclusione della trattativa. Il successo della trattativa dipende fortemente dal grado di preparazione delle persone coinvolte, che devono possedere oltre a capacità tecniche anche capacità di natura psicologica, ovvero devono essere in grado di gestire da un punto di vista emotivo, i numerosi momenti di difficoltà che possono presentarsi durante la negoziazione del *deal*<sup>43</sup>. In genere, per la gestione delle difficoltà connesse alle fasi iniziali della trattativa, si preferisce rivolgersi ad intermediari professionisti (*merchant banks* o altre società finanziarie specializzate). Non scoprirsi in prima persona sin dai primi momenti, aiuta il potenziale acquirente a sottrarsi ad eventuali reazioni o azioni di sabotaggio da parte della concorrenza. Una volta che le parti sono entrate in contatto formalizzano il loro rapporto con la sottoscrizione degli accordi di riservatezza (*confidentiality agreement*), che servono a proteggere da eventuali utilizzi inappropriati delle informazioni. Inoltre, dopo che l'impresa è stata individuata è necessario definire tutti gli aspetti finanziari (valutazione di un *range* di prezzo della società *target* e piano finanziario complessivo del progetto di acquisizione) sulla base dei

---

<sup>43</sup> AIFI, Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda, 2012 (II ed).

quali deve essere impostata la trattativa. A riguardo assume grande importanza l'utilizzo della *sensitivity analysis*, il cui scopo dovrebbe essere quello di individuare le determinanti chiave del valore e dare una maggiore elasticità in merito ai cambiamenti che, eventuali variazioni delle ipotesi nel corso della trattativa, possono determinare<sup>44</sup>. Il rischio connesso alla probabilità di interruzione di trattativa tra le parti si attenua con la stesura della lettera di intenti che, in genere, oltre a stabilire gli aspetti temporali delle ulteriori fasi di negoziazione, precisa in modo chiaro quali sono le modalità di determinazione del prezzo e di pagamento. Inoltre la lettera di intenti rappresenta lo strumento legale attraverso il quale vengono definiti i criteri con i quali la *due diligence* deve essere condotta. La *due diligence*, di cui si è parlato nel paragrafo precedente, permette di capire se il prezzo proposto è effettivamente espressione delle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione. L'esito positivo della *due diligence* è elemento imprescindibile per giungere al *signing* dell'operazione e, quindi, al momento in cui, con l'aiuto dei consulenti legali, vengono firmati tutti i contratti e gli accordi negoziati nelle fasi precedenti. In questa fase vengono solitamente firmati anche i contratti stipulati con le banche per avere il *commitment* sul debito concesso ai fini dell'acquisizione<sup>45</sup>.

Lo *share purchase agreement (SPA)* non può prescindere dal contenere i seguenti elementi:

- i. oggetto dell'acquisizione;
- ii. prezzo di riferimento;
- iii. condizioni contrattuali e di pagamento;
- iv. validità dell'offerta temporale.

---

<sup>44</sup> Bruner R. F., *Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2004.

<sup>45</sup> Maci G., *op.cit.*

Inoltre, la parte acquirente deve richiedere che, nello SPA il venditore rilasci adeguate garanzie in ordine all'effettiva consistenza del patrimonio sociale e alla qualità dei beni che di esso fanno parte, al fine di ottenere un'efficace tutela dei propri interessi in sede giudiziale qualora, successivamente alla conclusione del contratto, si scopra che alle azioni acquistate non corrisponde il patrimonio su cui gli acquirenti avevano fatto affidamento. Nel corso del *signing*, qualora l'investimento riguardi l'acquisizione di una partecipazione di minoranza, vengono firmati anche i patti parasociali, ovvero accordi extra-contrattuali con i quali i soci regolano gli aspetti della vita sociale, ad integrazione o modifica di quanto previsto nello statuto. In particolare dovranno essere regolati attraverso i patti parasociali quegli aspetti che le parti intendono mantenere più riservati o che riguardano solo alcuni soci o ancora quei comportamenti che le parti si prefiggono di tenere nella loro qualità di soci e che, riflettendo diritti soggettivi individuali, non potrebbero avere adeguata tutela in sede statutaria. I patti parasociali di maggiore frequenza e rilevanza riguardano:

- i. *stabilità della compagine sociale* – vengono previsti solitamente degli accordi di *lock-up* che obbligano i soci imprenditori a non trasferire la propria partecipazione per un periodo di tempo determinato. L'investitore potrebbe, infatti, aver effettuato l'investimento anche in funzione della capacità manageriali e di conoscenza del *business* dell'imprenditore. Molto spesso vengono utilizzate anche delle clausole del tipo *tag along* e *drag along*. Le prime obbligano il soggetto che cede la partecipazione a procurare l'acquisto, da parte del terzo, anche della partecipazione del soggetto in favore del quale tali clausole vengono definite (solitamente il socio investitore). Le seconde invece prevedono dei meccanismi tali per cui qualora il socio, che di solito è quello di maggioranza, riceve un'offerta di acquisto per la totalità del capitale sociale, gli altri soci sono obbligati a vendere la propria partecipazione.

- ii. *governo dell'impresa* – devono essere chiaramente definiti i diritti ed il ruolo che ciascun socio svolge all'interno degli organi societari. Gli strumenti di monitoraggio e di partecipazione alla gestione che vengono solitamente richiesti dagli investitori sono: diritti speciali di informazione e monitoraggio, diritti di voto o di veto in merito a determinate decisioni del consiglio di amministrazione, attribuzione di uno o più seggi all'interno di uno o più organi sociali di amministrazione e di controllo<sup>46</sup>.
- iii. *informativa societaria* – il flusso di informazioni che si instaura tra l'investitore e l'imprenditore ricopre un ruolo di fondamentale importanza. Il flusso di informazioni deve assicurare una puntuale ed esauriente comprensione delle *performance* economiche-finanziarie e condividere informazioni in merito ad elementi di rischio che possono compromettere il raggiungimento degli obiettivi di *performance*.
- iv. *disinvestimento* – data la natura dell'investimento, retta prevalentemente da motivazioni finanziarie, la fase di disinvestimento viene regolata sin dal momento in cui l'investitore entra nella compagine azionaria della *target*. L'investitore si assicura la liquidazione dell'investimento entro un periodo massimo che in genere varia dai 3 ai 7 anni. Secondo AIFI le condizioni che devono essere rispettate per garantire condizioni eque tra le parti: devono essere attivabili secondo un determinato schema temporale (c.d. *triggering* o *time frame*); devono garantire che la partecipazione venga valutata al suo reale valore di mercato (*market value*); devono garantire che il disinvestimento sia realmente perseguibile (*enforceability*) attraverso automatismi esecutivi.

---

<sup>46</sup> Donativi V., relazione su "Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI", al Convegno di Venezia su "Strategie di sviluppo per le PMI: il ruolo delle istituzioni finanziarie e del private equity", Venezia, 2007.

#### 2.2.4. Il monitoraggio e la valorizzazione dell'investimento

Dal momento in cui viene assunta la decisione di investimento segue una necessaria fase di monitoraggio dell'andamento dello stesso che viene seguita da *team* dedicati ai singoli fondi gestiti (c.d. *fund manager*). Anche se le modalità con le quali l'attività di monitoraggio viene eseguita variano a seconda delle diverse modalità di investimento, gli strumenti che gli investitori solitamente utilizzano per esercitare tale azione sono:

- i. la rappresentanza nell'organo amministrativo;
- ii. la certificazione dei bilanci da parte di primaria società di revisione, c.d. *Big Four*, che assicura un maggior livello di trasparenza e consente all'investitore una più agevole verifica degli aspetti amministrativi;
- iii. la creazione di meccanismi tali da assicurare specifiche informative destinate al consiglio di amministrazione in merito all'andamento della società oggetto dell'investimento; vengono definite opportune cadenze temporali coerentemente con il tipo di attività e gli ambiti operativi della società *target*<sup>47</sup>.

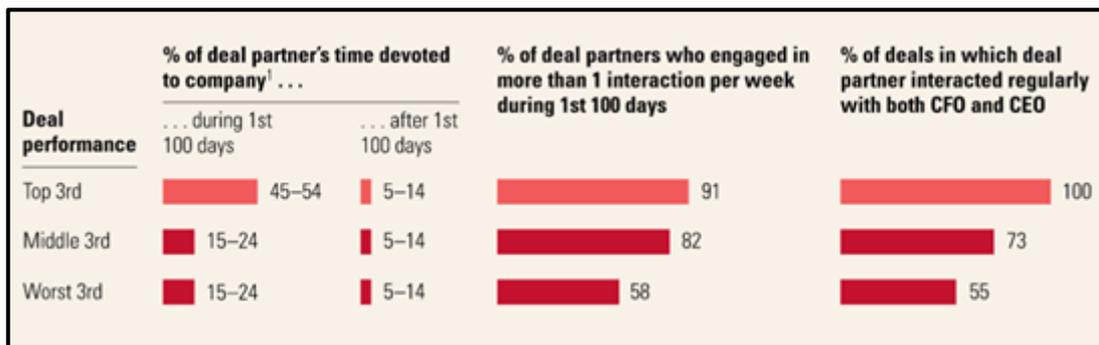
L'ingresso dell'investitore istituzionale nell'organo amministrativo oltre ad accentuare la trasparenza e ad intensificare il ruolo degli *shareholders* nell'impresa, permette di esercitare un'attenta azione di controllo del *management* ed una solerte vigilanza dei costi che contribuisce al miglioramento delle *performance* economico-finanziarie. Come è stato dimostrato da uno studio di Mckinsey i casi di maggiore successo sono quelli in cui il fondo ha adottato politiche di *ownership* attiva (vedi figura 2.2). Per raggiungere buoni risultati è necessario che i diritti acquisiti a seguito dell'ingresso nella compagine azionaria dell'azienda *target* vengano esercitati

---

<sup>47</sup> Liera M., Bettonica C., *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, Egea, Milano, 2005.

in modo attivo e partecipativo, dal momento che gli investimenti di *private equity* non si possono gestire da soli (*investments don't govern themselves*)<sup>48</sup>.

Figura 2.3, Tempo dedicato dagli operatori di *private equity* agli investimenti



Fonte: Mckinsey

I fattori chiave attraverso cui il *private equity* crea valore sono:

- i. *miglioramento della performance operativa dell'impresa* – si cerca di sostenere, attraverso una gestione attiva dell'investimento, la crescita dell'*EBITDA*.
- ii. *sfruttamento della leva finanziaria* – l'azienda *target* viene acquisita principalmente con debito, che viene poi ripagato attraverso la generazione di flussi di cassa della stessa azienda e, che al momento della vendita permette di beneficiare di un effetto amplificativo sull'*equity*.
- iii. *arbitraggio tra i prezzi* – l'azienda viene venduta a un multiplo più elevato di quello che è stato pagato al momento dell'acquisizione.

Mentre la leva finanziaria e l'*arbitrage multiple* sono elementi di ingegneria finanziaria che dipendono solo in parte dalla competenze dell'investitore istituzionale e, che sono fortemente dipendenti da fattori di natura esogena

<sup>48</sup> Mckinsey, Why some private equity firms do better than others, 2005.

quali l'andamento dei mercati finanziari, l'elemento di maggiore importanza è senza dubbio rappresentato dal miglioramento delle *performance* operative dell'impresa *target*<sup>49</sup>. Fino al 2008, gli investitori hanno tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni macroeconomiche che gli hanno permesso di contare su una facile creazione di valore attraverso l'ingegneria finanziaria, mettendo in secondo piano la gestione industriale dell'investimento. Gli anni antecedenti la crisi finanziaria sono stati infatti caratterizzati da una elevata liquidità a buon mercato e da un ciclo economico particolarmente positivo che ha fatto aumentare i multipli, tipicamente pro-ciclici, e ha fatto sì che gli investitori si concentrassero maggiormente sugli aspetti finanziari anziché sulla gestione operativa dell'impresa<sup>50</sup>. Solo negli anni 2006 e 2007 le società di *private equity* agevolate dall'enorme quantità di debito, concessa a basso costo dalle banche, hanno investito più di \$1trn<sup>51</sup>. Uno studio ha analizzato le determinanti che maggiormente incidono sulla struttura di un'operazione di *leveraged buyout*<sup>52</sup>. I principali fattori che influenzano la struttura patrimoniale di una *LBO* sono il prezzo e la disponibilità di debito; quando il credito è abbondante e a buon mercato, le acquisizioni avvengono con l'utilizzo di una leva maggiore. La crisi finanziaria che ha investito i mercati globali ha però cambiato il modello operativo degli operatori. Durante la crisi finanziaria i multipli si sono contratti e il debito che gli istituti finanziari erano disposti a concedere è di molto diminuito. I fondi che in quel periodo avrebbero dovuto disinvestire hanno affrontato non poche difficoltà dovute principalmente al fatto di non poter realizzare i rendimenti pianificati al momento dell'investimento. La riduzione della disponibilità di debito nel sistema finanziario ha quindi ridotto la possibilità di creare valore attraverso l'ingegneria finanziaria e, di conseguenza, le società di *private equity*, per continuare a generare significativi rendimenti, sono diventate maggiormente

---

<sup>49</sup> Monti E., Manuale di finanza per l'impresa, isedi, Torino, 2009.

<sup>50</sup> Carlotti M., *op. cit.*

<sup>51</sup> Coller institute of Private Equity, Performance, No. 4, spring 2011.

<sup>52</sup> Axelson U., Jenkinson T., Weisbach M., 2013, Borrow cheap, buy high. The determinants of leverage and pricing in buyout, The journal of finance, 68 (6), 2223-2267.

dipendenti dalla loro capacità di migliorare le prestazioni operative delle aziende acquisite<sup>53</sup>. Ad oggi, anche se il debito è diventato maggiormente disponibile dopo la crisi finanziaria del 2008, i livelli non sono quelli degli anni pre-crisi. Inoltre i premi di acquisizione sono aumentati e questo è dovuto in parte alle risorse accumulate dagli operatori di *private equity* durante gli anni della recente crisi finanziaria, in parte all'elevata concorrenza che si è creata su un numero relativamente piccolo di *deal*. È per questo che i miglioramenti operativi dal punto di vista sia dei costi sia dei ricavi che si riflettono sulla crescita dell'*EBITDA* rimangono, almeno ad oggi, l'unica fonte sicura di creazione di valore<sup>54</sup>. In virtù di una migliore professionalità rappresentata dalle figure apicali inserite in azienda dal fondo di *private equity*, il miglioramento dell'*EBITDA* può essere conseguito per effetto di diversi fattori. Si pensi alla possibilità per un'azienda di potersi rifornire non solo tramite i canali tradizionali, ma anche tramite acquisti diretti con *broker* esteri, che spesso non sono considerati dalle società anche solo per delle banali carenze linguistiche. Si pensi inoltre alla possibilità di poter accedere a migliori politiche di sconto, mediante la possibilità del nuovo *management* di poter offrire ai fornitori migliori condizioni di pagamento, grazie all'utilizzo di strumenti finanziari prima non utilizzati e che richiedono una maggiore conoscenza di tecniche bancarie (*factoring*, lettere di credito, *lease back*, garanzie di associazioni di categoria). Inoltre, l'attuazione di operazioni di snellimento della struttura permette di evitare inutili duplicazioni, di migliorare l'efficienza e, di conseguenza, di ottenere risparmi significativi che si riflettano sul miglioramento dell'*EBITDA*. Inutile dire che, quando si parla di risorse umane, questo ha un impatto negativo da un punto di vista sociale.

Uno studio realizzato da Ernst & Young "*Return to warmer waters: How do private equity investors create value?*", ha evidenziato le variabili che

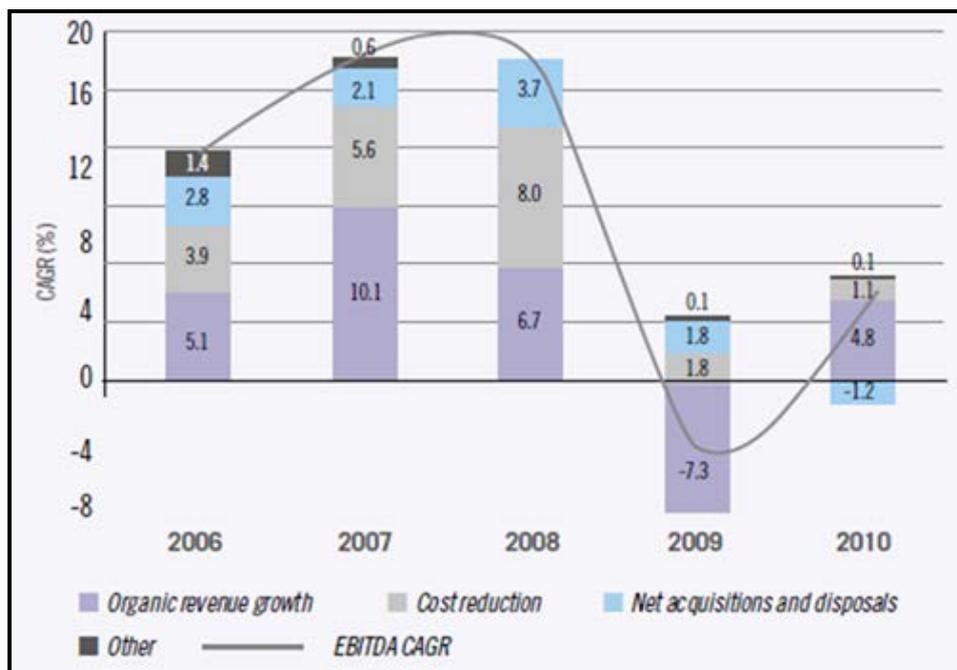
---

<sup>53</sup> Matthews G., Bye M., Howland J., 2009, Operational improvement: the key to value creation in private equity, *Journal of Applied Corporate Finance*, 21 (3), 21-27.

<sup>54</sup> BCG, The 2012 private equity report, 2012.

maggiormente incidono sulla crescita dell'*EBITDA* nelle operazioni di *private equity*<sup>55</sup>. Lo studio, che ha esaminato il valore di *way-out* tra il 2006 e 2010 di imprese europee *private equity-backed* con un *enterprise value* superiore ai €150m, ha rilevato che la crescita organica dei ricavi ha inciso fino al 46% ben al di sopra di altri *driver* di crescita come ad esempio acquisizioni e riduzioni dei costi (vedi figura 2.3). Più della metà di questa crescita proviene da iniziative che hanno cambiato il modello di *business* o di strategia. Iniziative strategiche come il riposizionamento della società nel suo mercato, lo sviluppo e la vendita di nuovi prodotti, l'espansione geografica, hanno rappresentato il 52% della crescita organica dei ricavi rispetto al 44% della crescita raggiunta attraverso un miglioramento delle vendite.

Figura 2.4, Fattori che contribuiscono alla crescita dell'*EBITDA*



Fonte: EY

<sup>55</sup> Ernst & Young, Return to warmer waters: How do private equity investors create value?, 2011.

### 2.3. Il processo di disinvestimento

La fase del disinvestimento costituisce il momento più delicato dell'intero processo di investimento poiché è in questa fase che l'investitore realizza il guadagno in conto capitale programmato. Gli investitori devono prestare maggiore attenzione all'individuazione del momento e del canale più adeguato per realizzare il disinvestimento. Le principali modalità di cessione della partecipazione<sup>56</sup> sono rappresentate da:

- i. la quotazione sul mercato borsistico (*IPO – initial public offering*);
- ii. la cessione a un operatore di natura industriale (*trade sale*);
- iii. la cessione a un altro operatore finanziario (*secondary buyout*);
- iv. il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buy-back*);
- v. svalutazione parziale o totale della partecipazione a seguito della perdita di valore (*write-off*);
- vi. distribuzione di un dividendo straordinario (*dividend recaps*).

Anche se il meccanismo di uscita è solitamente definito già al momento dell'investimento è possibile affermare che l'attività di cessione non risulta mai pianificabile con un elevato grado di certezza. La scelta della modalità di disinvestimento è determinata da una serie di fattori quali le caratteristiche dell'impresa *target* (dimensione, settore di attività, struttura organizzativa, etc.), i risultati che l'investitore e l'imprenditore sono riusciti a raggiungere, nonché da fattori che solitamente vengono definiti già in fase di negoziazione, come ad esempio i patti parasociali che prevedono il processo di quotazione in borsa entro una determinata data. Un altro importante elemento che deve essere tenuto in considerazione quando si tratta di preferire l'una o l'altra modalità di uscita, è rappresentato dalla quota di capitale posseduta dall'investitore. Dismettere una partecipazione di

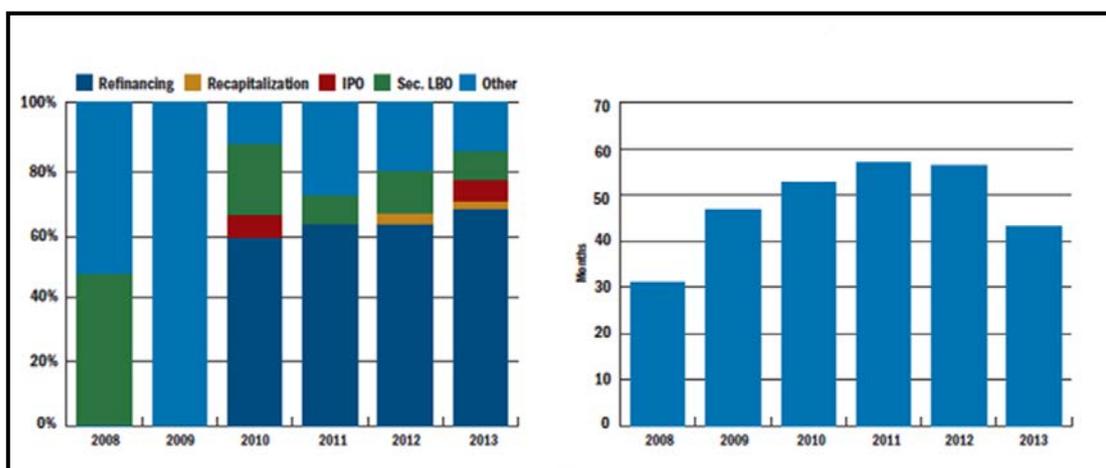
---

<sup>56</sup> Maci G., *op. cit.*

maggioranza o di minoranza richiede valutazioni totalmente differenti. Nel primo caso è generalmente preferita la via del *trade sale* o del *secondary buyout* (disinvestimento dell'intera partecipazione), mentre nel secondo caso la via più comunemente percorsa è quella della quotazione sul mercato borsistico (uscita parziale dall'investimento). Inoltre, la modalità di dismissione della partecipazione, potrebbe essere influenzata dalle condizioni generali del mercato del credito, dalla fase attraversata dal mercato borsistico e quella che caratterizza il mercato delle operazioni di *M&A*. Negli anni antecedenti all'esplosione della crisi economica, ad esempio, i *secondary buyout*, in passato poco frequenti, si sono dimostrati sempre più diffusi. Gli investitori, infatti, erano spesso in grado di offrire ai venditori condizioni migliori degli investitori industriali, superando il valore delle sinergie. Durante la recente crisi finanziaria le tradizionali modalità di *exit* preferite dagli operatori hanno subito un forte calo favorendo l'aumento di situazioni di *write-off*, che soprattutto nel 2009, in un contesto negativamente influenzato dalle difficoltà sul mercato del debito e dal cattivo andamento delle imprese industriali, hanno giocato un ruolo significativo. La situazione di stallo sui mercati dell'*M&A* e dell'*IPO* si è protratta anche nel 2012 e 2013. Tuttavia, le favorevoli condizioni sul mercato del credito hanno portato all'aumento di situazioni di *leveraged dividend recapitalization transactions*, meglio conosciute come *dividend recaps*, ovvero al pagamento di un dividendo straordinario dalla società al fondo, finanziato tramite l'accesso al mercato del credito. Sono diversi i benefici che derivano da *dividend recaps*. In primo luogo il fondo di investimento ha la possibilità di aumentare il tasso di rendimento generato sull'operazione, rientrando in possesso parzialmente o totalmente del capitale investito nella *target* in fase di *entry* senza perdere il controllo o la capacità di catturare i benefici derivanti dalla crescita degli utili futuri della società. Inoltre, il fondo ha la possibilità di beneficiare dell'effetto *tax shield* derivante dalla deducibilità degli interessi passivi pagati sul debito di nuova

emissione. La situazione fin qui descritta si è tradotta, da un punto di vista temporale, nella necessità di gestire *holding period* più lunghi (vedi figura 2.4).

Figura 2.5, Modalità di rifinanziamento delle partecipazioni; a destra: *holding period* medio

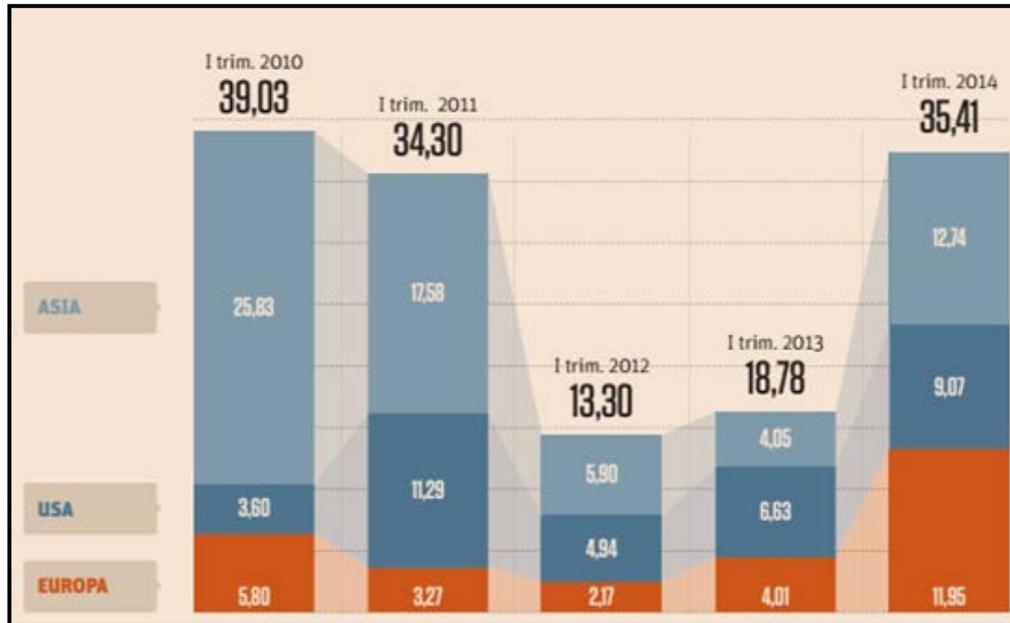


Fonte: S&P Capital IQ LCD

Recentemente il mercato dell'*IPO* sembra essere ripartito. Secondo dati Dealogic nel primo trimestre dell'anno sui listini di Europa, Usa e Asia ci sono stati 252 collocamenti per un controvalore complessivo di oltre 35 miliardi di euro, il miglior dato dal 2007 ad oggi (vedi figura 2.5). Il *private equity* ha giocato un ruolo da protagonista rappresentando più di un quarto delle *IPO*. Negli USA il *boom* ha interessato soprattutto il campo delle biotecnologie mentre in Europa le quotazioni hanno interessato maggiormente le aziende operanti nel campo dei servizi al consumo, del comparto finanziario e quello industriale<sup>57</sup>.

<sup>57</sup> Carlini V., Borse, Ipo per 12 miliardi in Europa, in Il Sole 24 Ore, 20 aprile 2014, pp. 17.

Figura 2.6, La dinamica delle IPO nel mondo



Fonte: Il Sole 24 ore

### 2.3.1. Il disinvestimento tramite quotazione in borsa

La quotazione sui mercati regolamentati rappresentata, nella maggior parte dei casi, la modalità di uscita più ambita da parte dell'investitore istituzionale. Tuttavia, per poter accedere a questo canale di disinvestimento, è essenziale che l'impresa risponda ad una serie di requisiti di natura organizzativa, finanziaria e strategica. È opinione oramai condivisa tra gli imprenditori che la presenza del socio istituzionale nella compagine azionaria faciliti l'avvicinamento dell'azienda al mercato. Le regole di *corporate governance* richieste dall'investitore, infatti, precedono la maggior parte degli adempimenti richiesti dai regolamenti dei mercati borsistici più evoluti e preparano da un punto di vista culturale il *management* e gli imprenditori. Dato che l'adesione ad un mercato regolamentato, oltre a produrre effetti direttamente connessi alla gestione finanziaria incide anche sull'immagine e la credibilità dell'impresa nei confronti dei suoi *shareholders*,

una delle questioni più importanti quando si affronta la decisione di quotazione borsistica riguarda la scelta del mercato<sup>58</sup>. Gli elementi che devono essere tenuti maggiormente in considerazione nella scelta del mercato possono riassumersi tra i seguenti:

- i. i tempi e i costi di quotazione;
- ii. la dimensione;
- iii. l'efficienza e la trasparenza;
- iv. la localizzazione geografica e le potenziali connessioni con altri mercati;
- v. le caratteristiche riguardanti il settore di appartenenza e le dimensioni delle imprese quotate.

### ***2.3.2. Il disinvestimento tramite trade sale***

Tra le modalità di disinvestimento quella certamente più diffusa è rappresentata dalla vendita della partecipazione ad un operatore industriale. Rispetto ad altre modalità di disinvestimento come l'*IPO*, il *trade sale* presenta vantaggi e svantaggi.

Vantaggi:

- i. la possibilità di ottenere un rendimento maggiore come premio per le potenziali sinergie che l'operatore industriale è in grado di attivare inserendo l'impresa *target* all'interno della sua economia;
- ii. la partecipazione è liquidabile nell'immediato al 100%;
- iii. rispetto all'*IPO* si tratta nella maggior parte dei casi di un'operazione più economica e rapida;
- iv. non è necessario convincere un gran numero di investitori in merito alla bontà dell'investimento come avviene invece nel caso dell'*IPO*.

---

<sup>58</sup> Maci G., *op. cit.*

Svantaggi:

- i. opposizione da parte del *management* che teme di perdere la propria indipendenza;
- ii. assenza di *trade buyers* interessati;
- iii. possibili difficoltà nella trattativa in merito a tematiche quali prezzo e garanzie.

È prassi sempre più diffusa sui mercati più evoluti che l'investitore istituzionale, nel momento in cui decide di disinvestire la propria partecipazione, si affidi ad un intermediario per l'organizzazione di un processo di asta competitiva. Obiettivo dell'asta competitiva, infatti, è quello di massimizzare il valore della partecipazione attraverso la competizione tra potenziali acquirenti.

### ***2.3.3. Il disinvestimento tramite secondary buyout***

Quando il *trade sale* ha come obiettivo la cessione della partecipazione non a un acquirente industriale, bensì ad altro investitore in *equity* si parla di *secondary buyout*. La dismissione avviene generalmente alla fine di un ciclo che ha visto l'impresa oggetto di un'operazione di *buyout*. In questa fase da una parte l'investitore di *private equity*, essendo riuscito a ripagare il debito contratto, risulta pronto a capitalizzare il proprio investimento, mentre dalla parte del potenziale acquirente vi è la convinzione che il successo dell'operazione possa essere replicato e che l'azienda possa farsi carico di ulteriori quote di debito ripagabili grazie alla stabilità dei suoi flussi di cassa e alla cessione di *asset* considerati non strategici.

#### ***2.3.4. Il riacquisto della partecipazione da parte del proprietario originario***

Una ulteriore modalità di disinvestimento è rappresentata dal riacquisto della partecipazione da parte dei proprietari originari. I casi più frequenti in cui si verifica il riacquisto della partecipazione riguardano le operazioni di *expansion financing* in cui solitamente l'investitore istituzionale entra con una quota di minoranza. Nel caso in cui in sede di negoziazione non si fosse raggiunto il consenso in merito alla quotazione dell'azienda, è possibile prevedere dei meccanismi tali per cui, entro un determinato periodo di tempo, la partecipazione viene riacquistata dai proprietari originari che richiamano la partecipazione inizialmente alienata (*call option*) o venduta dall'investitore finanziario tramite l'attivazione di una *put option*. Logicamente, il notevole impegno finanziario che richiede l'acquisto della partecipazione, può costringere i proprietari originari a ricorrere all'indebitamento. In alternativa, qualora i proprietari abbiano manifestato un disinteresse o l'impossibilità ad un *buy-back*, la partecipazione potrebbe essere acquistata dal *management* della stessa impresa, configurandosi così un'operazione di *management buyout*.

### 3. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA TARGET

La teoria della valutazione d'azienda ha da sempre evidenziato come valore e prezzo siano due grandezze che, in quanto determinate e influenzate da fattori differenti, portano a risultati spesso non coincidenti. Il concetto di valore d'impresa viene ricondotto dalla teoria classica a quello di capitale economico, ovvero al valore che, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale, la situazione del mercato dell'*M&A* ed in linea generale qualunque elemento derivi da interessi o fattori legati alle specifiche parti in causa, può essere considerato congruo per il capitale dell'azienda, determinato attraverso una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile. Diversamente dalla nozione di capitale economico, il valore di mercato viene influenzato da fenomeni esogeni incontrollabili e per lo più legati all'efficienza dei mercati finanziari e al rapporto tra domanda e offerta, per le società quotate, e al rapporto tra richiedenti e offerenti di aziende di un certo tipo, per le società non quotate in mercati regolamentati. È per questo che la coincidenza tra valore e prezzo deve essere considerata come un puro fatto occasionale anziché l'espressione dell'efficienza dei mercati. L'esempio più evidente è rappresentato dalle società quotate dove il prezzo di borsa viene giornalmente influenzato da molti fattori estranei alle caratteristiche e alle prospettive effettive dell'azienda e, almeno nel breve periodo, la valutazione effettuata utilizzando un input di questo tipo conduce per l'azienda *target* a un valore diverso da quello trovato utilizzando altre tecniche di valutazione. Nell'ambito delle transazioni di *private equity* o *venture capital* la valutazione non è mai teorica ma sempre legata a un prezzo, reale ed effettivo, che è quanto costituirà base di scambio nella negoziazione stessa. Alla società in oggetto dunque viene attribuito un prezzo più che un valore, e quindi al risultato finale contribuiranno non solo aspetti di tipo qualitativo, ma anche, e soprattutto, la libera negoziazione tra le parti e la relativa forza contrattuale di ciascuna di esse. Dunque, la valutazione finale,

ovvero il prezzo, non dipende tanto dalle accurate metodologie elaborate dalla dottrina negli ultimi anni, che per motivi di completezza verranno comunque esposte nei paragrafi successivi, ma piuttosto da calcoli semplici, basati su dati il più possibile reali e verificabili, lasciando poi alla dinamica negoziale e di mercato l'identificazione del parametro più corretto. Per questo nonostante la validità di metodi tecnicamente ineccepibili e senz'altro corretti dal punto di vista teorico, come il *discounted cash flow* e l'*adjusted present value*, il metodo più diffuso a livello internazionale sul mercato del *private equity* è quello dei multipli. Tale metodo viene utilizzato sia nella configurazione tradizionale, sia sulla base di criteri più specifici ed avanzati che la prassi operativa ha consolidato nel tempo, quali il metodo dell'*IRR target* ed il *venture capital method*.

### **3.1. Il metodo del *discounted cash flow* (DCF)**

Il metodo del *discounted cash flow* è il metodo maggiormente riconosciuto ed accettato a livello internazionale per la valutazione d'azienda. Il DCF si basa sull'assunto che è possibile determinare il valore di una società basandosi sui *cash flow* che questa sarà in grado di generare nel futuro. Non essendo possibile determinare con precisione i flussi di cassa che l'azienda genererà per tutta la sua vita si adotta una semplificazione che consiste nello scomporre i flussi di cassa in due, prevedendo un periodo di previsione esplicita e un periodo di previsione sintetica dei flussi. Il primo solitamente oscilla tra i 5 e i 10 anni e l'ampiezza di tale periodo dipende dalla natura dell'attività aziendale che si valuta e dalla stabilità nel tempo dei principali assunti su cui la previsione si regge. Il valore del periodo di previsione sintetica invece si riflette nel calcolo del *terminal value*, cioè nel valore derivante dai flussi di cassa che l'azienda genererà nel periodo successivo a quello di previsione analitica. Il *terminal value* rappresenta molto spesso una

parte consistente del valore aziendale complessivo (in genere oscilla tra il 50% e l'80% mentre nelle *start-up* può arrivare a pesare anche più del 100%) ed è per questo che bisogna fare attenzione circa le variabili che lo influenzano: i flussi di cassa a regime, il tasso di crescita, il costo del capitale. Per l'applicazione del metodo del *discounted cash flow* è necessario che l'impresa versi in una fase di stabilità (la previsione dei flussi di cassa deve essere estesa fin quando l'impresa non raggiunge un equilibrio sul mercato). L'impresa è in una fase di stabilità quando:

- i. il ritorno sul capitale investito netto operativo è costante nel tempo;
- ii. la dinamica del capitale circolante netto è stabile;
- iii. vi è una politica di investimenti definita.

La formula generale per determinare il valore di un'azienda è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

dove:

$FCF_t$ , sono i flussi di cassa che l'impresa genera in ogni anno del periodo di previsione esplicita,

$r$ , è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa,

$TV$ , è il valore residuo o *terminal value* dell'azienda,

$n$ , è il numero di anni dell'orizzonte di previsione analitica dei flussi.

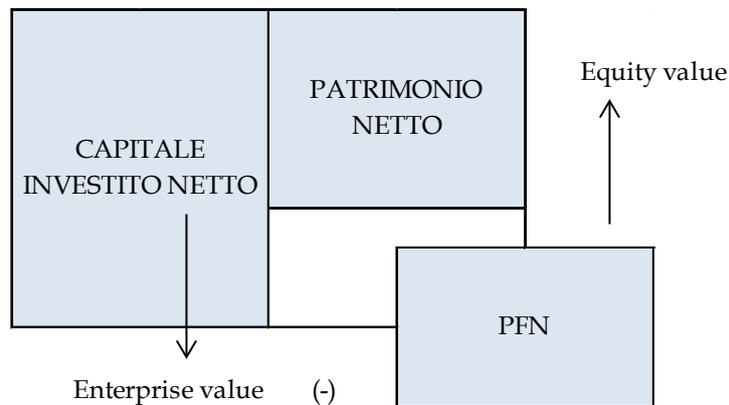
Il valore economico del capitale dell'azienda può essere determinato seguendo un approccio c.d. *entity side* o *equity side*. Adottare il primo modo significa determinare il valore dell'azienda nella sua totalità (*enterprise value* o *firm value*), mentre l'adozione del secondo approccio porta alla valutazione del solo capitale di rischio (*equity value*).

I due criteri sono complementari in quanto legati dalla seguente relazione:

$$\text{Enterprise value} = \text{Equity value} + \text{PFN}$$

dove la *PFN* rappresenta l'impegno finanziario totale della società calcolato al netto delle attività finanziarie.

Figura 3.1, L'enterprise value e l'equity value



Fonte: *Tecniche di private equity*, Carlotti M.

La configurazione dei parametri utilizzati per esprimere i flussi è all'origine delle due principali versioni dei metodi finanziari<sup>59</sup>:

- i. la versione *asset side* (*WACC method*) del modello si basa su flussi di cassa parziali lordi disponibili per azionisti e creditori (*free cash flow to firm*):

$$W_{EV} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

<sup>59</sup> Romano M., Taliento M., 2002, Economic value added (E.V.A.) e unlevered discounted cash flow (U.D.C.F.) nella valutazione delle aziende, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 354-370.

- ii. la versione *equity side* si basa su flussi di cassa complessivi netti disponibili ai soli azionisti (*free cash flow to equity*):

$$W_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

L'approccio maggiormente utilizzato è quello *entity side*, più propriamente detto *unlevered discounted cash flow* o *WACC method*, in quanto supera l'ostacolo della struttura finanziaria e valuta l'azienda come se non avesse debito, la valuta da un punto di vista operativo.

#### **La determinazione dei flussi di cassa**

L'approccio *entity side* e l'approccio *equity side* differiscono per i diversi elementi dai quali sono caratterizzati. In particolar modo nell'approccio *entity side*, che come è stato detto, determina il valore dell'impresa nel suo complesso e indirettamente (se sottratta la *PFN*) il valore dell'*equity*, il flusso di cassa utilizzato è il *free cash flow from operations (FCFO)*, che rappresenta la liquidità generata dal core *business* dell'impresa e che non tiene conto degli aspetti finanziari della stessa. Il *FCFO* è determinato al seguente modo:

ricavi operativi	
(-) costi operativi	
margine operativo lordo (o EBITDA)	
(-) ammortamenti	
reddito operativo (o EBIT)	
(-) imposte operative	
reddito operativo al netto delle imposte	
(+) ammortamenti	
margine operativo lordo al netto di imposte	
(±) variazione del capitale circolante netto (δCCN)	
(±) variazione del capitale fisso (δCAPEX)	
<b>(=) Flusso monetario della gestione operativa (FCFO)</b>	

Nell'approccio *equity side* il valore dell'azienda viene determinato utilizzando il flusso di cassa a disposizione dei soli azionisti o *free cash flow to equity* (FCFE), che rappresenta la cassa generata dall'impresa al netto dei costi operativi, delle tasse, degli investimenti in capitale fisso e circolante e al netto del rimborso dei debiti e del pagamento dei relativi oneri finanziari. Il FCFE si calcola al seguente modo:

free cash flow from operations
(+) imposte operative
(-) imposte nette
(-) interessi passivi netti
(±) variazione di debito
(±) rimborsi/versamenti di capitale
(=) Free cash flow to equity (FCFE)

### *La determinazione del costo del capitale*

In base al principio di coerenza tra flusso da scontare e saggio di attualizzazione, flussi di cassa parziali (*free cash flow from operations*) devono essere scontati al costo medio ponderato del capitale, il WACC, mentre flussi netti o complessivi (*free cash flow to equity*) devono essere scontati al costo del capitale proprio,  $K_e$ .

*Costo del capitale proprio* – il modello maggiormente utilizzato per stimare il costo del capitale proprio è quello del *capital asset pricing model* (CAPM)<sup>60</sup>:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

$R_f$  rappresenta il *risk free rate*, ovvero il rendimento di un'attività priva di rischio. Tipicamente vengono considerati titoli di stato con scadenze a medio

---

<sup>60</sup> Possibili modelli alternativi al CAPM sono: l'*arbitrage pricing theory* (APT) di Ross (1976); *three factor model* di Fama e French (1993).

lungo termine<sup>61</sup>. La seconda componente, ovvero la differenza tra il rendimento atteso dall'investimento nel portafoglio di mercato e il *risk free*, rappresenta il premio per il rischio. L'investimento in azioni comporta due profili di rischio: il rischio specifico, che può essere eliminato attraverso un processo di diversificazione, e il rischio sistematico, che dipende dagli andamenti generali dell'economia e che non può essere eliminato. IL *CAPM* stima questa componente; in particolare stima il rischio aziendale in termini di variabilità dei rendimenti storici aziendali rispetto ai rendimenti di mercato; più i rendimenti aziendali si discostano da quelli di mercato, maggiore è il rischio, maggiore sarà il premio richiesto dall'investitore per investire nell'azienda. Il rischio sistematico è rappresentato dal beta. Sostanzialmente il beta misura come reagisce il rendimento del capitale della società oggetto di valutazione alle variazioni del rendimento del mercato. Statisticamente è definito come segue:

$$\beta = \frac{COV(R_A; R_m)}{VAR(R_m)}$$

dove:

$\beta$ , è il beta dell'impresa considerata,

$COV(R_A; R_m)$ , è la covarianza tra i rendimenti dell'azienda e quelli del mercato,

$VAR(R_m)$ , è la varianza del rendimento di mercato.

I fattori dai quali il beta risulta influenzato sono sostanzialmente tre: il settore di appartenenza dell'impresa, il grado di leva operativa, il livello di leva finanziaria. Più il settore di appartenenza dell'impresa risulta sensibile agli andamenti del mercato in generale, più il beta risulta elevato. Inoltre a una maggiore leva operativa corrisponde una maggiore variabilità dei risultati aziendali, che si traduce in un beta maggiore. Infine, il rischio sistematico oltre

---

<sup>61</sup> Negli ultimi anni in Europa per molte valutazioni ci si è riferiti al *bund* tedesco perché è quello che viene percepito come meno rischioso.

al rischio operativo, comprende anche il rischio finanziario. A un maggior livello di leva, infatti, corrisponde un beta maggiore. Ne deriva che la stima del costo del capitale fa sorgere dei problemi relativamente agli effetti del livello di *leverage*. In genere, infatti, i beta delle società non quotate vengono calcolati utilizzando beta medi, determinati con riferimento a un campione di società appartenenti allo stesso settore. Quando il rischio finanziario dell'azienda oggetto di valutazione è molto diverso dal rischio finanziario medio delle aziende che compongono il campione di *comparables*, ci si trova di fronte alla necessità di ridefinire il beta della società. In questo caso il beta va scorporato della componente finanziaria (*beta unlevered* o  $\beta_u$ ) e ricalcolato considerando il rischio finanziario specifico dell'azienda (*beta levered* o  $\beta_L$ ). La tecnica più utilizzata per fare questo è la formula di Hamada:

- i. *unlevering*:  $\beta_u = \beta_L / (1 + D/E)$
- ii. *rileveraging*:  $\beta_L = \beta_u \times (1 + D/E)$

Numerose fonti pubblicano regolarmente i beta dei titoli quotati (Morgan Stanley Beta Book, Merrill Lynch Beta Book, Bloomberg). Alcune fonti come Merrill Lynch e Bloomberg pubblicano anche i c.d. *beta adjusted*, che sono corretti con l'obiettivo di ottenere una migliore stima per il futuro. Bloomberg, ad esempio, calcola i beta rettificati come media ponderata fra il beta della regressione (*raw beta*) e il beta dell'intero mercato che è 1. I pesi adottati hanno l'effetto di avvicinare tutti i beta ottenuti con la regressione a 1. Ciò viene fatto perché numerosi studi empirici documentano che per la maggior parte delle società, il beta, nel corso del tempo, tende ad avvicinarsi al beta medio del mercato<sup>62</sup>.

---

<sup>62</sup> Damodaran A., *Applied corporate finance: a user's manual*, John Wiley & sons, New York, 1999.

Costo medio ponderato del capitale (o *weighted average cost of capital*) – il *weighted average cost of capital* (WACC), rappresenta il costo opportunità del capitale investito netto operativo ed è calcolato come media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times \frac{D}{E + D} (1 - \tau)$$

dove:

WACC, è il costo medio ponderato del capitale,

$K_e$ , è il costo del capitale proprio,

$\frac{E}{E+D}$ , rappresenta il peso dell' equity nella struttura del capitale,

$\frac{D}{E+D}$ , rappresenta il peso del debito nella struttura del capitale,

$K_d$ , è il costo del capitale di credito,

$(1 - \tau)$ , rappresenta lo scudo fiscale (o *tax shield*), ovvero il beneficio derivante dalla deducibilità degli oneri fiscali sul debito.

Come è stato detto, per il principio della coerenza tra flussi e tassi, nell'approccio *entity side*, i FCFO vengono scontati utilizzando il WACC.

### ***Il tasso di crescita***

Il tasso di crescita  $g$  è una variabile critica del modello del DCF. Un'errata stima può infatti portare ad errori rilevanti, soprattutto per quanto riguarda la determinazione del valore dell'azienda nella fase post-previsione analitica, quindi per il calcolo del *terminal value*<sup>63</sup>. È oramai prassi effettuare un'analisi di sensitività per verificare come il valore aziendale cambia al variare delle ipotesi sul *growth rate* e tasso di attualizzazione. Il tasso di crescita  $g$  può essere stimato sia facendo riferimento ad una media dei saggi di crescita storici dei flussi di cassa di aziende comparabili, sia analiticamente tramite

---

<sup>63</sup> Forestieri G., Corporate & investment banking, Egea, Milano, 2009.

approfondite analisi condotte sulle informazioni economico finanziarie dell'azienda.

### *Limiti del discounted cash flow*

Anche se il *discounted cash flow* è considerato dalla dottrina e dalla prassi come il metodo più esauriente e diretto nel catturare tutti gli elementi che determinano il valore dell'impresa, tale metodo presenta alcuni limiti per la valutazione dell'azienda *target* nelle operazioni di *private equity* e *venture capital*.

Nelle operazioni di *venture capital*, la limitata storia e gli alti tassi di fallimento, fanno sì che le *start-up* siano più difficili da valutare rispetto ad altre aziende<sup>64</sup>. Quando si utilizza il *DCF*, le difficoltà si hanno essenzialmente per quanto riguarda la determinazione dei flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'impresa, il calcolo del costo del capitale, la determinazione del tasso di crescita attesa *g* (derivante da nuovi investimenti e da una maggiore efficienza delle attività esistenti) ed infine per la valutazione in merito al momento in cui l'impresa raggiungerà un punto di crescita di crescita stabile (riflessione essenziale per la stima del valore terminale). L'approccio *standard* per la previsione dei *cash flow* si basa sulle informazioni economiche e finanziarie ricavabili da una sequenza di bilanci pro-forma dell'azienda. Nelle imprese più giovani, le scarse informazioni economiche e finanziarie contenute nei bilanci messi a disposizione delle società e, l'assenza di dati storici, rende difficile la valutazione della sostenibilità dei risultati messi a disposizione dalla stessa azienda al variare delle condizioni macroeconomiche. Anche la determinazione del costo del capitale non risulta certamente un facile affare. Nell'ambito delle operazioni di *venture capital*, non è insolito che l'idea imprenditoriale abbracci un progetto che non è mai stato preso in

---

<sup>64</sup> Damodaran A., 2009, Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges, Stern School of Business.

considerazione da qualcun altro prima. In tali casi potrebbe non bastare un po' di buon senso per ottenere delle stime approssimative del rischio sistematico dell'impresa<sup>65</sup>. Un *escamotage* in genere utilizzato in tali casi ed in particolare quando si hanno a disposizione i dati contabili della società, è quello di utilizzare gli *earnings beta* (misurano la covarianza tra i *cash flow* generati dalle attività innovative dell'impresa e quelle del mercato) che hanno una certa correlazione con i beta azionari. Per quanto riguarda il tasso di crescita  $g$ , è bene sottolineare come la maggior parte del valore di una società giovane sia insita in tale dato. L'assenza di ricavi in alcuni casi, e la mancanza di una storia sui ricavi negli altri, rende impossibile l'utilizzo del dato sulla crescita del fatturato nel passato come input per la stima dei ricavi futuri e, di conseguenza, spesso si è dipendenti dalle stime della stessa azienda. Inoltre l'assenza di dati storici che riguardano altre giovani imprese comparabili rende più complicate le cose. Un ulteriore procedimento solitamente utilizzato per la determinazione del tasso di crescita di imprese mature consiste nella stima di  $g$  sulla base di specifiche analisi condotte sui piani economici dell'impresa. In questi casi, per la determinazione del tasso di crescita, si guarda a quanto l'impresa reinveste in nuovi progetti di investimento al fine di generare la crescita prevista. Tuttavia, la redditività del capitale, che spesso è utilizzata come punto di partenza per la stima dei rendimenti futuri, è generalmente un rendimento negativo per le giovani imprese. Infine, l'ultimo elemento da tenere in considerazione quando si applica il metodo del *discounted cash flow* è il *terminale value*. Se il TV rappresenta una componente importante del valore complessivo di una impresa tipica, tale elemento rappresenta una componente ancora più importante in una *start-up*. Non è insolito, infatti, che in questi casi il peso del *terminale value* rappresenti più del 100% del valore della società. Di conseguenza, le riflessioni in merito a quando l'impresa raggiungerà una crescita stabile (pre-requisito indispensabile per la stima del *terminal value*),

---

<sup>65</sup> Gompers P. A., 2012 (Revised in July 2013), A Note on valuation in private equity, Harvard Business School, No. 9, 213-034.

possono avere un impatto sostanziale sul valore che viene attribuito alla società. Tuttavia, visto l'elevato tasso di fallimento che caratterizza le *start-up*, bisogna tenere in considerazione che queste aziende potrebbero non raggiungere mai una crescita stabile e, la stima della probabilità di sopravvivenza, che rappresenta una componente critica del valore, anche se non facile da stimare deve trovare un posto nel calcolo del *TV*. Inoltre, anche se si assumesse che la società potesse raggiungere una crescita stabile nel futuro, il giudizio in merito al quando, sembra essere molto difficile da formulare.

Nelle operazioni di *private equity* i problemi riguardano essenzialmente la determinazione del costo del capitale dell'azienda. Il calcolo del *WACC*, infatti, è fortemente incentrato sulla struttura del capitale dell'azienda ed è per questo che tale metodo risulta maggiormente adatto in quelle situazioni in cui la struttura finanziaria tende a rimanere abbastanza stabile nel tempo. Come visto nel paragrafo primo, nelle operazioni di *LBO*, l'acquisizione della società viene solitamente finanziata con un elevato livello di *leverage*, che viene ripagato con i flussi di cassa che la stessa società genera nel tempo. A causa della posizione di indebitamento particolarmente critica nei primi anni, si suppone che il costo del debito risulti inizialmente elevato e, che man mano che la struttura del capitale tende a una situazione di stabilità, il costo del capitale diminuisca. Se da un lato la remunerazione richiesta da azionisti e creditori per finanziare l'impresa diminuisce via via nel tempo, per effetto del minore rischio finanziario che la caratterizza e che nel calcolo del *WACC* si riflette nel  $\beta$  e nel  $K_d$ , dall'altra diminuisce anche il beneficio derivante dallo scudo fiscale, ovvero la deducibilità degli interessi passivi che vengono pagati sul debito. È per questo, che anche se il *DCF*, nella sua versione *unlevered*, è stato nel passato il modello favorito nella pratica, diversi studi, ad oggi, sembrano convergere in merito all'utilizzo di un'altra metodologia di valutazione, l'*adjusted present value*, che risulta più adatto nelle situazioni

in cui la struttura del capitale è fortemente variabile e che meglio permette di valutare gli effetti della struttura finanziaria sul valore dell'impresa<sup>66</sup>.

### 3.2. *L'adjusted present value (APV)*

L'*adjusted present value* rappresenta una variante del metodo del *discounted cash flow* ed il suo utilizzo risulta particolarmente indicato quando:

- i. la struttura finanziaria dell'impresa cambia significativamente durante il periodo di valutazione (tipico delle operazioni di *LBO*);
- ii. durante il periodo di valutazione sono previste delle perdite, eventualmente riportabili a crediti d'imposta (situazione tipica delle operazioni di *venture capital*).

L'*APV* determina il valore dell'azienda utilizzando flussi di cassa parziali e ipotizzando che l'azienda sia completamente finanziata con *equity*. A parte viene poi determinato separatamente il valore di altre componenti che incidono sul valore dell'impresa stessa, tra cui il valore attuale del *tax shield* e quello dello scudo di imposta sulle perdite deducibili. Se la sola componente tenuta in considerazione fosse quella del *tax shield* sarebbe possibile scomporre il valore dell'impresa in due parti:

- i. l'*enterprise value* che viene determinato attualizzando i *free cash flow from operations* al costo del capitale proprio *unlevered* (che non tiene conto del rischio finanziario)<sup>67</sup>;

---

<sup>66</sup> Fernández P., 2007, A more realistic valuation: APV e WACC with constant book ratio, IESE Business School-University of Navarra, No. 715; Löffler A., 1998, WACC approach and non constant approach, Freie Universität Berlin; Inselbag I., Kaufold H., 1997, Two DCF approaches for valuing companies under alternative financing strategies, Journal of Applied Corporate Finance, 10 (1), 114-122; Arzac E. R., 1996, Valuation of highly leverage firms, Financial Analyst Journal, 52 (4), 42-50.

<sup>67</sup>  $K_e = R_f + \beta_u \times (R_m - R_f)$

- ii. il valore attuale del *tax shield*<sup>68</sup>, ovvero il beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari sul debito<sup>69</sup>.

La formula per esprimere quanto espresso è la seguente:

$$W_{EV} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + K_u)^t} + \frac{TV}{(1 + K_u)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{K_d * D_t * \tau}{(1 + K_d)^t}$$

dove:

$FCFO_t$ , sono i flussi di cassa a disposizione dell'azienda in ogni periodo t,

$K_u$ , è il costo del capitale proprio *unlevered*,

$K_d$ , è il costo del capitale di credito,

$D_t$ , rappresenta il debito esistente in ogni periodo t,

$\tau$ , è l'aliquota d'imposta,

$TV$ , è il valore terminale dell'impresa.

L'*adjusted present value* è un metodo molto trasparente che permette di apprezzare il valore di ogni singola componente a differenza di quanto avviene nel metodo del *discounted cash flow* dove le varie componenti del valore sono incluse nel calcolo del WACC<sup>70</sup>.

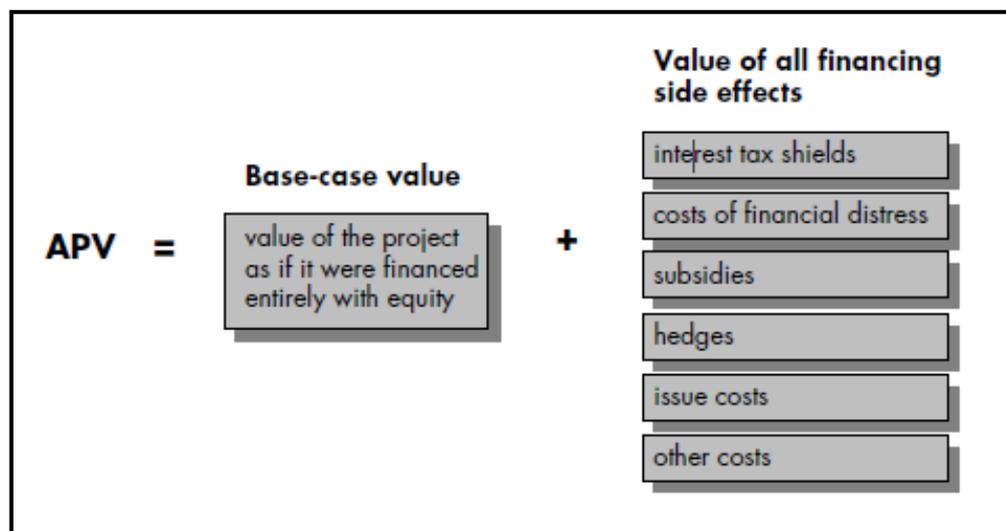
---

<sup>68</sup> La scelta del tasso di sconto nell'APV è tutt'ora materia di dibattito. Copeland nel 2000 affermò <<the finance literature does not provide a clear answer about which discount rate for the tax benefit of interest is theoretically correct>>. Molti autori (Myers, Luehrman, Damodaran) credono sia più corretto scontare il *tax shield* al costo del debito, altri (Modigliani e Miller) al *risk free*, altri ancora (Miles and Ezzell) hanno suggerito di scontare il *tax shield* il primo anno al costo del debito e gli anni seguenti utilizzano  $K_u$  (P. Fernández, 2007).

<sup>69</sup> Secondo Damodaran il beneficio derivante dalla deducibilità degli interessi passivi dovrebbe essere calcolato al netto dei costi di dissesto/fallimento. Tuttavia, è lo stesso autore a concludere dicendo <<research that has looked at the direct costs of bankruptcy concludes that they are small relative to firm value>>. È per questo che la prassi internazionale non tiene conto di questo aspetto (A. Damodaran, 2012).

<sup>70</sup> Luehrman T. A., 1997, Using APV: a better tool for valuing operations, Harvard Business Review, 75 (3) 145-154.

Figura 3.2, Le componenti del valore nell'APV



Fonte: *Using APV: a better tool for valuing operations*, HBR

Le caratteristiche di questa metodologia di valutazione che per la prima volta fu proposta da Myers nel 1973, come già detto, permettono di superare i limiti del *DCF* in merito alla determinazione del costo del capitale, problematiche tipiche delle situazioni in cui la struttura del capitale è fortemente variabile. Tuttavia, per quanto il metodo dell'*adjusted present value* sia rilevante da un punto di vista teorico, l'elevata complessità che si incontra nella determinazione degli input necessari per il suo utilizzo, fa sì che nella pratica questa metodologia non venga utilizzata.

### 3.3. Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti in grado di legare il prezzo di mercato con alcune rilevanti

variabili economiche aziendali. Le fasi fondamentali dell'applicazione del metodo possono così riassumersi principalmente in tre fasi:

- i. deve essere costruito il campione di società comparabili. La comparabilità deve essere valutata secondo parametri qualitativi (rischio paese, modello di *business*, posizionamento competitivo, settore di appartenenza, etc..) e quantitativi (dimensione, livello di fatturato, numero di dipendenti, caratteristiche della posizione finanziaria netta, etc..).
- ii. il secondo passaggio consiste nel calcolare il rapporto tra i prezzi negoziati ed alcune variabili contabili delle imprese del campione al fine di individuare valore medi statisticamente significativi di tali rapporti, appunto i multipli di mercato. Tali grandezze possono essere l'*EBITDA*, l'utile netto, il fatturato, etc.;
- iii. infine il valore dell'azienda si ottiene moltiplicando il multiplo individuato per le medesime variabili contabili riferite all'azienda oggetto di valutazione.

Nel metodo dei multipli è di fondamentale importanza che le imprese scelte nel *panel di comparables* presentino quanto più possibile le caratteristiche di *business* e operative proprie dell'impresa oggetto di valutazione. A tal proposito l'analisi delle determinanti dei multipli utilizzati consente di verificare se la comparabilità delle aziende incluse nel campione è rispettata<sup>71</sup>. In generale, particolare attenzione viene posta sul tasso di crescita e sul tasso di attualizzazione. Se ad esempio, l'azienda che viene scelta come *comparable* ha una crescita attesa maggiore dell'impresa che deve essere valutata, è chiaro che quest'ultima risulterà sopravvalutata dal confronto. Molto spesso non è possibile avere una perfetta confrontabilità e, per rendere il multiplo maggiormente comparabile, vengono apportate delle

---

<sup>71</sup> Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, II edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

rettifiche<sup>72</sup>. A tal riguardo si distinguono *multipli adjusted* da *multipli clean*. I primi si hanno quando il valutatore è stato impegnato a fare delle rettifiche alla grandezza posta al numeratore; i secondi si hanno quando la grandezza rettificata è quella posta al denominatore.

L'uso dei multipli può avvenire secondo due approcci: l'*approccio delle società comparabili* e quello delle *transazioni comparabili*. Il primo metodo utilizza i prezzi fatti dal mercato (*stock prices*); in questo caso i multipli utilizzati sono quasi sempre *multipli leading/forward*, ovvero multipli che confrontano i prezzi attuali di borsa con i dati economico-finanziari prospettici. Nel secondo metodo invece, i prezzi non sono fatti dal mercato, bensì sono effetto delle transazioni che avvengono nel mercato del *corporate control*. L'approccio delle transazioni comparabili (*transactions comps*) tende ad individuare un *range* di multipli più elevati rispetto a quello fornito dall'approccio delle società comparabili (*trading comps*). Questo avviene perché solitamente gli acquirenti per acquisire il diritto di controllare le decisioni relative alla destinazione del *business* e dei flussi di cassa della società *target*, sono disposti a pagare un premio di controllo. Inoltre, spesso, riflesse nel prezzo, sono le diverse sinergie che gli acquirenti possono realizzare inserendo l'impresa *target* all'interno della loro economia<sup>73</sup>. È per questo, che il metodo più frequentemente utilizzato, è quello che si basa sui prezzi osservati dal mercato per società comparabili a quella oggetto di valutazione. Soprattutto nei casi di *leveraged buyout* si preferisce dare una stima dell'*enterprise value* perché in questo modo è più facile definire come strutturare le fonti finanziarie necessarie per compiere l'operazione e quindi l'ammontare di debito da richiedere alle banche. Multipli molto utilizzati sono l'*EV/EBITDA*, l'*EV/EBIT* e l'*EV/Sales*. Quando si utilizzano i multipli come metodo di valutazione è essenziale usare le grandezze che hanno una relazione il più

---

<sup>72</sup> Guatri L., Bini M., I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi & Strumenti, Egea, Milano, 2002.

<sup>73</sup> Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R., *op. cit.*

stretta possibile con il flusso di cassa<sup>74</sup>. È necessario capire quanta cassa è generata per ogni euro di *EBITDA*, *EBIT*, fatturato, etc. L'*EBITDA multiple* è molto utilizzato perché a differenza degli altri multipli ha una valenza fortemente finanziaria. L'*EBITDA*, infatti, è il primo risultato intermedio che si incontra in un conto economico riclassificato ed è dato dalla sola differenza tra ricavi e costi operativi e per questo rappresenta un primo indicatore della capacità di generazione di cassa operativa dell'azienda. Anche se il fatturato ha una relazione con il flusso di cassa meno stretta di quanto invece non ce l'abbiano l'*EBITDA* e l'*EBIT*, nelle operazioni di *venture capital*, nelle quali è difficile determinare nel dettaglio i flussi di cassa e molto spesso le società presentano perdite di esercizio, il multiplo dell'*EV/Sales* è molto utilizzato.

A differenza di quanto avviene normalmente, nelle operazioni di *private equity*, il metodo dei multipli non è utilizzato come metodo complementare ad un'analisi più accurata effettuata con i metodi del *discounted cash flow* o dell'*adjusted present value*, che sicuramente forniscono una valutazione più dettagliata rispetto alla rapida e approssimativa valutazione fornita con il metodo dei multipli, bensì come metodo di valutazione principale, solitamente accompagnato da una *LBO analysis*.

Nelle operazioni di *venture capital*, per via delle difficoltà evidenziate nel paragrafo 3.1. in merito all'applicazione del metodo del *discounted cash flow*, si potrebbe essere portati a pensare, che una valutazione effettuata con il metodo dei multipli, potrebbe essere la miglior strada percorribile. Tuttavia sono diversi i problemi che non permettono una facile applicazione del metodo quando si tratta di valutare aziende interessate da operazioni di *venture capital*. Per l'applicazione dei multipli è necessario calcolare dei rapporti tra i prezzi negoziati in borsa per le società incluse nel campione di *comparables* ed alcune variabili contabili delle stesse imprese. Nelle operazioni di *venture capital* la costruzione dei su menzionati rapporti è di

---

<sup>74</sup> Gompers P. A., 2012 (Revised in July 2013), A Note on valuation in private equity, Harvard Business School, No. 9, 213-034.

difficile determinazione. Poiché la maggior parte delle imprese che si trova in uno stadio di vita iniziale subisce delle perdite, multipli quali il  $P/E$  o  $EV/EBITDA$  non possono essere utilizzati. Anche  $EV/Sales$  potrebbe essere di difficile applicazione in quanto il fatturato, se non nullo, in alcuni casi potrebbe essere minimo e quindi non rappresentativo delle capacità reddituali di lungo periodo dell'azienda<sup>75</sup>. Inoltre, quando si utilizza il metodo dei multipli ci si riferisce a un *panel* di società quotate che generalmente operano nello stesso settore e che presentano caratteristiche di *business* e operative comparabili a quelle dell'azienda oggetto di valutazione e quando si valutano aziende che si trovano in una fase di *start-up*, il confronto dovrebbe riguardare altre giovani imprese. Il problema però è che queste non sono quotate e quindi i loro prezzi di mercato non sono disponibili ed i loro multipli impliciti non possono essere calcolati. Vengono quindi utilizzate come *comparables* imprese quotate, che pur operando nello stesso settore, presentano delle caratteristiche in termini di rischio, flussi di cassa e tassi di crescita completamente differenti alle imprese oggetto di analisi. Le limitazioni espresse in merito all'utilizzo del *discounted cash flow* e del metodo dei multipli per la valutazione di società giovani, hanno fatto sì che il *venture capital method*, che è approfondito nel paragrafo 3.5., divenisse nella pratica il metodo di valutazione più gettonato.

### 3.4. *LBO method*

L'*LBO method* è una metodologia molto utilizzata per la valutazione dell'impresa *target* nelle operazioni di *private equity* perché meglio si adatta alle modalità operative degli investitori. Il valore che l'azienda avrà al momento del disinvestimento, infatti, dipende dalle aspettative che gli

---

<sup>75</sup> Damodaran A., *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2012.

operatori hanno circa le modalità di creazione di valore, che come visto nel capitolo secondo, sono essenzialmente tre: miglioramenti operativi, utilizzo della leva finanziaria, arbitraggio sui prezzi. Tale metodo di valutazione è utile per determinare ciò che un investitore può permettersi di pagare per la *target* al fine di realizzare un adeguato ritorno sul suo investimento. Tale valore dipende dal livello massimo d'indebitamento sostenibile dalla stessa e dal rendimento del capitale proprio investito nell'operazione di acquisto, che è possibile determinare seguendo due differenti approcci:

- i. introduzione di un tasso interno di rendimento obiettivo (*IRR target method*)<sup>76</sup>;
- ii. determinazione del costo del capitale con il metodo del *CAPM* (*backward induction method*).

#### **3.4.1. L'IRR target method**

Anche se la dottrina distingue tra *IRR target* e *backward induction method*, quello più utilizzato nella pratica è l'*IRR target method*. Il metodo prevede come passaggio iniziale la proiezione dei flussi di cassa per un orizzonte temporale che solitamente varia tra i 3 e 5 anni (di norma il più contenuto possibile) proprio come avviene nel metodo del *discounted cash flow*. Viene poi stimato il livello massimo di indebitamento che l'impresa *target* è in condizioni di sostenere. Un punto centrale di tale metodo è, la definizione di una struttura di finanziamento ottimale per l'operazione. Sulla base dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di generare nel futuro, si determina se la *target* è in grado di supportare una determinata mole di debito e in genere, gli indicatori maggiormente utilizzati, per verificare la sostenibilità del

---

<sup>76</sup>Il tasso interno di rendimento (*IRR* o *internal rate of return*), rappresenta il tasso di sconto che uguaglia il valore attuale dei flussi in uscita con il valore attuale dei flussi in entrata. Negli ultimi anni l'*IRR* è stato spesso utilizzato dagli investitori come indicatore di valore d'azienda piuttosto che come misuratore di *performance*.

debito, sono il *debt to ebitda* e *debt to interest expense*. Una volta che sono stati proiettati i flussi di cassa viene stimato, tramite l'applicazione del metodo dei multipli, il valore che l'impresa avrà al momento del disinvestimento. La determinazione di tale valore è figlia di una serie di assunzioni. Oltre alle ipotesi fatte in merito alla proiezione dei flussi di cassa che l'impresa genererà lungo tutto l'orizzonte temporale dell'investimento, ad incidere sul valore finale dell'impresa, sono anche le diverse ipotesi fatte in merito al multiplo che dovrà essere applicato in fase di exit. Le considerazioni sul multiplo di uscita più corretto da applicare richiedono riflessioni accurate. Ad esempio, in fase di *exit*, potrebbe essere applicato un multiplo inferiore rispetto a quello pagato al momento dell'investimento, in quanto l'impresa che si sta valutando proviene da un settore attualmente caratterizzato da una rapida crescita (settore giovane o che si trova in una fase di espansione). Oppure potrebbe essere applicato un multiplo superiore perché le aspettative in merito all'evoluzione del settore di appartenenza dell'impresa *target* sono positive o semplicemente perché l'investitore di *private equity* ritiene di aver concluso un ottimo affare e di aver pagato un multiplo inferiore rispetto a quello effettivo. Tuttavia, in genere nelle operazioni di *LBO*, è prassi utilizzare un multiplo di uscita uguale a quello pagato al momento dell'investimento. Una volta che è stato determinato l'*equity value* della società (direttamente tramite l'utilizzo di un multiplo *equity* o indirettamente, sottraendo all'*enterprise value* la posizione finanziaria netta della società nell'ultimo anno dell'*holding period*) nel *cashing out horizon*, tale valore viene attualizzato al tasso di rendimento richiesto dall'investitore. Solitamente, il tasso minimo utilizzato dagli operatori è pari al 20%. Tuttavia, l'*IRR* varia da azienda ad azienda e può dipendere da diversi aspetti: la dimensione dell'impresa, la fase del ciclo di vita, l'industria e l'area geografica di appartenenza, il livello di leva finanziaria, etc<sup>77</sup>. Infine, per determinare il prezzo massimo che l'acquirente è disposto ad offrire per l'operazione, viene

---

<sup>77</sup> Baldwin C., 2001, Nota técnica sobre la valoración de una adquisición apalancada (A), Harvard Business School, 902-S10.

aggiunto a tale valore il massimo rapporto di indebitamento sostenibile dall'azienda, generalmente espresso in termini di multiplo sull'*EBITDA* (*leverage multiple*):

$$EV_t = D_{max} + EQ_t$$

dove,

$EV_t$ , è l'*enterprise value* attuale,

$D_{max}$ , è il livello di indebitamento massimo sostenibile dall'impresa,

$EQ_t$ , è il valore dell'*equity* determinato attualizzando all'*IRR target*, il prezzo finale dell'impresa.

È prassi che la valutazione sia accompagnata da un'analisi di sensitività, che può essere disegnata sulla base di diversi *driver* del valore: multipli di entrata, *exit multiple*, anno di uscita, livello di leva, l'*equity* da impegnare nell'investimento, ma anche sulla base di ipotesi operative quali tassi di crescita e margini. In genere viene analizzato l'*IRR* prodotto dalle diverse combinazioni di *entry-exit multiple* e *exit multiple-exit year*<sup>78</sup>.

Figura, Esempio di analisi di sensitività entry-exit multiple

Enterprise Value	Equity Contribution	Entry Multiple	IRR - Assuming Exit in 2013E						
			Exit Multiple						
			6.50x	6.75x	7.00x	7.25x	7.50x	7.75x	8.00x
\$953.3	23.5%	6.50x	26.6%	28.1%	29.5%	30.9%	32.2%	33.5%	34.7%
990.0	26.2%	6.75x	23.0%	24.5%	25.9%	27.2%	28.5%	29.7%	30.9%
1,026.7	28.7%	7.00x	19.9%	21.4%	22.7%	24.1%	25.3%	26.5%	27.7%
1,063.3	31.0%	7.25x	17.3%	18.7%	20.0%	21.3%	22.6%	23.7%	24.9%
1,100.0	33.2%	7.50x	15.0%	16.4%	17.7%	18.9%	20.1%	21.3%	22.4%
1,136.7	35.2%	7.75x	12.9%	14.3%	15.5%	16.8%	18.0%	19.1%	20.2%
1,173.3	37.2%	8.00x	11.0%	12.4%	13.6%	14.8%	16.0%	17.1%	18.2%

Fonte: Investment bankin, Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R

<sup>78</sup> Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R, *op. cit.*

Figura, Esempio di analisi di sensitività exit multiple-exit year

		IRR - Assuming 7.5x Entry Multiple				
		Exit Year				
		2011	2012	2013	2014	2015
Exit Multiple	6.5x	13.7%	14.7%	15.0%	14.9%	14.8%
	7.0x	19.4%	18.5%	17.7%	17.0%	16.3%
	7.5x	24.6%	21.9%	20.1%	18.8%	17.8%
	8.0x	29.4%	25.1%	22.4%	20.5%	19.1%
	8.5x	33.9%	28.0%	24.5%	22.1%	20.4%

Fonte: Investment banking, Rosenbaum J., Pearl J., Perella J. R

### 3.4.2. Il backward induction method

Il *backward induction method* si differenzia dall'*IRR target method* per il fatto che il tasso di rendimento utilizzato per attualizzare il prezzo finale dell'impresa non è un tasso obiettivo richiesto dagli investitori ma bensì un tasso che viene determinato con l'utilizzo del *CAPM* e che tiene in considerazione la variabilità della struttura del capitale (il beta *equity* viene calcolato ipotizzando un beta *unlevered* costante pari a 1). Il costo del capitale, che è stimato per tutti gli anni lungo l'orizzonte temporale dell'investimento, è poi utilizzato per scontare l'*equity value* finale dell'impresa *period-to-period*, a ritroso fino all'anno zero dell'*holding period*<sup>79</sup>. In alternativa, il prezzo finale dell'impresa può essere scontato ad un unico tasso di interesse, calcolato come media di tutti i  $K_e$  determinati con il *CAPM*. Questo tasso viene chiamato *CAPM IRR* per essere distinto dall'*IRR target*.

$$CAPM\ IRR = \{(1 + k_{e_1})(1 + k_{e_2}) \dots (1 + k_{e_n})\}^{1/n} - 1$$

Come nel metodo dell'*IRR target*, l'*equity value* attuale, può poi essere aggiunto all'ammontare di debito sostenibile dall'impresa per determinare

<sup>79</sup> Baldwin C., 2001, Technical Note on LBO Valuation (B), Harvard Business School, 902-005.

L'*enterprise value* e quindi il prezzo che al massimo gli investitori sono disposti a pagare per raggiungere un determinato rendimento sull'operazione.

$$EV_t = D_{max} + \frac{EQ_n}{(1 + CAPM\ IRR)^n}$$

dove:

$EV_t$ , è l'*enterprise value* attuale,

$D_{max}$ , è il livello di indebitamento massimo sostenibile dall'impresa,

$EQ_n$ , è il valore dell'*equity* nel *cashing out horizon*,

$CAPM\ IRR$ , è il tasso che viene utilizzato per attualizzare il valore dell'*equity* al momento dell'investimento.

$n$ , è il numero di anni dell'orizzonte di previsione analitica dei flussi.

### 3.5. Il *venture capital method*

Il metodo più utilizzato dagli investitori per valutare imprese nelle prime fasi di vita è il *venture capital method*. La valutazione con il *venture capital method* si articola in quattro fasi fondamentali:

*Fase 1*: è necessario stimare il valore dell'impresa al momento in cui si ritiene si realizzerà il *capital gain* per l'investitore. Il calcolo del valore finale viene generalmente effettuato ricorrendo al metodo dei multipli, per esempio moltiplicando il rapporto  $EV/Sales$  per i ricavi previsti alla fine dell'*holding period*. Nulla vieta, anche se si ritornerebbe alle difficoltà di cui si è parlato nel paragrafo 3.1., che possa essere applicato il metodo del *discounted cash flow*. In questa fase la negoziazione tra i proprietari originari dell'impresa e gli investitori che apportano capitale di rischio è intensa e delicata. I primi

tenderanno a presentare delle stime più elevate alle quali corrisponderà un maggior valore dell'impresa; i secondi invece tenderanno a utilizzare dei numeri inferiori per spuntare una maggiore partecipazione al capitale dell'impresa e ottenere così un rendimento superiore in fase di disinvestimento della stessa<sup>80</sup>.

*Fase 2:* il valore finale individuato deve poi essere scontato attraverso un banale passaggio di attualizzazione. Il tasso utilizzato è quello che riflette le aspettative di rendimento ( $IRR_a$ ) dell'investitore che apporta il capitale azionario. Nel *venture capital method* il tasso obiettivo oscilla tra il 20% e il 40%<sup>81</sup>. Questi valori elevati trovano la loro giustificazione sulla base di diverse motivazioni quali la maggiore rischiosità degli investimenti e la qualità e complessità dei servizi di supporto manageriale svolti dai *venture capitalists*.

La formula per il calcolo del valore finale attualizzato è di seguito riportata:

$$VFA = \frac{VF}{(1 + IRR_a)^n}$$

dove:

$VFA$ , è il valore finale attualizzato,

$VF$ , è il valore finale,

$IRR_a$ , è il rendimento richiesto dall'investitore.

*Fase 3:* viene definita la quota di partecipazione al capitale della *target*. La quota finale di partecipazione richiesta dall'investitore (*required final percent*

---

<sup>80</sup> Damodaran A., 2009, Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges, Stern School of Business.

<sup>81</sup> Hellman T., 2001, A note on valuation of venture capital deals, Harvard Business School, E-95.

*ownership*) viene calcolata dividendo l'ammontare di capitale che si intende investire per il valore finale attualizzato:

$$QFPR = \frac{I}{VFA}$$

dove:

*QFPR*, è la quota finale di partecipazione richiesta,

*I*, è l'ammontare di capitale che si intende investire,

*VFA*, è il valore finale attualizzato.

Si tratta di stabilire una quota di partecipazione che consenta il raggiungimento degli obiettivi di *performance* attesi e permetta di esercitare il ruolo di *governance* desiderato.

*Fase 4*: infine, sulla base di una stima delle future diluizioni del capitale dell'azienda, viene calcolata la quota che l'investitore deterrà in fase di disinvestimento della partecipazione. Molto spesso le imprese partecipate da operatori di capitale di rischio sono caratterizzate da molteplici aumenti di capitale distribuiti nel tempo per rendere le risorse disponibili correlate con le esigenze degli investimenti e, in ogni caso, in funzione dell'andamento complessivo del progetto. Tale circostanza comporta una continua variazione della composizione percentuale della compagine azionaria, qualora le risorse aggiuntive non siano apportate pro-quota dagli investitori di origine. È quindi necessario calcolare quello che si chiama *retention rate* (*RR*) ovvero la quota che l'investitore avrà alla fine, dopo gli effetti di diluizione<sup>82</sup>. Ad esempio, si supponga che al momento dell'investimento l'investitore acquisisca una partecipazione del 25%. Successivamente l'impresa oggetto di

---

<sup>82</sup> Lerner J., Willinge J., 2002, A note on valuation in private equity settings, Harvard Business School, No. 9, 297-050.

investimento decide di far sottoscrivere due ulteriori porzioni di capitale, pari rispettivamente al 40% e poi al 30%.

Qualora l'operatore di *private equity* non partecipasse ai programmati aumenti di capitale, la sua partecipazione risulterebbe pari a:

$$25\% / (1,4 \times 1,3) = 13,7\%$$

Se questa non soddisfa le sue aspettative (perché non gli permette di conseguire il rendimento atteso o di esercitare un ruolo influente all'interno della compagine azionaria dell'impresa) l'investitore determina la quota obiettivo che desidera possedere in fase di *exit*, c.d. *required current percent ownership* (RCPO) tenendo in conto degli aumenti di capitale programmati:

$$RCPO = \frac{RR}{RFPO}$$

dove:

*RFPO*, è la partecipazione finale desiderata dall'investitore (*required final percent ownership*),

*QCPR*, è la quota corrente di partecipazione richiesta,

*RR*, è l'indice di detenzione che tiene conto dell'effetto diluizione.

Rimanendo sull'esempio precedente, qualora l'investitore voglia detenere in fase di *exit* una quota pari al 25%, in fase di investimento deve negoziare per ottenere una partecipazione pari al  $13,7\% / 25\% = 55\%$ .

Di norma, per compensare tale effetto diluizione, gli investitori iniziali, che sopportano il rischio massimo partecipando al progetto sin dalle primissime fasi, tendono a definire dei meccanismi tali per cui la loro partecipazione azionaria rimanga sostanzialmente invariata nel tempo, nonostante i successivi aumenti di capitale. La definizione di tali meccanismi assume una valenza maggiore nelle ipotesi di *down round*. I cosiddetti *down round* o *wash*

*out* sono investimenti in cui l'investitore sottoscrive le azioni di una società a un valore più basso rispetto a quello a cui lo stesso numero di azioni era stato sottoscritto dai precedenti investitori<sup>83</sup>. Le conseguenze negative del *down round* vengono generalmente evitate negoziando delle clausole anti-diluzione, c.d. *ratchet*. Il caso più diffuso riguarda l'aggiustamento del prezzo delle *preferred stock* in circolazione. In ipotesi di *down round* il prezzo delle *preferred stock* viene adattato verso il basso al nuovo prezzo di emissione. Gli interessi dell'investitore, che a seguito dell'aggiustamento avrà diritto ad un maggior numero di azioni, risultano così protetti<sup>84</sup>.

---

<sup>83</sup> Messuti A., *Metodi di valutazione e clausole anti-diluzione nel private equity e nel venture capital*, Egea, Milano, 2009.

<sup>84</sup> Forestieri G., *op. cit.*

#### 4. IL CASO FINDUS ITALIA

Storia particolare quella della Findus, che come *brand* è nato in Svezia per poi espandersi in Europa. Il marchio, in Italia, è stato fino al 2010 di proprietà di Unilever, mentre al di fuori (Norvegia, Svezia, Francia, Regno Unito) apparteneva a CapVest che nel 2006 ha acquisito Findus per 525 milioni di euro. Nel 2008 FoodVest di proprietà di CapVest, *holding* che conteneva anche i cibi surgelati di Findus è stata acquisita da Lion Capital per 1,5 miliardi di euro (9,1 volte l'EBITDA).

Di seguito viene analizzato il processo seguito da uno dei fondi di *private equity* (di seguito anche fondo Alfa) che hanno partecipato all'operazione di acquisizione di Findus. Ai fini del presente operato le proiezioni economico finanziarie riportate, in considerazione della loro confidenzialità, sono frutto di stime puramente teoriche.

\*\*\*

Già prima che Unilever annunciasse la volontà di cedere Findus, alcuni tra i maggiori fondi di *private equity* europei e americani erano stati contattati da primarie banche d'affari e *boutique finanziarie* che gli avevano fornito delle analisi sul settore del *food* e delle *view* iniziali di valutazione e *leverage*. Sulla base di tali analisi gli operatori avevano iniziato a maturare un primo interesse nei confronti dell'operazione. All'inizio del 2010 Unilever ha affidato alla banca d'investimento Goldman Sachs l'incarico di organizzare un'asta per la vendita di Findus. L'operazione riguardava la cessione di marchi storici quali 4 Salti in Padella, Sofficini, Capitan Findus e That's amore, tutti *brands* caratterizzati da una forte *leadership* di mercato (vedi figura 4.1) e da prospettive di crescita ambiziose. A tal fine, Goldman Sachs ha inviato un *information memorandum* ad alcuni tra i più importanti soggetti

finanziari ed industriali potenzialmente interessati all'operazione di acquisizione.

In una prima fase i potenziali acquirenti hanno avviato il tradizionale processo di *due diligence* volto a confermare i dati contenuti nell'*information memorandum*. Durante la fase di *due diligence* particolare attenzione è stata rivolta al mercato di allora di Findus ed alle sue potenzialità future, con *focus* sui nuovi prodotti e metodi di distribuzione. Da tali analisi emergeva che il mercato italiano risultava *under-penetrated* rispetto agli altri mercati nei quali il marchio era presente. In Italia, infatti, il consumo annuo pro capite di prodotti surgelati era di molto inferiore rispetto alla media dei paesi europei. Ogni italiano in media consumava 32,7 euro di alimenti surgelati mentre negli altri paesi dell'Eurozona la media era pari a circa 70 euro (vedi figura 4.2). Inoltre, la forte posizione di *leadership* di cui godeva Findus, accompagnata da un elevato livello di *brand awareness*, avrebbe potuto essere utilizzata come una leva positiva per incrementare i prezzi e quindi i margini economici. Sulla base di questi dati, i fondi di *private equity* coinvolti hanno visto in Findus, anche in virtù delle sinergie che avrebbero potuto realizzare con eventuali *assets* già detenuti in portafoglio, potenziali opportunità di crescita.

Figura 4.1, Comprensione delle dinamiche di mercato – concentrazione del mercato

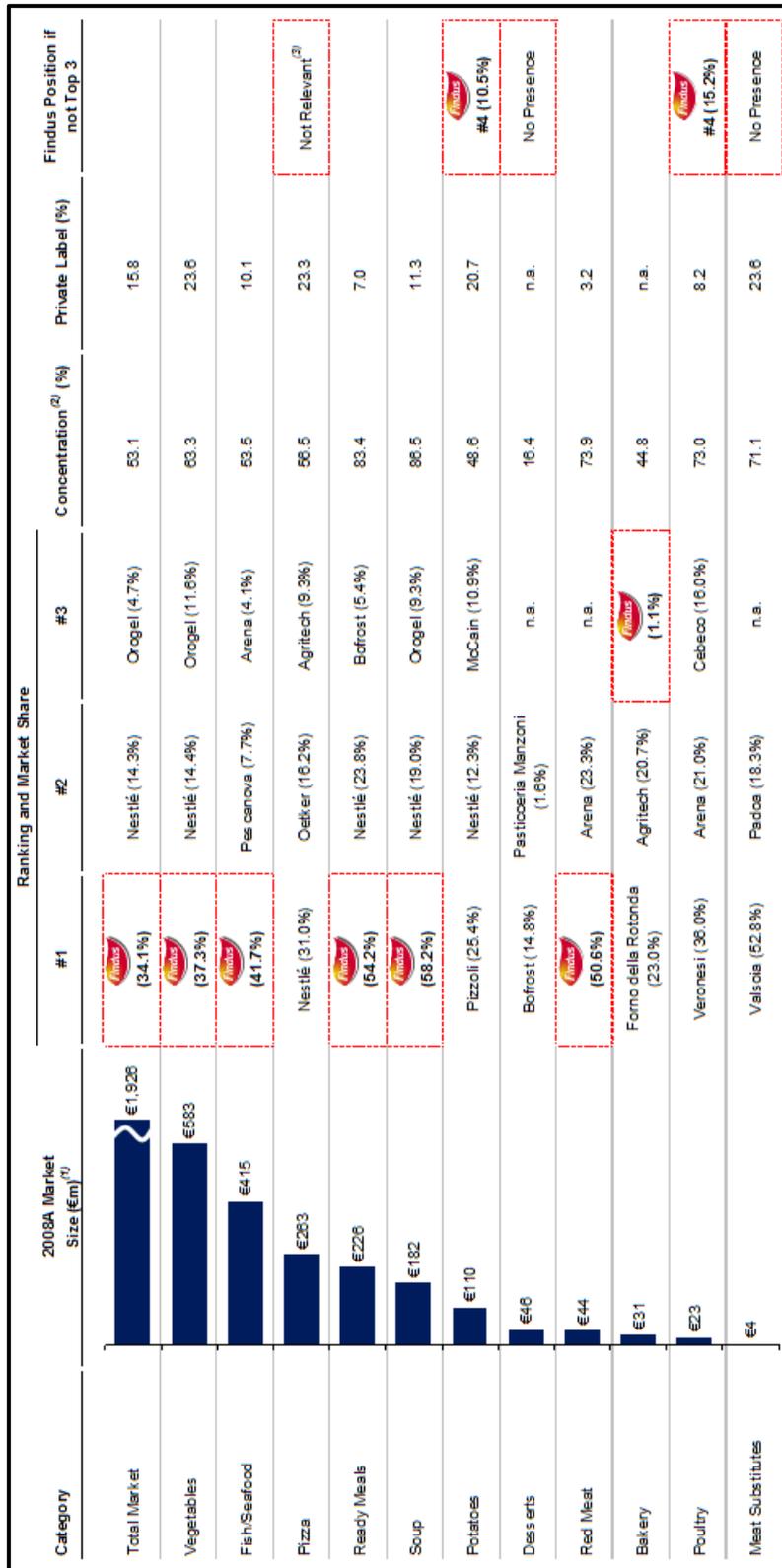
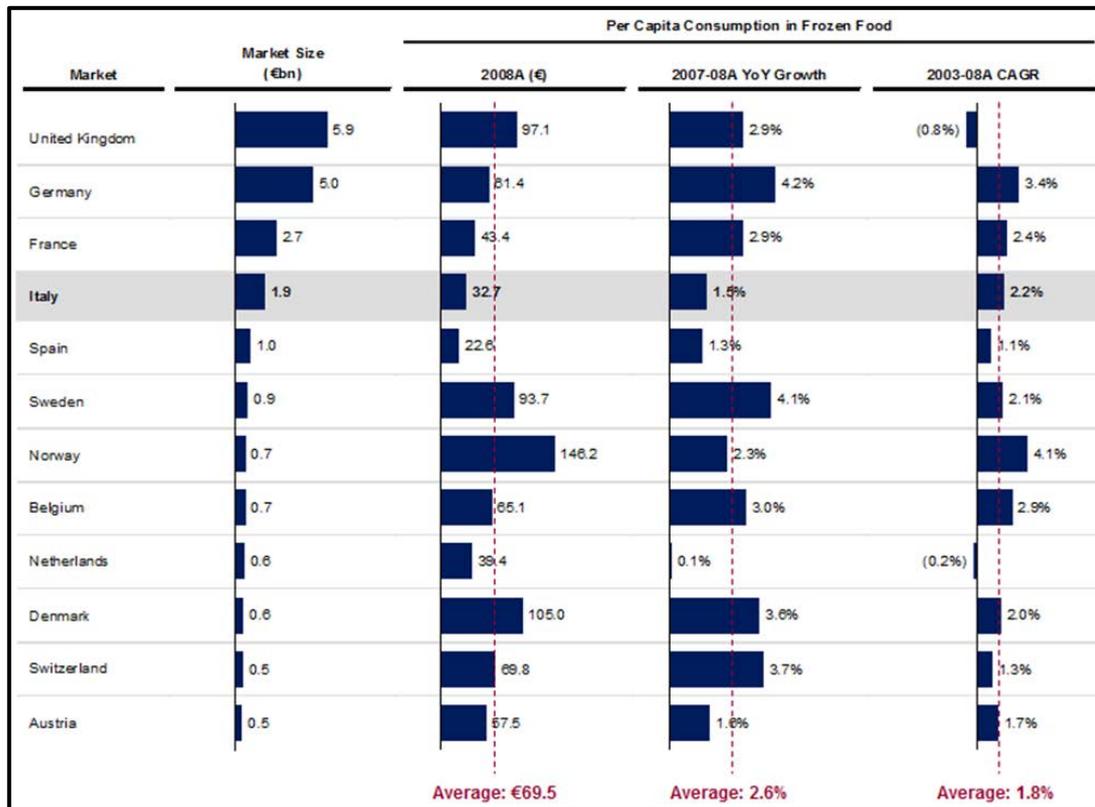


Figura 4.2, Comprensione delle dinamiche di mercato – consumo annuo pro capite



Una volta analizzato il mercato di riferimento, il momento successivo è stato quello della *due diligence* finanziaria. L'obiettivo principale della *due diligence* finanziaria è stato quello di verificare l'andamento dei flussi di cassa, del *working capital*, del livello di investimenti e l'esattezza delle proiezioni dell'*EBITDA*, parametro fondamentale per la definizione del prezzo. Per lo sviluppo del *business plan*, i cui risultati sono mostrati nella figura 4.3 in basso, il fondo Alfa si è avvalso dell'assistenza di un primario *advisor* industriale. Come è possibile osservare dal *business plan* proposto, il fondo Alfa aveva intenzione di migliorare i risultati operativi di Findus grazie a una gestione più efficiente e all'innovazione di prodotto, ma anche in virtù della crescita dei surgelati nei consumi degli europei. Secondo il fondo Alfa, l'*EBITDA*, sarebbe dovuto arrivare ad incidere nel 2014 per il 20,0% sui ricavi, riportando così la società *target*, ai risultati storici raggiunti nel 2007.

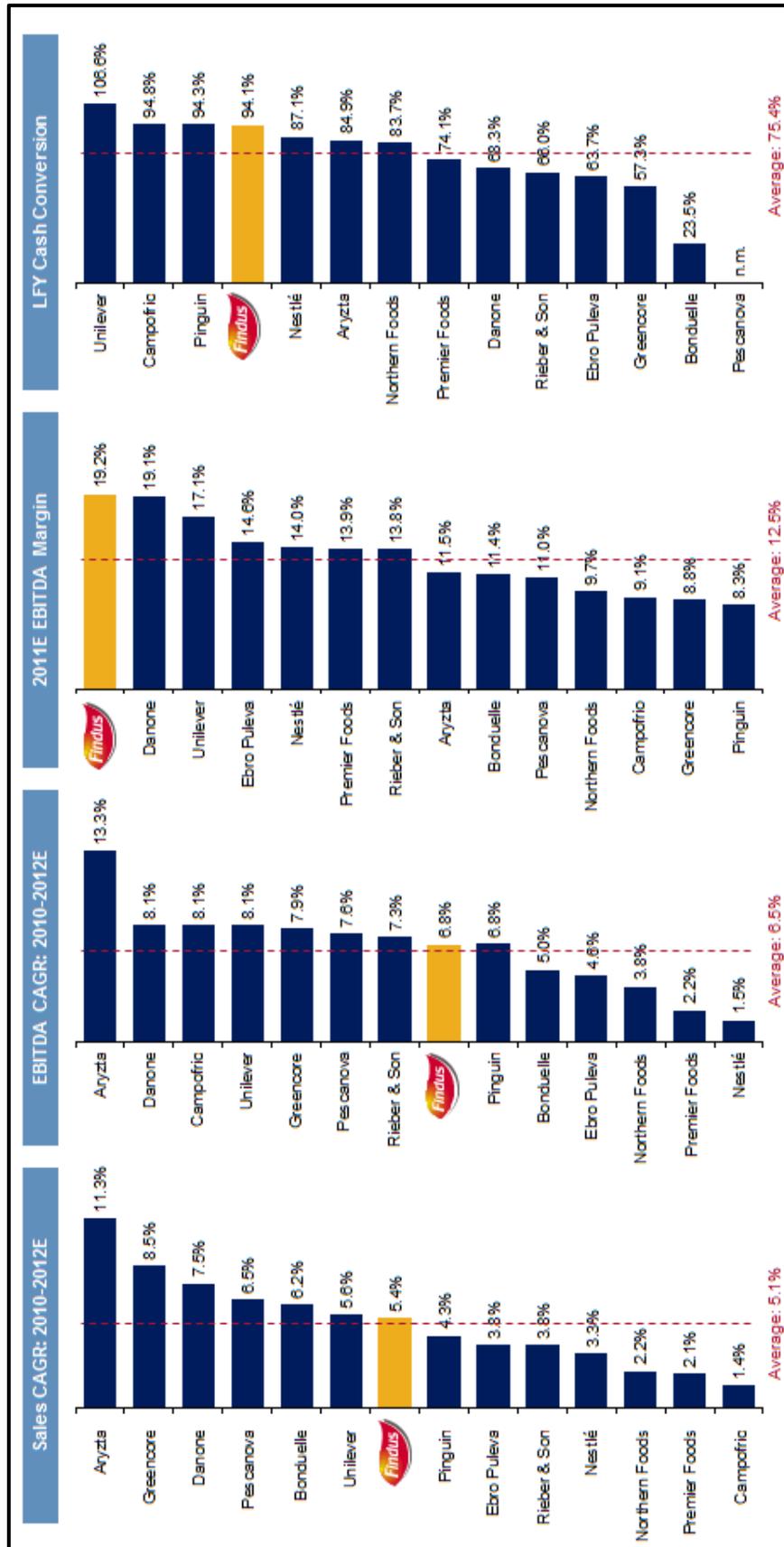
Inoltre, la politica di gestione efficiente del capitale circolante netto attuata attraverso la riduzione del magazzino, la minimizzazione dei crediti commerciali e la massimizzazione dei debiti commerciali, avrebbe permesso al fondo Alfa di ridurre di oltre il 50% l'incidenza del *working capital* sui ricavi e di incrementare i flussi di cassa da destinare al *repayment* del debito che sarebbe stato contratto per finanziare l'operazione di acquisizione di Findus. Una volta definiti, i risultati del *business plan* sono stati confrontati con quelli dei concorrenti presenti nello stesso mercato con il fine di verificare la compatibilità dei risultati individuati (vedi figura 4.4).

Figura 4.3, Business Plan Analysis

FYE Dec. 31, (€m)	Historical Financial			Estimated Financials					CAGR	
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2007-2010	2010-2014
Sales	500.0	490.0	460.0	450.0	475.0	500.0	525.0	546.0	(3.5%)	5.0%
% Growth		(2.0%)	(6.1%)	(2.2%)	5.6%	5.3%	5.0%	4.0%		
EBITDA	100.0	95.0	85.0	85.5	91.2	97.5	104.0	109.2	(5.1%)	6.3%
% Margin	20.0%	19.4%	18.5%	19.0%	19.2%	19.5%	19.8%	20.0%		
D&A	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.4)	(5.7)	(5.9)	(6.2)	(6.4)		
As % of Sales	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%		
EBIT	95.0	90.0	80.0	80.1	85.5	91.6	97.8	102.8	(5.5%)	6.4%
% Margin	19.0%	18.4%	17.4%	17.8%	18.0%	18.3%	18.6%	18.8%		
Capex	(5.0)	(5.0)	(10.0)	(5.4)	(5.7)	(6.0)	(6.3)	(6.6)	2.6%	5.0%
As % of Sales	(1.0%)	(1.0%)	(2.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)		
As % of D&A	100.0%	100.0%	200.0%	100.0%	100.0%	101.7%	101.7%	102.6%		
Change in WC	1.0	(5.0)	5.0	(2.3)	(2.4)	(1.5)	(1.6)	(0.5)		
As % of Sales	0.2%	(1.0%)	1.1%	(0.5%)	(0.5%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.1%)		
<b>Op. FCF</b>	<b>96.0</b>	<b>85.0</b>	<b>80.0</b>	<b>77.9</b>	<b>83.1</b>	<b>90.0</b>	<b>96.1</b>	<b>102.1</b>		
Cash Conversion	96.0%	89.5%	94.1%	91.1%	91.1%	92.3%	92.4%	93.5%		

Note: Figures for illustrative purpose only.

Figura 4.4, Benchmarking Analysis



Ultimata la fase della *due diligence* finanziaria, è stata approcciata la fase della valutazione. Nonostante esistano metodologie analitiche estremamente accurate come quelle del *discounted cash flow* e dell'*adjusted present value*, l'elevata complessità che si incontra nella determinazione degli *input* necessari per il loro utilizzo ha fatto sì che nella pratica, per la valutazione della società *target* venissero maggiormente utilizzate tecniche semplici e rapide come quella dei multipli e dell'*IRR target*. Nel caso esaminato, per la determinazione del valore di Findus, sono stati utilizzati il metodo dei multipli ed il metodo dell'*LBO*.

Il metodo dei multipli è stato utilizzato nella sua versione c.d. *trading comps* e *transaction comps*. Per l'utilizzo del primo metodo, sono stati costruiti due campioni di *comparables*: uno c.d. *large cap* ed uno c.d. *small-mid cap*. Nel caso in esame, anche se Findus apparteneva al secondo campione, non è stato agevole individuare all'interno di questo società comparabili sul piano settoriale e della formula competitiva. Infatti, se è vero che esisteva un certo numero di *competitors* comparabili per dimensione, è anche vero che tali società non mostravano un posizionamento competitivo in termini di *brand* comparabile a quello di Findus. Tale rilievo ha reso opportuno da parte degli analisti il ricorso a società non direttamente comparabili per dimensione e che, in virtù della maggiore dimensione, diversificazione e profittabilità media, tendevano a presentare un *trading level* maggiore rispetto a quello delle *small-mid cap*. La maggiore comparabilità a questo campione di società ha trovato riscontro nel confronto della redditività conseguita dagli altri *player* del settore: la marginalità attesa di Findus in termini di incidenza di *EBITDA* (19,2%) era decisamente superiore rispetto a quella degli attori identificati tra le *small cap* e più simile a quella di Unilever (17,1%) e Danone (19,1%). È per questo che per l'applicazione dei *trading multiples* è stato considerato un multiplo *EV/EBITDA* compreso in un *range* di 7.0-9.5x, ovvero un valore maggiore rispetto alla media del campione *small-mid cap* e leggermente inferiore rispetto a quella del campione *large cap*.

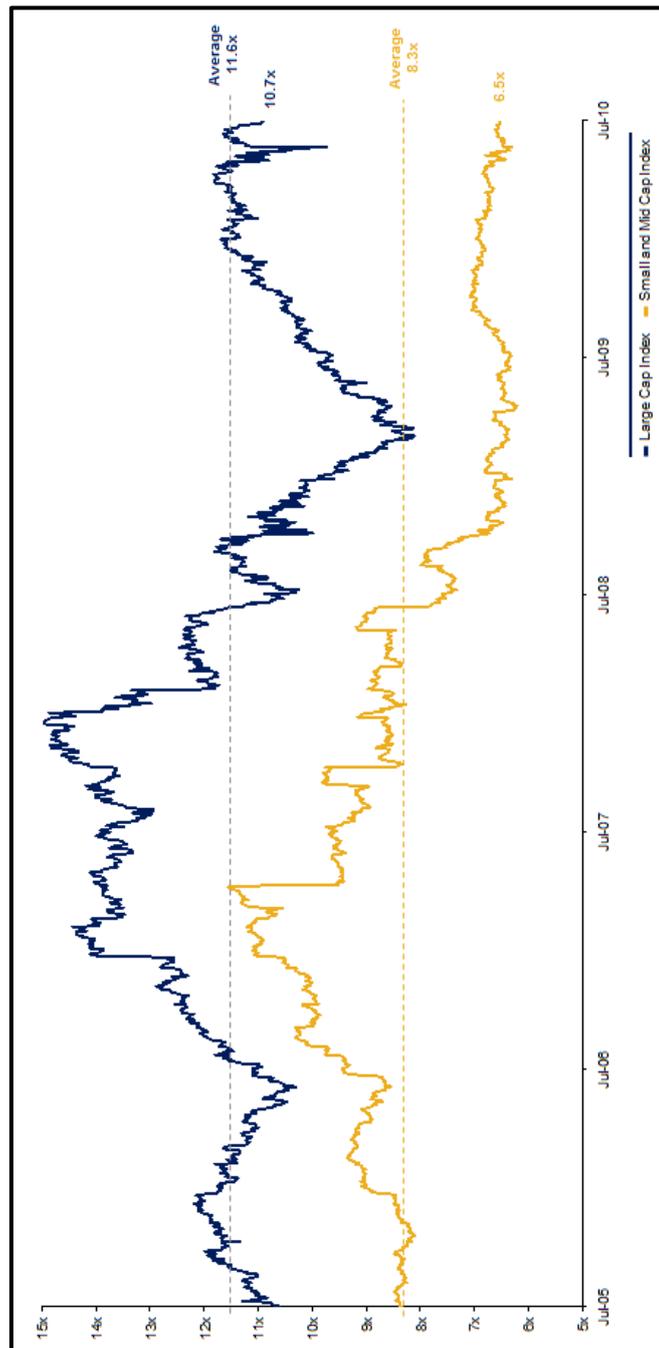
Figura 4.5, Trading multiple analysis

Company Name	Market Value (€m)	Enterprise Value (€m)	EV/EBITDA		2011E EBITDA Margin		2010E-2012E EBITDA CAGR	
			2010E	2011E	2010E	2011E	2010E-2011E	2011E-2012E
<b>Large Cap</b>								
Nestlé	131,543	148,660	11.3x	10.5x	14.0%	14.0%	1.5%	1.5%
Danone	27,100	33,716	10.7x	9.8x	19.1%	19.1%	8.1%	8.1%
Unilever	61,127	75,257	10.2x	9.4x	17.1%	17.1%	8.1%	8.1%
		Mean	10.7x	9.9x	16.7%	16.7%	5.9%	5.9%
		Median	10.7x	9.8x	17.1%	17.1%	8.1%	8.1%
<b>Small - Mid Cap</b>								
Aryzta	2,429	3,154	8.2x	6.8x	11.5%	11.5%	13.3%	13.3%
Ebro Puleva	2,049	2,017	7.8x	7.4x	14.6%	14.6%	4.6%	4.6%
Pescanova	379	1,057	6.8x	5.9x	11.0%	11.0%	7.6%	7.6%
Campofrio	701	1,047	6.4x	5.9x	9.1%	9.1%	8.1%	8.1%
Bonduelle	588	1,166	6.3x	5.8x	11.4%	11.4%	5.0%	5.0%
Greencore	264	488	6.1x	5.6x	8.8%	8.8%	7.9%	7.9%
Rieber & Son	389	499	6.0x	5.7x	13.8%	13.8%	7.3%	7.3%
Pinguin	106	199	5.7x	5.3x	8.3%	8.3%	6.8%	6.8%
Premier Foods	538	2,181	4.8x	4.7x	13.9%	13.9%	2.2%	2.2%
Northern Foods	247	481	4.3x	4.1x	9.7%	9.7%	3.8%	3.8%
		Mean	6.2x	5.7x	11.2%	11.2%	6.7%	6.7%
		Median	6.2x	5.7x	11.2%	11.2%	7.0%	7.0%
		Findus Italia			19.2%	6.8%		

Inoltre, tra gli operatori di *private equity* è prassi effettuare un'analisi degli andamenti storici dei multipli, per meglio apprezzare in quale fase del ciclo questi si trovino al momento dell'acquisizione, al fine di valutare l'opportunità di creare valore semplicemente attraverso lo sfruttamento di

arbitraggi tra prezzi. Dalla figura in basso è possibile notare che il *trend* storico sia del multiplo del campione *large cap*, sia del campione *small-mid cap* nel 2010 era ben al di sotto della media degli andamenti storici, mettendo così in luce la possibilità di sfruttare l'arbitraggio tra prezzi.

Figura 4.6, Historical trading multiples analysis



A conferma dei risultati riscontrati con l'analisi dei multipli di borsa, sono state considerate tutte le transazioni avvenute nel periodo 2002-2010 nel settore del *food*. Nell'analisi raffigurata in figura 4.7 sono stati evidenziati tutti i *deals* conclusi da altri operatori finanziari come Blackstone, Lion Capital e Permira, che nel 2006 aveva acquisito da Unilever Birds Eye, diretto competitor di Findus, riconoscendo un multiplo pari a 8,8 volte l'*EBITDA*. La media del campione di transazioni analizzato risultava pari a 8,2 volte l'*EBITDA* e il dato mediano era pari a 8,8x. In applicazione del metodo dei multipli il fondo Alfa è arrivato a determinare per Findus un valore di 752 milioni di euro, pari a 8,8 volte l'*EBITDA* del 2010.

Figura 4.7, Transactions multiples

Date Announced	Target	Acquirer	Transaction Value (€m)	TV as a Multiple of LTM:		Description
				Net Sales	EBITDA	
Jan-10	Kraft (North American Frozen Pizza)	Nestlé	2,583	176x	12.5x	North American frozen pizza
Nov-09	Birds Eye Foods Inc.	Pinnacle Foods / Blackstone	872	141	9.0	Branded frozen foods, mainly vegetables
Jul-08	Foodvest	Lion Capital	1,485	103	9.1	Branded/Private label frozen and chilled products (fish, ready meals, vegetables)
Jul-08	Ad van Geloven	Lion Capital	e.317	e.1.80	e.9.0	Frozen snacks and meal components
Apr-08	Itaipizza	Bakavor Group	57	140	n.a.	Frozen & chilled pizzas for retail, home delivery and food service sectors
Jul-07	The Seafood Company	Youngs Seafood	80	090	10.1	Frozen & chilled shellfish
Jun-07	Lutosa	Pinguin	110	056	5.1	Frozen potatoes and potato products
Aug-06	Birds Eye	Permira	1,648	133	8.8	Branded frozen and chilled seafood
Jun-06	Birds Eye Foods Inc.	Vestar Capital	829	061	6.3	Branded frozen foods, mainly vegetables
Feb-06	Frodus	CapVest	525	1.18	7.9	Branded/Private label frozen and chilled seafood and ready meals
Jun-05	Marlow Foods (Quorn)	Premier Foods	255	2.18	11.0	Frozen & chilled meat alternative products
Mar-05	Geest	Bakavor	828	069	7.7	Frozen & chilled pizza, ready meals, fruits and vegetables
Jun-04	Roncadin	Cibus	91	050	5.2	Frozen foods and ice cream
May-03	Marlow Foods (Quorn)	Montagu FE	99	091	6.1	Frozen/Chilled meat alternative products
Aug-02	Chef America	Nestlé	2,074	299	11.2	Frozen hand held products
Mar-02	Young's Bluecrest	CapVest	221	043	5.9	Frozen and chilled seafood
Nov-01	Katsouris Fresh Foods	Bakavor Group	184	140	6.7	Chilled foods including ready meals, snacks, and dips
Oct-01	Ad van Geloven	Glide Investments	41	100	n.a.	Frozen ready meals for foodservice (80%) and retail channel (20%)
Aug-01	Gorton's & Bluewater	Nippon Susan	191	070	8.8	Frozen seafood
Dec-00	Perkins Food	ABN Amro	327	060	6.0	Private label frozen and chilled foods
Aug-00	Roberts Group	Greenoak	48	1.10	n.a.	Frozen convenience savory and dessert products
Jul-98	Bird's Eye	AgriLink Foods	416	088	9.4	Frozen vegetables & condiments
Feb-98	Caveghian & Gray	Northern Foods	145	079	9.1	Frozen and chilled foods
				Mean	1.14	8.2x
				Median	1.00	8.8

Financial Sponsor Transaction

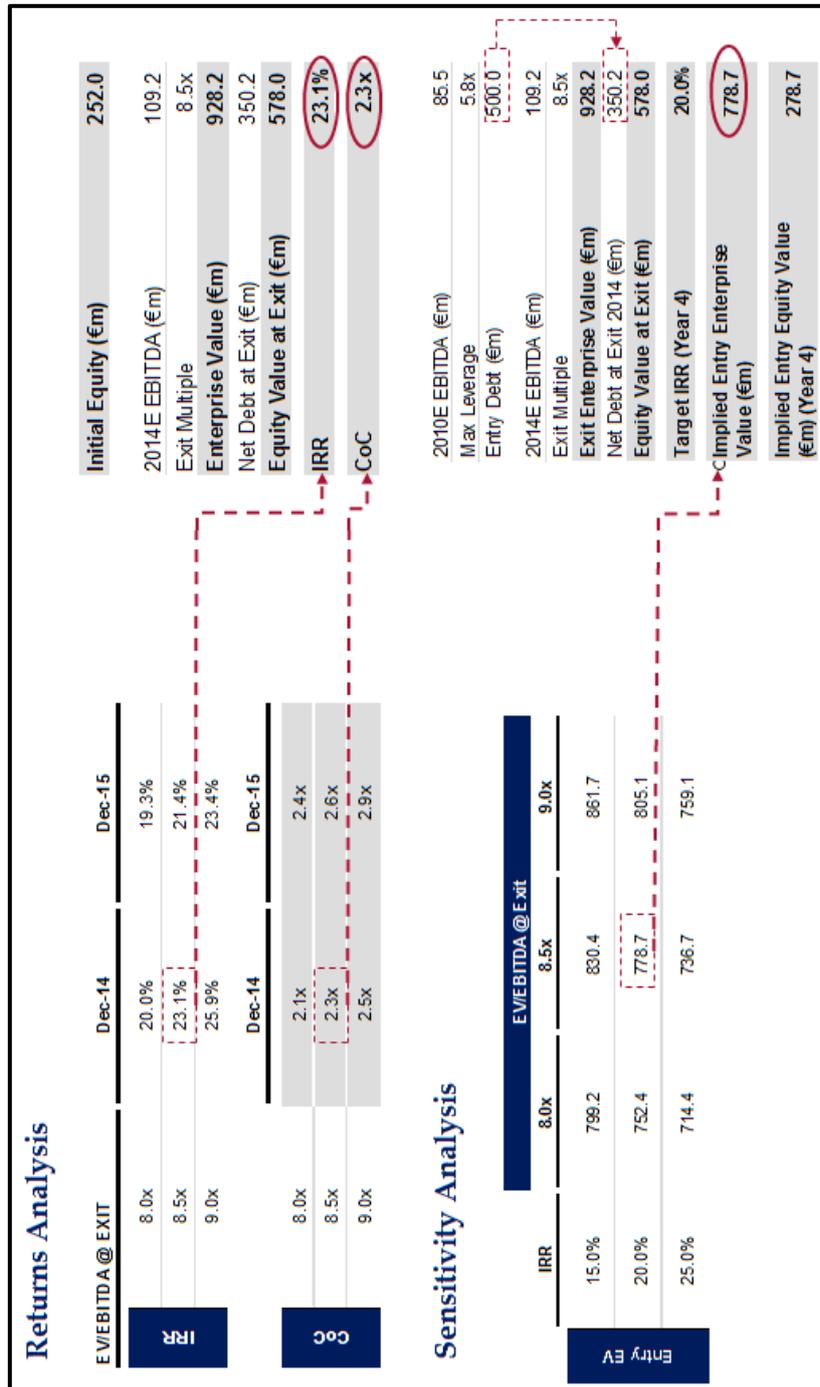
Un'altra metodologia fondamentale di analisi è quella dell'*LBO method*, diffuso nella prassi per determinare il prezzo massimo che l'investitore può permettersi di pagare al fine di realizzare il desiderato rendimento. Tale valore dipende principalmente dal livello massimo di indebitamento, generalmente espresso in termini di multiplo sull'*EBITDA*, che l'impresa *target* è in condizioni di sopportare tenuto conto dei flussi di cassa da essa generati. Nel caso in esame è stato previsto un ammontare di debito totale pari a 5,8x l'*EBITDA* (al 2010 ipotizzato a circa 85 milioni di euro) costituito da un indebitamento complessivo di 500 milioni di euro (vedi figura 4.8). Dall'analisi svolta sui *cash flow* è possibile notare come il livello di cassa generato da Findus avrebbe permesso di ripagare nel periodo di ammortamento tutto il debito previsto (l'indebitamento netto sarebbe dovuto diminuire da 5,8x l'*EBITDA* del 2010 a 3,2 volte l'*EBITDA* previsto per il 2014).

Figura 4.8, LBO analysis

Sources & Uses		Cash Flow and Credit Statistics				
Sources of Funds		PF Dec 31, 2010		FYE Dec 31		
	€m	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Term Loan A	150					
Term Loan B	200					
<b>Total Senior Debt</b>	<b>350</b>	<b>4.1x</b>				
HY Bond	150					
<b>Total Debt</b>	<b>500</b>	<b>5.8x</b>				
Contributed Equity	252	2.9x				
<b>Total Capitalisation</b>	<b>752</b>	<b>8.8x</b>				
<b>Uses of Funds</b>		<b>€m</b>		<b>2010E EBITDAX %</b>		
Purchase Price	727	8.5x				
Transaction Fees and Expenses	25	0.3x				
<b>Total Uses</b>	<b>752</b>	<b>8.8x</b>				<b>100%</b>
<b>Cash Flows</b>						
EBITDA	85.5	91.2	97.5	104.0	109.2	
Capital Expenditure	(5.4)	(5.7)	(6.0)	(6.3)	(6.6)	
Change in Working Capital	(2.3)	(2.4)	(1.5)	(1.6)	(0.5)	
<b>Op. FCF</b>	<b>77.9</b>	<b>83.1</b>	<b>90.0</b>	<b>96.1</b>	<b>102.1</b>	
Interest Expense		(39.0)	(36.9)	(34.6)	(31.8)	
Taxes		(13.1)	(20.7)	(22.2)	(23.4)	
Other Cash Items		--	--	--	--	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>500.0</b>	<b>31.1</b>	<b>32.4</b>	<b>39.3</b>	<b>46.9</b>	
<b>Net Total Debt</b>	<b>500.0</b>	<b>468.9</b>	<b>436.5</b>	<b>397.2</b>	<b>350.2</b>	
<b>Credit Statistics</b>						
Net Senior Debt / EBITDA	4.1x	3.5x	2.9x	2.4x	1.8x	
Net Total Debt / EBITDA	5.8x	5.1x	4.5x	3.8x	3.2x	
Net Total Debt / (EBITDA - Capex)	6.2x	5.5x	4.8x	4.1x	3.4x	
EBITDA / Net Cash Interest Expense	2.2x	2.3x	2.6x	3.0x	3.4x	
(EBITDA - Capex) / Net Cash Interest Expense	2.1x	2.2x	2.5x	2.8x	3.2x	
Fixed Charge Cover <sup>(1)</sup>	n/a	1.3x	1.3x	1.3x	1.3x	

Per determinare il valore dell'*enterprise value* di Findus al 2014, anno in cui era previsto il disinvestimento, è stato utilizzato un *exit multiple* pari 8,5 volte l'*EBITDA* previsto per lo stesso anno e pari a 109,2 milioni di euro. Il valore dell'*equity* nel *cashing out horizon* è stato poi determinato sottraendo al valore finale di 928,2 milioni di euro l'indebitamento netto previsto per il 2014 pari a 350,2 milioni di euro. Qualora le ipotesi fatte in merito alle proiezioni economico finanziarie e al multiplo di uscita applicato fossero state confermate in sede di *exit*, il fondo Alfa avrebbe realizzato dall'operazione un *IRR* pari al 23,1% ed un *money multiple* pari a 2,3 volte l'*equity* investito al momento dell'investimento. L'analisi sviluppata è stata poi accompagnata da una *sensitivity analysis*. Se si fosse utilizzato un multiplo iniziale pari a 8,8 volte l'*EBITDA*, un valore in linea con il *range* identificato dai *trading multiples* e pari al valore mediano risultante dall'analisi delle transazioni precedenti comparabili, sarebbe risultato che il fondo Alfa, qualora fosse riuscito a dismettere l'investimento sulla base di multipli compresi in un *range* di 8-9x, avrebbe potuto conseguire un rendimento del 20-25% riconoscendo per Findus un prezzo compreso tra 714 e 805 milioni di euro (vedi figura 4.9).

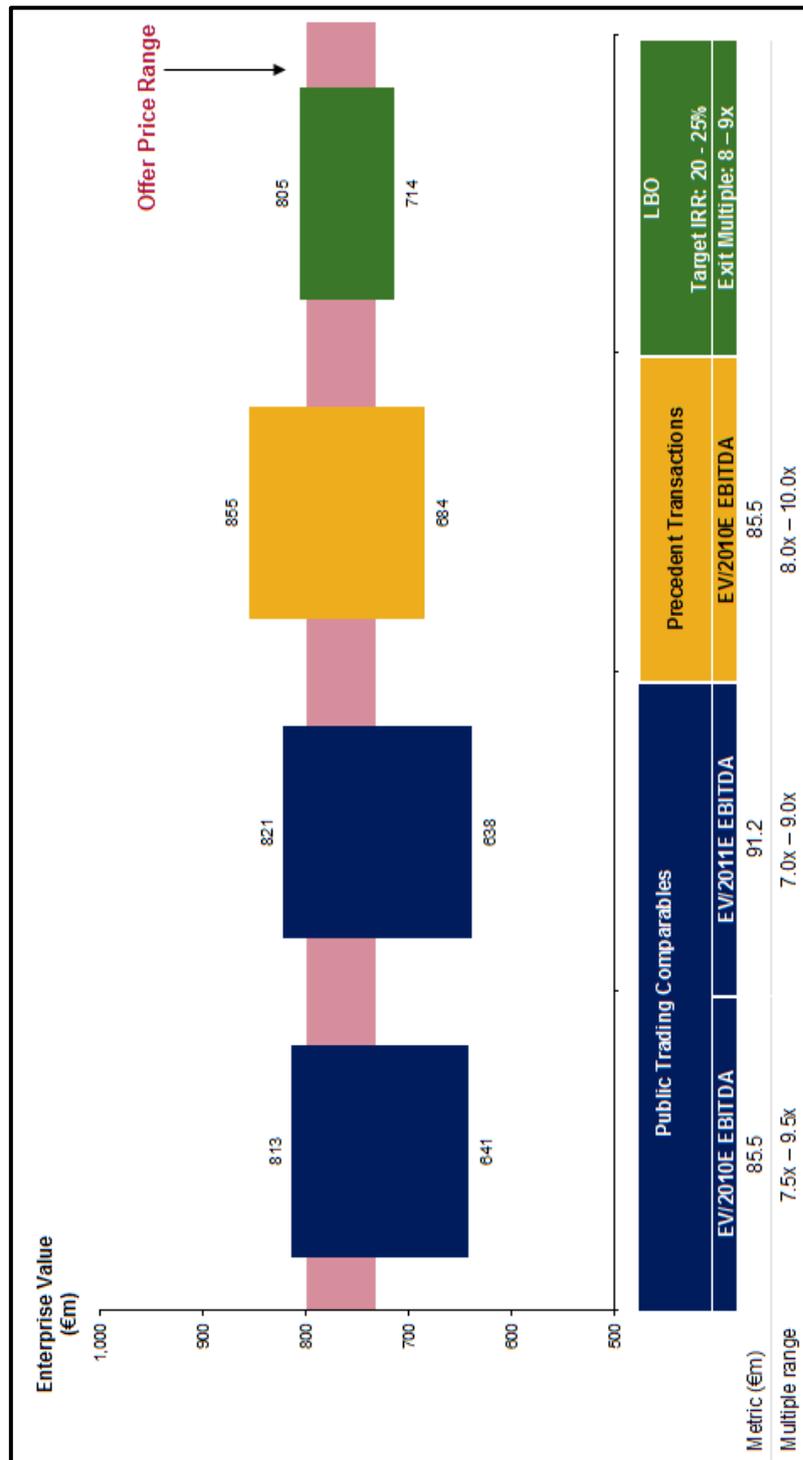
Figura 4.9, LBO analysis



Una volta completato l'esercizio valutativo, i risultati riscontrati con le diverse metodologie di valutazione utilizzate sono stati riportati in un *summary valuation* (vedi figura 4.10) e, in preparazione dell'*investment*

committee, l'acquirente ha individuato per la target un prezzo di 770 milioni di euro, pari a un multiplo implicito di 9 volte l'EBITDA previsto per il 2010.

Figura 4.10, Summary valuation



Lo sforzo di Alfa ed il lavoro sviluppato con i suoi consulenti industriali e finanziari non è bastato ad aggiudicarsi il *deal* in quanto Permira, uno degli operatori interessati, avendo sviluppato un piano industriale più aggressivo e potendo contare su maggiori sinergie rispetto a quelle che gli altri operatori avrebbero potuto realizzare inserendo Findus all'interno della loro economia, ha potuto offrire un prezzo di 805 milioni di euro (9,5 volte l'EBITDA), superando così l'offerta di Alfa e degli altri operatori di *private equity* che partecipavano al processo competitivo. Con l'acquisizione di Findus, infatti, il fondo di *private equity* Permira è riuscito ad effettuare una riunificazione del *business* dei surgelati, integrando il *business* di Findus Italia con quello più vasto del gruppo Birds Eye Iglo, che era stato precedentemente acquisito da Unilever per 1,2 miliardi di euro.

A soli due anni dall'acquisizione di Findus Italia, nel 2012, il fondo Permira comunicava di voler dismettere il *leader* europeo dei surgelati Iglo Group. La cessione avrebbe riguardato gli *assets* detenuti in Gran Bretagna, Irlanda, Italia e in altri Paesi del vecchio continente. Gli unici operatori che hanno dimostrato il loro interesse presentando un'offerta congiunta d'acquisto pari a 2,5 miliardi di euro sono stati i fondi di *private equity* Blackstone e Bc Partners. Permira, che come *target price* aveva fissato un *range* tra i 2,8 e i 3 miliardi di euro ha rifiutato l'offerta, decidendo di interrompere e rinviare il processo di disinvestimento.

### ***Conclusioni: una nuova visione per gli operatori di private equity***

Il caso analizzato è significativo di quanto nel settore del *private equity* sia diventato centrale il tema della creazione del valore da un punto di vista industriale. Infatti, fino al 2008, gli operatori di *private equity* hanno beneficiato delle favorevoli condizioni macroeconomiche che gli hanno permesso di creare valore principalmente attraverso l'utilizzo dell'ingegneria finanziaria, facendo passare in secondo piano la gestione industriale dell'investimento. La crisi finanziaria del 2007 ha però cambiato il modello

operativo degli operatori. Negli anni della crisi, infatti, la riduzione della disponibilità del debito nel sistema finanziario ha ridotto la possibilità di creare valore attraverso l'ingegneria finanziaria e, di conseguenza, gli operatori di *private equity* hanno indentificato nei miglioramenti industriali il percorso per raggiungere i parametri di creazione di valore prefissati.

## Bibliografia

- AIFI, Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda, 2012 (II ed).
- AIFI, PriceWaterhouseCoopers, L'impatto economico del private equity e del venture capital in Italia, 2006.
- Arzac E. R., 1996, Valuation of highly leverage firms, *Financial Analyst Journal*, 52 (4), 42-50.
- Axelson U., Jenkinson T., Weisbach M., 2013, Borrow cheap, buy high. The determinants of leverage and pricing in buyout, *The journal of finance*, 68 (6), 2223-2267.
- Backbay Communications, Private equity brand equity III, 2014.
- Baldwin C., 2001, Nota técnica sobre la valoración de una adquisición apalancada (A), Harvard Business School, 902-S10.
- Baldwin C., 2001, Technical Note on LBO Valuation (B), Harvard Business School, 902-005.
- Banca d'Italia, Il private equity in Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, No. 41, 2009.
- BCG, The 2012 private equity report, 2012.
- Berger A. N., Udell G. F., 1998, The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.
- Berk J., De Marzo P., *Finanza aziendale 1*, Pearson - Edizione italiana a cura di Daniela Venanzi, Milano, 2011.
- Bruner R. F., *Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2004.
- BVCA, A guide to Private Equity, 2012.
- BVCA, IE Consulting, The economic impact of private equity in the UK, 2006.
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, II edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2003.
- Carlini V., Borse, Ipo per 12 miliardi in Europa, in *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2014, pp. 17.
- Carlotti M., *Tecniche di private equity*, III edizione, Egea, Milano, 2012.
- Cassar G., The financing of business start-ups, 2004, *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.
- Coller Institute of Private Equity, A bitter taste, No. 9, winter 2013/2014.
- Coller institute of Private Equity, Performance, No. 4, spring 2011.
- Damodaran A., *Applied corporate finance: a user's manual*, John Wiley & sons, New York, 1999.
- Damodaran A., *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2012.

Damodaran A., 2009, *Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges*, Stern School of Business.

Davoudi S., Permira plans to refinance Birds Eye Iglo, in *ft.com*, July 8, 2012.

Donativi V., relazione su "Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI", al Convegno di Venezia su "Strategie di sviluppo per le PMI: il ruolo delle istituzioni finanziarie e del private equity", Venezia, 2007.

Ernst & Young, *Global private equity watch*, 2013.

Ernst & Young, *How do private equity investors create value?*, 2006.

Ernst & Young, *Return to warmer waters: How do private equity investors create value?*, 2011.

EVCA, *Pan-european Private Equity and Venture Capital Activity*, 2012.

EVCA, *Surveys of the economic impact of venture capital and of MBO/MBI in Europe*, 2002.

Fernández P., 2007, *A more realistic valuation: APV e WACC with constant book ratio*, IESE Business School-University of Navarra, No. 715.

Festa C., Blackstone compra il 20% di Versace, in *Il Sole 24 Ore*, 28 febbraio 2014, pp. 26.

Festa C., Findus in vendita, in *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2010, pp. 9.

Festa C., In tre per Findus, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2009, pp. 11.

Festa C., Unilever pronta a cedere Findus, in *Il Sole 24 Ore*, 11 novembre 2009, pp. 25.

Filippetti S., Il fondo Lion Capital offre 800 milioni per rilevare Findus, *Il Sole 24 Ore*, 28 maggio 2010, pp. 43.

Filippetti S., Per Findus offerte in arrivo a fine maggio, in *Il Sole 24 Ore*, 13 maggio 2010, pp. 42.

Filippetti S., Unilever accelera su Findus, in *Il Sole 24 Ore*, 5 giugno 2010, pp. 29.

Filippetti S., Volata per Findus: in gara tre fondi, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2010, pp. 43.

Forestieri G., *Corporate & investment banking*, Egea, Milano, 2009.

Gervasoni A., Sattin F. L., *Private equity e venture capital*, IV edizione, Guerini Studio, Milano, 2008.

Giuliana F., <<Vendesi private equity>> Le banche aggiustano i conti, in *Corriere della Sera*, 24 aprile 2013, pp. 29.

Gompers P. A., 2012 (Revised in July 2013), *A Note on valuation in private equity*, Harvard Business School, No. 9, 213-034.

Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, 2nd edition, The MIT Press, Cambridge, 1999.

Guatri L., Bini M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi & Strumenti*, Egea, Milano, 2002.

Hellman T., 2001, A note on valuation of venture capital deals, Harvard Business School, E-95.

Inselbag I., Kaufold H., 1997, Two DCF approaches for valuing companies under alternative financing strategies, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (1), 114-122.

Jensen M. C., Meckling W.H., 1976, Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 305-360.

Lerner J., Hardymon F., Leamon A., *Venture capital and private equity: a casebook*, 5th edition, John Wiley & sons, New York, 2012.

Lerner J., Willinge J., 2002, A note on valuation in private equity settings, Harvard Business School, No. 9, 297-050.

Liera M., Bettonica C., *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, Egea, Milano, 2005.

Löffler A., 1998, WACC approach and non constant approach, Freie Universität Berlin.

Louise L., Findus writes off £440m, in *ft.com*, December 13, 2012.

Luehrman T. A., 1997, Using APV: a better tool for valuing operations, *Harvard Business Review*, 75 (3) 145-154.

Maci G., *Il private equity*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009.

Matthews G., Bye M., Howland J., 2009, Operational improvement: the key to value creation in private equity, *Journal of Applied Corporate Finance*, 21 (3), 21-27.

Mckinsey, *Why some private equity firms do better than others*, 2005.

Messuti A., *Metodi di valutazione e clausole anti-diluzione nel private equity e nel venture capital*, Egea, Milano, 2009.

Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, isedi, Torino, 2009.

Netti E., La terra promessa delle start up, in *Il Sole 24 Ore*, 12 maggio 2014, pp. 8.

Palmisani E., 2013, *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*.

Perrini F., *Economia e gestione delle imprese industriali*, Egea, Milano, 1998.

Preqin, *CRM systems and deal sourcing*, 2011.

Puato A., Capitan Findus passa a Permira. Rinasce il maxipolo del freddo, in *Corriere della Sera*, 20 luglio 2010, pp. 31.

Rana G., Gagliardi G., 2001, Capitale di rischio: la scelta del partner e la redazione del business plan, *Amministrazione & Finanza* 18.

Rappaport A., 1979, Strategic analysis for more profitable acquisitions, *Harvard Business Review*, 57, 99-110.

Rogers P., Holland T., Haas D., 2002, Lessons from private equity masters, *Harvard Business Review*, 5-11.

Romano M., Taliento M., 2002, Economic value added (E.V.A.) e unlevered discounted cash flow (U.D.C.F.) nella valutazione delle aziende, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 354-370.

Rosenbaum J., Pearl J., Perella R. J., *Investment banking. Valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions*, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2009.

Ruckin C., Permira pulls dividend recapitalisation for Iglo, in *reuters.com*, July 10, 2012.

Scarci E., Capitan Findus cambia comandanti, in *Il Sole 24 Ore*, 24 aprile 2012, pp. 44.

Scheherazade Daneshkhu, Iglo targets budget-minded in growth plan, in *ft.com*, November 17, 2013.

Teten D., Farmer C., 2010, Where Are the Deals? Private Equity and Venture Capital Funds Best Practices in Sourcing New Investments, *The journal of private equity*, 14 (1), 32-52.