

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

## LA VALUTAZIONE D'AZIENDA NELLE OPERAZIONI 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. 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 difficile determinazione il valore degli investimenti e danno luogo a comportamenti opportunistici da parte degli imprenditori. 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*.

Negli ultimi anni le società del settore sono state alla continua ricerca di nuove strategie per poter continuare ad assicurare agli investitori elevati rendimenti. 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. Inoltre, visto lo stallo delle economie più sviluppate, le società di *PE* hanno ricercato nuovi mercati da aggredire ed il risultato di questo processo è stato che il valore di mercato dei fondi gestiti, tra il 2010 e il 2012, è diminuito sia negli Stati Uniti, sia in Europa, mentre è aumentato quello in alcuni dei principali mercati emergenti. Infine, molte aziende, prima negli Stati Uniti e poi in Europa, hanno iniziato a intraprendere strategie di specializzazione in determinate tipologie di investimento e settore.

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, *regional fund* da fondi a carattere paneuropeo, mentre in funzione delle politiche di investimento intraprese è possibile 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*. Negli ultimi anni, un ruolo sempre più importante all'interno del mercato del capitale di rischio lo hanno assunto 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. 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 assicurazione, banche) o investitori individuali particolarmente facoltosi (*high net worth individuals*), che forniscono i capitali necessari a finanziare le attività del fondo. I *general partner* sono invece i gestori del fondo. Ai *general partners* generalmente spetta, oltre a una commissione annuale (*management fee*) che serve per coprire i costi di gestione, 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*).

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:

- operazioni di *early stage financing*;
- operazioni di *expansion financing*;
- 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.

In particolare, 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 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. 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*.

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.

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. Questo tipo di operazioni vengono nella maggior parte dei casi realizzate con la tecnica del *LBO*. Questa tecnica consiste nell'acquisire 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. 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. 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.

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* e tra i fattori che influenzano questo processo vi sono le caratteristiche dell'operatore, l'area geografica di intervento e la tipologia di investimenti effettuati. Nel processo di identificazione delle opportunità di investimento il profilo dell'impresa ottimale 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, la valutazione del *management*, nonché l'identificazione di una chiara *way-out*.

Esattamente come accade nella fase di individuazione delle opportunità di investimento, anche nel processo di investimento le fasi 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*. Le fasi comuni a tutte le tipologie di investimenti 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.

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

*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 durante l'*holding period*. Una volta che è stata definita la tesi di investimento, vengono definiti gli obiettivi aziendali e le strategie di prodotto-mercato per le diverse *business unit*; vengono definite e quantificate le aree di crescita e di miglioramento dell'azienda *target* con il fine di determinarne il reale valore.

Il secondo passaggio riguarda il processo di *due diligence*. Tale processo è 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. La *due diligence*, permette di capire se il prezzo proposto è effettivamente espressione delle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione. Come sarà meglio spiegato nel seguito, le metodologie maggiormente utilizzate per valutare la *target* nelle operazioni di *private equity* sono quelle dei multipli e dell'*IRR target*.

Dal momento in cui viene assunta la decisione di investimento segue una necessaria fase di monitoraggio e gestione dello stesso. I fattori chiave attraverso cui il *private equity* crea valore sono:

- *miglioramento della performance operativa dell'impresa* – si cerca di sostenere, attraverso una gestione attiva dell'investimento, la crescita dell'*EBITDA*.
- *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*.
- *arbitraggio tra i prezzi* – l'azienda viene venduta a un multiplo più elevato di quello che è stato pagato al momento dell'acquisizione.

Fino al 2008, le favorevoli condizioni macroeconomiche hanno permesso agli investitori di contare su una facile creazione di valore attraverso l'ingegneria



finanziaria, mettendo così in secondo piano la gestione industriale dell'investimento. La crisi finanziaria che ha investito i mercati globali ha però cambiato il modello operativo degli operatori. La riduzione della disponibilità di debito nel sistema finanziario ha 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 dipendenti dalla loro capacità di migliorare le prestazioni operative delle aziende acquisite.

L'ultima fase del processo di investimento è rappresentata dal disinvestimento della partecipazione detenuta. Il disinvestimento costituisce il momento più delicato dell'intero processo di investimento poiché è in questa fase che l'investitore realizza il guadagno programmato. 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 e la quota di capitale posseduta dall'investitore. Inoltre, la 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*.

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. Nell'ambito delle transazioni di *private equity* o *venture capital* alla società in oggetto 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, 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*.

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 sono principalmente tre:

1. viene costruito il campione di società comparabili;
2. viene calcolato il rapporto tra i prezzi negoziati ed alcune variabili contabili delle imprese del campione (EBITDA, utile netto, fatturato, etc.);
3. infine, il valore dell'azienda è ottenuto moltiplicando il multiplo individuato per le medesime variabili contabili riferite all'azienda oggetto di valutazione.

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 metodi analitici, 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*. Nei casi di *leveraged buyout* si preferisce utilizzare multipli *asset-side*, come l'*EV/EBITDA*, l'*EV/EBIT*, l'*EV/Sales*, che danno una stima dell'*enterprise value* e permettono di definire con più semplicità, la struttura delle fonti

finanziarie necessarie per compiere l'operazione e quindi l'ammontare di debito da richiedere alle banche. Nelle operazioni di *venture capital* l'utilizzo del metodo dei multipli per la determinazione del valore della *target* presenta alcuni problemi. Poiché la maggior parte delle imprese che si trova in uno stadio di vita iniziale subisce delle perdite, multipli quali il *P/E* o l'*EV/EBITDA* non possono essere utilizzati. Anche l'*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. Tali limitazioni, hanno fatto sì che in operazioni di questo tipo, il *venture capital method* divenisse nella pratica il metodo di valutazione più gettonato.

L'*IRR target* è una metodologia di valutazione molto utilizzata nel *private equity* per determinare il prezzo massimo 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 dall'impresa e dal rendimento del capitale proprio investito nell'operazione di acquisto. 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, sulla base dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di generare nel futuro, il livello massimo di indebitamento (espresso come multiplo dell'*EBITDA*) che l'impresa *target* è in condizioni di sostenere. Viene inoltre stimato, tramite l'applicazione del metodo dei multipli, il valore che l'impresa avrà al momento del disinvestimento. Una volta determinato l'*equity value* della società 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%). Infine, per determinare il prezzo massimo che l'acquirente è disposto ad offrire per l'operazione viene aggiunto a tale valore il *maximum debt* precedentemente calcolato.

Nel *Venture Capital Method*, metodo di riferimento per la valutazione della *target* nel caso di un'operazione di *venture capital*, i passaggi seguiti sono per lo più gli stessi del metodo esposto precedentemente; la differenza fondamentale risiede nell'assenza della stima del *leverage multiple*.

Infine, nell'ultimo capitolo della tesi, è stato analizzato il processo di investimento (dall'analisi delle informazioni contenute nell'*information memorandum* fino alla proposta di acquisto) seguito da uno dei fondi di *private equity* (di seguito anche fondo Alfa) che hanno partecipato all'operazione di acquisizione di Findus Italia nel 2010. Nel caso esaminato per la determinazione del valore della *target* è stato utilizzato il metodo dei multipli, nella sua versione c.d. *trading comps* e *transaction comps* e il c.d. metodo dell'*LBO*. L'offerta presentata dal fondo Alfa è stata un'offerta 770 milioni di euro. Tuttavia, quanto offerto non è bastato ad aggiudicarsi l'asta in quanto Permira, uno degli operatori interessati all'operazione di acquisizione di Findus, ha offerto 805 milioni di euro, superando così l'offerta di Alfa e degli altri operatori di *private equity* che partecipavano al processo competitivo.

## 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., Hardyman 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.