

Dipartimento di
IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra

Finanza aziendale

IMPATTO DELLE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO:
FASHION LUXURY BRAND “ELISABETTA FRANCHI”.

Prof. Raffaele Oriani

RELATORE

Enrica Catalfamo 238091

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

*Alla mia famiglia,
a mamma, papà, mia sorella e Nonna Lina.
A chi mi è sempre stato accanto.
A me stessa.*

INTRODUZIONE	4
1 CAPITOLO: IL PRIVATE EQUITY- ASPETTI FONDAMENTALI	6
1.1 Cenni.....	6
1.1.1 Le origini e l'evoluzione:	7
1.2 Il ciclo di vita aziendale, tipologie di operazione e operatori	9
1.3 La struttura dei fondi.....	18
1.3.1 Classificazione dei fondi di investimento	19
1.3.2 L'attività di fundraising.....	20
1.4 L'evoluzione del mercato italiano.....	22
2 CAPITOLO: VALUTAZIONE E STRUTTURAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI PRIVATE EQUITY	26
2.1 La scelta dell'operatore e della società target.....	26
2.2 Prezzo e Valore: due grandezze diverse	27
2.2.1 Le metodologie di determinazione del prezzo.....	28
i. Il metodo dei multipli	28
ii. Il Discounted Cash Flow method.....	31
iii. Il Price Earnings method	35
iv. Il Venture Capital method.....	36
2.3 Gestione e monitoraggio.....	37
2.3.1 L'investitore	37
2.3.2 Le modalità di monitoraggio.....	38
2.4 Disinvestimento	42
2.4.1 I canali di disinvestimento.....	43
3 CAPITOLO : FASHION LUXURY BRAND: ELISABETTA FRANCHI	49
3.1 Cosa si intende con "Fashion Luxury"	50
3.2 Private Equity nel settore del Lusso e della Moda italiano.....	51
3.3 Breve storia del Brand.....	53
3.4 La gestione finanziaria e la sua evoluzione.....	55
3.4.1 Ad un passo dalla quotazione: il blocco dell'accordo.....	59
CONCLUSIONI.....	62
BIBLIOGRAFIA.....	65
SITOGRAFIA	67

INTRODUZIONE

“...Fashion Luxury...”, ho sempre avuto una passione per la moda e per il design e, quando quest’anno ho frequentato il corso di finanza aziendale, mi sono innamorata della materia.

Ho fatto tante ricerche per vedere se nel settore del “Fashion Luxury”, a livello finanziario, ci fossero elementi rilevanti che mi consentissero di unire i *topics* che più mi appassionavano.

“La società alfa ha ceduto x% delle proprie quote al fondo beta” e ancora “Il fondo “y” ha acquisito partecipazioni in “z” per “tot.” MLN di euro”.

Questi erano i titoli dei giornali che mi sono apparsi sul web. Leggendoli e continuando a fare ricerche, ho appurato che si trattava delle operazioni di “Private Equity”. Con il consenso del mio relatore, una volta proposto l’argomento, ho deciso di immergermi in questo “mondo”, così da raccontare a chiunque leggesse il mio elaborato, cosa ho imparato. Con mia grande sorpresa, ho notato che è un argomento di forte interesse per moltissimi studiosi. Tanti report, in materia, analizzano le operazioni nel settore del Fashion Luxury.

In tale sede vorrei, pertanto, discutere di una delle metodologie di finanziamento di un’impresa: Il Private Equity.

L’intervento di un fondo di Private Equity nel capitale di una società ha un impatto molto forte e, a seconda della tipologia di operazione da compiere, i risvolti possono essere diversi.

La mia analisi si compone di tre capitoli.

Nel primo capitolo si introduce l’argomento e, con le dovute precisazioni, viene distinto il “Venture Capital” dal “Private Equity”. Una successiva analisi, fatta a livello internazionale, riguarda il contesto storico; ad ogni fase del ciclo di vita, viene associata una macroarea di operazione. Un’ulteriore trattazione sui fondi di investimento ne evidenzia i tratti salienti, le variabili in base a cui si classificano e le modalità di raccolta (fundraising). Infine, l’ultimo paragrafo riporta ciò che negli ultimi anni, dal punto di vista evolutivo, ha interessato il mercato del Private Equity italiano.

Nel secondo capitolo, vengono poste in evidenza le variabili che portano un operatore a scegliere la cosiddetta società “target” e viceversa. Ampio spazio è dedicato al prezzo che viene attribuito ad una società, sia nel caso delle quotate che non, con i dovuti focus sulle diverse metodologie di determinazione dello stesso. Il capitolo si conclude con la trattazione di argomenti come gestione, monitoraggio e disinvestimento di un’attività.

Il terzo capitolo è il cuore pulsante del mio elaborato. Qui ho potuto unire il mondo della moda e del lusso con quello della finanza.

Cosa mi ha portato a fare un case study su Elisabetta Franchi? Oltre ad essere un brand luxury, per me, “Elisabetta Franchi” è una grande donna. Prima ancora di conoscere la sua storia tramite il documentario “Essere Elisabetta”, seguivo da tempo il suo account instagram. Vedere le “stories” che postava mi

rallegrava. È una donna umile, divertente, simpatica - chi più ne ha più ne metta – che, attraverso dei divertentissimi mini video di 15 secondi, porta i followers all'interno della sua realtà, sia familiare che aziendale.

I modi di fare della stilista, oltre a tutte le sue qualità, che sono per me grande fonte di ispirazione, mi hanno portata a scegliere e a preferire questo brand tra tutte le società che si sono finanziate tramite Private Equity.

Viene dunque analizzato l'impatto che questa modalità di finanziamento ha avuto sulla società e quali sono stati i successivi andamenti.

Per concludere, vengono fatte delle osservazioni anche sulla tematica che, da qualche mese a questa parte, ha inaspettatamente interessato tutto il mondo: il COVID-19.

Cosa determinerà a livello finanziario? Come reagiranno i fondi di Private Equity?

1 CAPITOLO: IL PRIVATE EQUITY- ASPETTI FONDAMENTALI

1.1 Cenni

Il Private Equity è un'attività di investimento in capitale di rischio a medio-lungo termine, in società ad alto sviluppo di crescita, non quotate e che richiedono una forte iniezione di capitale; sono opzioni di finanziamento effettuate sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni a cui possono ricorrere le imprese quando sono impossibilitate dal servirsi di metodologie di finanziamento tradizionali (prestiti), poiché sono sempre meno supportate dalle banche che le considerano troppo rischiose. I prestiti provengono da operatori specializzati e i principali in Italia sono: operatori di emanazione bancaria, fondi chiusi sia italiani che internazionali, holding di partecipazione di emanazione privata o industriale e operatori di emanazione pubblica. Si distinguono quattro macroaree di operazioni, in funzione del ciclo di vita e della tecnica di investimento utilizzata¹, quali:

1. *Early Stage*
2. *Expansion Capital e Pre-Ipo*
3. *Buy out e Replacement capital*
4. *Tournaround Financing*

L'attività di investimento in capitale di rischio, si differenzia dal finanziamento *standard* tramite debito, oltre che per la sua flessibilità, per il fatto che non richiede il pagamento degli interessi e il conseguente rimborso di capitale in un periodo di tempo prestabilito. L'investitore è solito guadagnare attraverso la vendita della partecipazione al mercato o a terzi, ragion per cui, è nel suo interesse creare valore per l'impresa, alla quale non apporta solo risorse finanziarie, ma soprattutto capitale umano.

È doveroso distinguere il Private Equity dal Venture Capital, <<sebbene condividano lo stesso DNA²>>, poiché sono due termini che vengono frequentemente utilizzati per far riferimento a medesime operazioni di finanziamento: nella letteratura, le operazioni di Venture Capital³ sono considerate come una sottocategoria del Private Equity e comprendono quei servizi di fornitura di capitale ad un'impresa che si trova al suo stadio iniziale, mentre quelle di Private Equity sono dirette ad imprese medio-grandi e già avviate.

¹ Per le tecniche di investimento utilizzate in funzione del ciclo di vita, si rinvia al paragrafo 1.2.

² Il fine dell'investitore è lo stesso: la creazione di valore.

Fonte: Confindustria – 2017 "iFinance – Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo".

1.1.1 Le origini e l'evoluzione:

La prima società di investimento in capitale di rischio, l'ARD (American Research & Development) nasce in America, nella città di Boston, nel 1946, a ridosso della seconda guerra mondiale, ad opera di Georges F. Doriot, docente presso l'Harvard Business School, e Karl Compton, allora presidente del MIT (*Massachusetts Institute of Technology*).

Il fondo, tra l'altro un fondo chiuso⁴, contava 4 milioni di dollari, raccolti quasi esclusivamente da persone fisiche⁵, e investiti in compagnie private. Per aumentare il capitale a disposizione, questi fondi vendevano le partecipazioni agli investitori e, come anticipato prima, potevano venderle ad altri individui o a compagnie private, qualora non volessero più possederle, nel rispetto dei limiti di tempo previsti dagli accordi.

Nella decade successiva nacquero altre società sul carattere dell'ARD⁶, favorite dall'emanazione dello *Small Business Investment Act (SBA)* che consentiva la fondazione delle *Small Business Investment Companies (SBIC)*, possedute da privati e regolamentate dal governo federale per il trattamento delle modalità di finanziamento. Grazie ai provvedimenti sopra citati, venne favorito lo sviluppo di <<100.000 imprese per un totale di circa 12.000 miliardi di dollari investiti^{6>>. Altri investimenti vennero dedicati al settore petrolifero e immobiliare, ma a beneficiarne maggiormente furono imprese tecnologiche, come Apple Computer, Cisco Systems, Genentech, Intel, Microsoft, Netscape, Sun Microsystems, Federal Express, Staples, Starbucks e TCBY⁷ fino ad arrivare agli anni 90, precisamente 1997-2001 in cui, a causa di un eccesso di capitali fluiti verso le società high tech, scoppiò *la bolla di internet*⁸ e la raccolta di capitale subì un significativo rallentamento: vennero quotate in borsa moltissime società, *le quali godettero di significativi aumenti dei propri titoli azionari su base puramente speculativa*⁹.}

⁴ I fondi chiusi sono dei fondi comuni di investimento con un numero fisso di quote di partecipazione.. I fondi di investimento verranno trattati nel paragrafo 1.3.

⁵ Fonte: Gervasoni A. e Sattin Fabio L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019*.

⁶ Fonte: Steven N. Kaplan and Per Strotmberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity* - Steven N. Kaplan and Per Strotmberg *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146. M.

⁷ Fonte: Clío América *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*,

⁸ Fonte: Mishkin, Stanley G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione.

⁹ Fonte: Italian Trade Agency - *Guida sintetica ai Venture Capitalist U.S.A.*

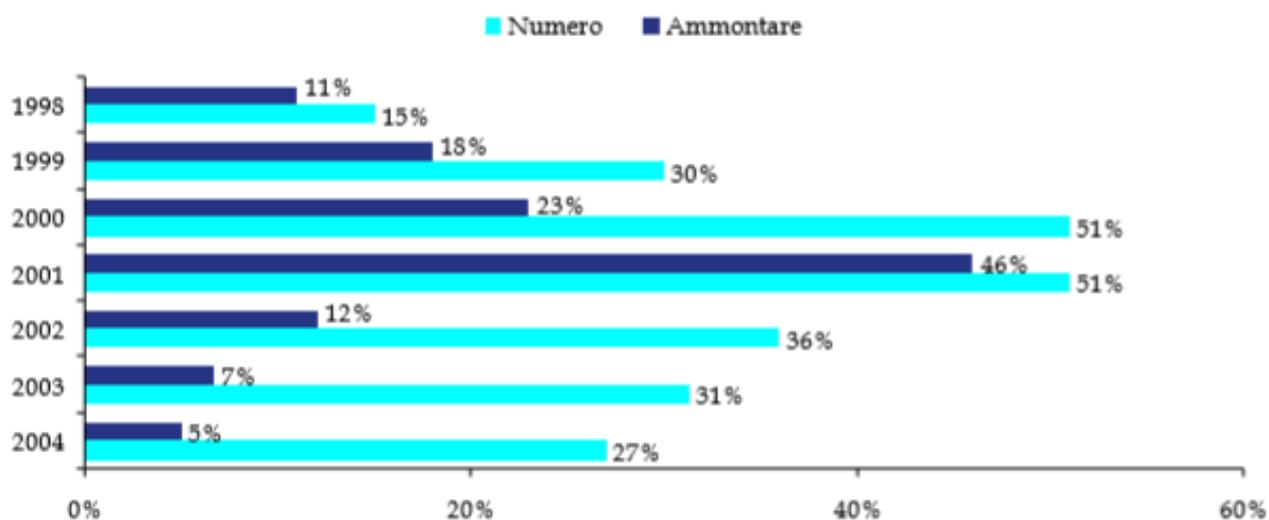


Figura 1 Andamento degli investimenti in imprese high tech. Fonte: AIFI PwC

Lo scoppio della bolla di Internet fu un avvenimento che interessò la maggior parte dei paesi più industrializzati, anche perché la linea di evoluzione del mercato, negli ultimi due decenni del novecento, fu comune quasi a tutti; nonostante ciò, fra i vari territori europei vi erano differenze quantitative in termini di raccolta di capitale.

È negli anni Ottanta che nasce in Europa il mercato del Private Equity e Venture Capital, precisamente sorge a Bruxelles il Venture Capital Liaison Office, per supportare i piccoli imprenditori. Prima di allora, l'Europa si poteva considerare circa un quarto di secolo indietro rispetto agli Stati Uniti; ciò nonostante, i primi interventi in fondi di investimento risalgono all'Ottocento in Gran Bretagna, pioniere del settore a livello europeo, e ad opera di alcuni istituti di credito britannici, venne fondata nel 1954 la *3i*, una multinazionale di Private Equity e Venture Capital con sede a Londra, grazie alla quale, dato il consistente capitale da questa posseduto, si poté investire in svariate attività collocate su gran parte del territorio europeo.

1.2 Il ciclo di vita aziendale, tipologie di operazione e operatori

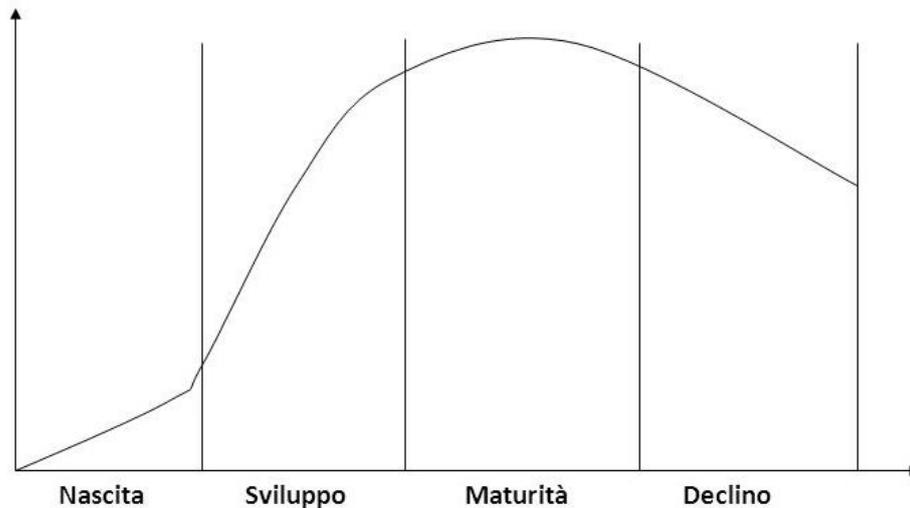


Figura 2 Rappresentazione grafica della curva del ciclo di vita. Fonte: slide su "il ciclo di vita dell'azienda" di F. Monti.

Nell'immagine appena riportata, si osservano le quattro fasi di vita del ciclo aziendale, rispettivamente: avvio, sviluppo, maturità e declino. Nel mercato del Private Equity, a queste corrispondono quattro macroaree, così divise:

- 1) Fase di avvio: *Early Stage*
- 2) Fase di sviluppo: *Expansion Capital e pre-IPO*
- 3) Fase di maturità: *Buyout e Replacement Capital*
- 4) Fase di declino: *Turnaround financing*

FASE DI AVVIO

Alla fase di avvio "*Early Stage*" fanno capo le attività di "*Venture Capital*" la nota "sottocategoria del Private Equity".

Il Venture Capital è un'attività di investimento in società appena avviate, ma con grandi prospettive di crescita. Negli anni gli sono state date diverse definizioni e nella maggior parte dei casi, variavano a seconda del mercato di riferimento sotto un punto di vista geografico. Negli Stati Uniti, si intende con Venture Capital, tutto l'insieme di operazioni di investimento in una società ad eccezione di quelle di *buyout*.¹⁰ In

Europa, invece, assume un'accezione più ristretta, che fa capo a quelle operazioni dedicate ad imprese in fase di avvio o sviluppo.

La macroarea di riferimento in cui opera il venture capitalist è quella dell'*early stage*, area a cui fanno capo operazioni di finanziamento dedicate allo sviluppo di un'attività, che prevedono un elevato conferimento di capitale da parte dell'investitore, al fine di far emergere il business su cui si vuole puntare.

Come riportano diversi studi, le operazioni in capitale di rischio si sono rivelate negli anni molto benefiche, apportando ottimi risultati in termini di aumento dei posti di lavoro, di incremento dei profitti, delle esportazioni e di crescita dell'economia.

Non per altro, nel 2017, 17 imprese arrivarono in finale per il premio "Claudio Demattè Private Equity of the year", evento in cui per ogni categoria (early stage, expansion, buyout, turnaround) ci sarebbe stato un vincitore, valutando l'operazione in termini di redditività e di crescita per l'impresa.¹¹

Il private Equity, inoltre, secondo diversi studi¹², aiuta le imprese a raggiungere un maggior grado di internazionalizzazione. Un'analisi¹³ fatta su un campione di 149 imprese e 154 operazioni riporta che il 21% delle società non era internazionalizzato al momento dell'investimento e il 45% di queste, durante l'holding period si è posizionato su mercati esteri, principalmente in Francia 23% e nel Regno Unito 26%. In prevalenza, si tratta di operazioni di buyout e expansion capital attraverso cui queste imprese riportano un aumento del fatturato.

FASE DI SVILUPPO

Relativamente a questa fase, le attività di *expansion capital e pre-IPO* vanno in soccorso di quelle società che riscontrano problematiche connesse allo sviluppo, e su una classifica europea, stilata per numero, dopo le operazioni di buyout, vi sono le operazioni di *growth capital/expansion*.

Prima di esaminare nel dettaglio le tipologie appena citate, è doveroso precisare che la società target destinataria degli investitori, con riferimento ad attività italiane, è in un'impresa nazionale non quotata, generalmente locata al nord; di norma, è una PMI (72% dei casi, anni 2003-2008¹⁴), anche se a ciò contribuisce il fatto che la maggioranza delle imprese sul territorio italiano è una PMI a carattere familiare, ad alto tasso di sviluppo, inteso anche per quanto concerne la generazione di flussi di cassa stabili.

¹¹ Fonte: Siveda "Ilsole 24 ore": "Private Equity, 17 operazioni in finale per il premio Demattè".

¹² Fonte: "Il Private Equity aiuta le imprese ad uscire dai confini" M.Monti, Il Sole 24 Ore, 23 ottobre 2019

¹³ Fonte: Gervasoni A., *Internazionalizzarsi per crescere: il ruolo del private equity a supporto delle imprese italiane*.

¹⁴ Fonte: *Private Equity in Italia*, Fianza B.

Analizzando l'accezione europea dell'area in esame congiuntamente a quella statunitense, emergono delle differenze: nel mercato americano, queste operazioni si concretizzano con la presa del controllo delle società, a cui seguono attività di *delisting*¹⁵ tramite processi di investimento.

L'approccio europeo, a cui fa capo anche quello italiano, è completamente diverso: innanzitutto, si può intendere l'attività di sviluppo sotto diversi profili, quali quelli di rivisitazione o ristrutturazione dell'attività, intesi di sviluppo interno, o quelli di sviluppo esterno, quali internazionalizzazione o preparazione alla quotazione;

L'operatore assume normalmente una posizione minoritaria rispetto all'imprenditore, con una partecipazione pari al 20%. È fondamentale che si crei un rapporto armonioso tra l'investitore e il management della società, in modo da operare nel modo più coeso possibile; si parla infatti di *partnership* tra l'investitore e l'imprenditore, grazie alla quale si può coniugare il knowhow del primo con la conoscenza del business e del mercato in cui l'impresa opera, propria del secondo.

La posizione dell'operatore nel consiglio di amministrazione consente di individuare tempestivamente eventuali problematiche, grazie a poteri di monitoraggio a lui conferitigli; ha, inoltre, facoltà di nominare componenti del consiglio di amministrazione e porre veti su determinate decisioni¹⁶.

È doveroso stabilire delle chiare regole di corporate governance al fine operare in modo coerente agli obiettivi e non avere disguidi durante tutta la durata dell'investimento, e soprattutto al momento del disinvestimento. A questo proposito, solitamente si stilano delle clausole riguardanti la prelazione in caso di vendita, piani di stock options¹⁷ e accordi di *earn out*¹⁸.

Inoltre, se l'operatore di PE, dopo 4/5 anni dall'avvio dell'investimento non ha venduto la propria partecipazione, la compagnia la può riacquistare, e se l'azionista di controllo non vuole agire in tal senso, l'investitore può chiederne la quotazione o la vendita in toto delle azioni della società.

Le regole di corporate governance sopra citate, inoltre, mitigano i problemi di agenzia tra l'investitore e i manager.

Una volta definito il goal da raggiungere, si può stilare un business plan coerente con quanto concordato e con il capitale a disposizione.

¹⁵ approfondimenti sul passaggio da public to private descritti in seguito.

¹⁶ Quest'ultimo, in Italia è poco utilizzato.

¹⁷ Colui che possiede il diritto di stock option, ha facoltà di vendere o comprare un determinato ammontare di azioni ad un certo prezzo, per un periodo di tempo prestabilito.

¹⁸ L'*earn out* è una clausola attraverso cui si lega il prezzo delle partecipazioni ad eventi futuri che possono anche non essere sotto il controllo delle parti come, per esempio, l'andamento del mercato.

Nel processo di pre-IPO (Initial Public Offering), come disse Mario Draghi, ex governatore della BCE, “*il Private Equity gioca un ruolo molto importante nella preparazione alla quotazione in borsa di una società*”, oltre ad essere una delle modalità previste per il disinvestimento.

L’attività di Private Equity è complementare allo sviluppo del mercato borsistico, non concorrente, come molti sostengono, anche perché risulta da diversi studi, che quanti hanno svolto una fase di preparazione alla quotazione hanno riportato ritorni più consistenti rispetto a quelle società che avevano saltato questo step. Nell’ordinamento italiano, tra l’altro, vige l’obbligo di essere assistiti, da almeno un anno, da un operatore di PE se la società in questione vuole quotarsi in borsa ed è in vita da meno di 3 anni, poiché ne aumenta la capacità di interazione con soggetti esterni al management dell’impresa.

Ma perché quotarsi? Attraverso la quotazione, un’impresa può utilizzare le azioni come moneta per acquisizioni e alleanze strategiche, dare un valore oggettivo e trasparente alla società, liquidare in tutto o in parte le azioni, attrarre risorse umane qualificate, aumentare la reputazione della mia impresa, motivare e coinvolgere il management nei risultati dell’impresa¹⁹.

Vi sono tre modi attraverso cui si può realizzare una quotazione:

1. OPS: attraverso la sottoscrizione di azioni di nuova emissione e conseguente aumento di capitale
2. OPV: attraverso l’acquisto di azioni già esistenti, dunque vi sono azionisti o investitori che attualmente erano interni all’azienda che cederanno quote da loro possedute, o totalmente o parzialmente.
3. OPVS: tramite un utilizzo congiunto delle due opzioni in precedenza descritte

FASE DI MATURITÀ

Le operazioni di buyout si differenziano da quelle di expansion capital, oltre che per la fase di vita del ciclo aziendale a cui fanno riferimento, anche per il differente ruolo che assume l’operatore di Private Equity, così come dal punto di vista strutturale delle operazioni e da ciò che ne può derivare.

Da definizione, l’attività di buyout, consiste in un investimento da parte di un management team, volto alla rilevazione delle quote di maggioranza di un’azienda, con il fine di assumerne il controllo. Si parla infatti di modifica in tutto o in parte dell’asset societario. In Europa, l’ammontare delle operazioni di buy out, nei primi anni 2000 è pari al 48,9%, contro il 43,7% negli Stati Uniti, dati che fanno capo ad un periodo di rapida crescita del Private Equity. Il rapporto *debito/equity*²⁰, inoltre, si attestò intorno all’1,5 nel corso degli anni.²¹

¹⁹ Fonte: “*iFinance – Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo*”- Confindustria 2017.

²⁰ Il processo di leva finanziaria è spiegato in seguito.

²¹ Fonte: Del Giudice R., Gervasoni A., *La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e venture capital*.

Dal 2005 al 2007 questa specifica attività di finanziamento continuò ad incrementarsi, anche in nuove aree del globo, come ad esempio in Asia, anche se in percentuali ridotte, se paragonate all'Europa occidentale e al Nord America.

Con riferimento al *Replacement*, sono comprese in questa categoria, le attività di sostituzione di quei soci di minoranza che desiderano vendere le proprie quote perché non vogliono più possederle ovvero per cambiamenti del team societario o per ricambi generazionali.

A seconda che i soggetti che comporanno il management siano interni o esterni alla società in questione, si distingue il *Management Buy out dal Management Buy in*.

Si fa riferimento alla prima categoria quando il management in questione vedrà partecipati soggetti interni alla società, mentre al *buy in*, quando i soggetti saranno esterni. Può verificarsi il caso in cui siano i dipendenti a voler assumere il controllo, e dunque a comporre il management, definendolo in questo caso "*Employees o Workers Buy Out*". Infine, se si verifica il caso in cui, in una *family firm* vi siano individui che non vogliono detenere le quote, queste possono essere acquistate dagli altri componenti; questo processo assume la connotazione di "*Family Buy Out*".

Come anticipato prima, l'operatore di Private Equity, assume un ruolo diverso da quello che ricopre nelle operazioni di *venture e expansion capital* : egli acquisisce le quote di maggioranza della società, discostandosi da quel rapporto di *partnership* con l'imprenditore proprio del *growth capital*, fermo restando le funzioni di gestione operativa che rimangono in capo al management. Qualche volta, ci si ritrova davanti ad un cambio radicale dell'asset proprietario, con cessione di interi rami d'azienda o di tutta l'intera compagnia; ciò accade perché non vi è un successore, nel caso di ricambi generazionali, o per processi di privatizzazione (*public to private*). Si tratta di un processo di "*delisting*", verificatosi per la prima volta negli anni ottanta in Inghilterra. Il *delisting* prevede che un'azienda venga privatizzata a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto, attraverso il pagamento di un *premium price* del 15/ 50% oltre allo *stock price*²², poiché necessita di cambiamenti radicali o a livello di strategia ovvero a livello di asset proprietario, per poi quotarla in seguito o offrirla ad un altro acquirente. Questo step finale è noto come "*reverse buy out*".

Il 92% dei *buy out* è realizzato attraverso l'utilizzo della leva finanziaria, in funzione della quale queste operazioni si definiscono "di *Leveraged Buy Out*". Emerse nel 1980, continuarono ad incrementarsi negli anni successivi e, secondo Jensen, un noto economista americano, la "*leveraged buy out organization*²³" sarebbe diventata in breve tempo la forma di organizzazione aziendale dominante.

²² Fonte: Kaplan, 1989b; Barger, Schlingemann, Stulz, and Zutter, 2007.

²³ Fonte: *Leveraged Buyouts and Private Equity* - Steven N. Kaplan and Per Stromberg *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146 Steven N. Kaplan and Per Stromberg.

Tuttavia, a seguito di insuccessi, nei primi anni novanta questa tipologia di organizzazione scomparve per riapparire nei primi anni del 2000, che sappiamo essere anni di evoluzione del mercato del Private Equity, sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo, tanto che si parlò “*second leveraged buyout boom*”.

Si ricorre alla leva finanziaria per ridurre al minimo il finanziamento tramite *equity*, motivo per il quale è fondamentale la capacità reddituale della società²⁴ per far fronte al maggior indebitamento conseguente all'utilizzo della leva stessa.

Di norma il processo di acquisizione è il seguente:

si vuole acquistare una società target, ossia una società obbiettivo, e per fare ciò, soggetti interni o esterni alla società in questione, creano una *holding*, versando un determinato ammontare di capitale a titolo di capitale proprio, di norma pari al 10% o al 40%, somma che dipende dalle circostanze.

Successivamente, delle società finanziarie, in particolare le banche, furono i primi investitori in questa tipologia di operazioni, finanziando la holding per la parte di capitale rimanente pari al 60 o 90%²⁵, e necessaria all'acquisizione della società obbiettivo. Il nuovo management, che come già riportato, può essere interno o esterno, contribuisce all'investimento, anche se in minime percentuali. Questo finanziamento è definito “*unsecured financing*”, dal momento in cui vengono date in pegno le partecipazioni acquisite. Una volta che viene ultimata l'acquisizione, il prestito, da “*unsecured*” diventa “*secured*” e aumenta così il livello di indebitamento della società perché questo verrà rimborsato tramite flussi finanziari generati dalla società target, così come legittimato e previsto dall'Art. 2501 bis Codice Civile.

Con riferimento alla scelta della società target si considerano:

- Maturità del mercato : è necessario che questa operi in un mercato maturo;
- Qualità del management in termini di professionalità e competenza²⁶.

Per quanto indicato al primo punto, bisogna aggiungere che non si investe in quelle società che sviluppano prodotti tecnologici perché richiedono elevati apporti di capitale volti alla copertura dei costi fissi e delle attività di ricerca, oltre al fatto che si tratta di un settore altamente competitivo e in continua evoluzione. Con le dovute operazioni di due diligence si noterà come sia fondamentale anche il prospetto finanziario per ragioni citate in precedenza.

²⁴ Per approfondimenti si rimanda al capitolo due.

²⁵ Fonte: Leveraged Buyouts and Private Equity - Steven N. Kaplan and Per Stromberg Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146 Steven N. Kaplan and Per Stromberg.

²⁶ Fonte: Gazzo J.L.H, Olaechea J.E., *Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano*.

In riferimento al punto due, quanto indicato è fondamentale per sostenere l'elevato indebitamento a cui si va incontro con l'utilizzo della leva finanziaria.

Infine, si richiedono previsioni delle vendite per determinare quelli che potranno essere i cash flows futuri.

Le modalità di finanziamento a cui si può far ricorso vanno dal semplice prestito bancario all'equity. Vi è una via di mezzo definita "*mezzanine financing*" composta da due parti: una fissa, rappresentata dal debito, e una variabile, rappresentata dall'equity kicker ²⁷. Il mezzanine financing presenta le seguenti caratteristiche:

- strumento di finanziamento flessibile²⁸
- periodo di riferimento medio-lungo
- rimborso subordinato rispetto ad un prestito ordinario.

Studi focalizzati sulle operazioni di buyout riportano un incremento delle vendite dal 10 al 20 %, profitti in aumento del 40% e minori costi.

FASE DI DECLINO:

Dell'ultima fase del ciclo di vita di un'impresa fanno parte le operazioni di turnaround financing.

Si tratta di un'attività di finanziamento volta alla ristrutturazione di un'impresa in perdita, che si sviluppò negli Stati Uniti durante la recessione del 1982.

Negli anni precedenti alla crisi del 1929, le banche garantivano prestiti alle imprese senza considerare la loro capacità di rimborso; per tale ragione vennero progettati dei modelli con lo scopo di indicare una possibile insolvenza. Questi si servivano di equazioni matematiche e calcoli statistici (grazie ai quali si poté ovviare al problema dell'elevata soggettività che caratterizzava i modelli), oltre a trovare fondamento su un'analisi finanziaria.

Una prima classificazione si fa tra modelli teorici ed empirici:

i modelli teorici, caratterizzati dall'uso di un approccio deduttivo, si basavano su delle ipotesi e degli algoritmi per il calcolo della probabilità di insolvenza.

Tale tipologia non venne usata molto a causa della non veridicità e attendibilità dei risultati.

²⁷ L'equity kicker consente a chi sottoscrive il prestito di convertire le obbligazioni in azioni della società.

²⁸ Carattere conferito dall'esistenza di una parte fissa e una variabile.

I modelli empirici si basavano su un approccio induttivo e prevedevano dei determinati step da seguire per vedere se vi fossero o meno sintomi di crisi.

Il modello “Z-score” e quello del “turnaround index”, consentono l’utilizzo di una funzione, grazie alla quale si può assegnare un punteggio che indica lo stato di salute dell’azienda.

Si trattava di una previsione molto attendibile se effettuata con uno o due anni di anticipo, contrariamente ad una fatta da molto più tempo.

Lo stato di salute era indicato da un valore di Y uguale a 0, mentre Y=1 indicava lo stato di insolvenza. Viene inoltre utilizzato un modello di regressione, noto come modello di probabilità lineare, per cui, tramite i valori assunti dalla funzione tra zero e 1, si può indicare la probabilità di insolvenza. La logica su cui esso si fonda è l’esistenza di una relazione tra questa probabilità e i valori assunti da un insieme di indicatori finanziari, che si ritengono correlati a questa.

Vi sono sette indicatori utilizzati per valutare la performance di un’azienda, quali²⁹:

- 1) la redditività delle vendite, o ROS
- 2) la variazione media del ROI
- 3) la variazione media del fatturato
- 4) il rapporto tra i mezzi propri ed il capitale investito
- 5) il rapporto tra le proprie risorse ed il credito finanziario netto
- 6) la copertura degli oneri finanziari
- 7) la capacità di generare cassa

Lo stato di crisi in cui la società verte può essere reversibile o permanente. Uno stato di crisi³⁰ permanente si traduce in stato di insolvenza e conseguente liquidazione societaria. Con stato di crisi, si intende l’impossibilità da parte della società di adempiere alle obbligazioni. Qualora si verifichi questo stato, l’imprenditore deve scegliere se liquidare l’intera compagnia o risollevarla tramite processi di “turnaround”.

È uno dei rimedi più efficaci, se non l’unico, che attraverso degli strumenti presi in prestito dal diritto e dalla psicologia, riesce a risollevarla la società che si trova in situazioni di crisi, risolvendone le problematiche; solitamente, a queste fanno capo una consistente riduzione delle vendite, perdita di

²⁹ Fonte: Riva P., Provasi R., *The ability of turnaround index in assessing going concern assumption. Evidence from its application to Italian listed companies.*

³⁰ Fonte: Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino.

competitività, un eccessivo indebitamento e flussi di cassa non sufficienti per far fronte agli oneri finanziari.

Per valutare la convenienza di una strategia di recupero, bisogna fare una doppia analisi: in prima battuta, bisogna capire di quali benefici potrebbe trarre la società e quali risorse sono necessarie a tal fine; in secondo luogo, vedere se si avrebbe un beneficio maggiore dalla liquidazione della società o da un'attività di recupero.

Gli operatori di Private Equity sono nella maggior parte dei casi specializzati in materia fallimentare, e, differentemente dai ruoli svolti nelle fasi di sviluppo e maturità, questi diventano parte attiva dell'operazione, assumendo il ruolo di imprenditori; ruolo di fondamentale importanza, attraverso cui si fa in modo che ad un'operazione di turnaround, propria di un periodo di perdita e dunque negativo per l'impresa, ne segua uno prospero e profittevole, soprattutto in un'ottica di stabilità futura; emerge il concetto di ristrutturazione³¹, con riferimento ad un piano di ristrutturazione o risanamento, che non ridimensiona la società in termini di dimensioni, bensì, una volta identificate le problematiche, stabilisce un modo per risolverle. Si opera in termini di recupero dell'efficienza attraverso una riduzione dei costi, di crescita dei ricavi tramite un'ottimizzazione del portafoglio e del posizionamento a livello geografico; si punta al riposizionamento competitivo attraverso l'ingresso in nuovi business o il miglioramento della propria posizione, scelta che avviene sulla base della situazione dell'impresa oggetto dell'attività in questione. Il periodo in cui l'operatore resta in carica va dai 3 ai 24 mesi, a seconda della situazione in cui l'azienda si trova, in termini di dimensioni e complessità.

Di fondamentale importanza è la generazione di liquidità, che può avvenire attraverso cessione di immobili, di business non essenziali, uscita da mercati non profittevoli, aumenti di capitale e rinegoziazione di strumenti di debito, al fine di evitare lo stato di insolvenza.

Lo sviluppo di quest'area è molto importante, soprattutto con l'aumento del numero di imprese che si trovano in situazioni di crisi³²

³¹ Fonte: Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino

³² Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

1.3 La struttura dei fondi

Una sottocategoria degli investitori istituzionali sono i fondi comuni di investimento, l'organismo attraverso il quale viene raccolto il capitale nelle operazioni di private equity. La maggioranza dei fondi è a carattere "chiuso".

Se ne elencano a questo proposito i tratti distintivi³³:

- Ammontare e quote fisse: non è possibile sottoscrivere nuove quote; il numero è fissato al momento della sua costituzione
- Rimborso a scadenza: il rimborso delle quote per i sottoscrittori è previsto a scadenza; qualora un individuo non voglia più possederle è costretto a venderle ed è solo così che si consente ad un nuovo soggetto di entrare nel fondo. Sono comunque previsti rimborsi parziali ad avvenuto completamento dei versamenti.
- Importi versati a seconda delle esigenze di liquidità

Per quanto concerne il fondo aperto, invece, è sempre possibile sottoscrivere nuove quote e se un individuo non vuole più detenerle, il fondo è costretto a riacquistarle. Inoltre, il valore di sottoscrizione è versato in un'unica tranche.

I fondi di private equity sono organizzati come *limited partnership* (*società in accomandita semplice*) ossia a responsabilità limitata.

Questa tipologia di struttura mette in rilievo due categorie di soggetti, rispettivamente limited partner e general partner:

Limited partner: hanno responsabilità limitata, ma anche limitazioni concernenti le facoltà decisive all'interno della società. Di solito si tratta di investitori istituzionali, corporate e public, fondi pensione, compagnie di assicurazione o privati.

Contrariamente, i General partner hanno responsabilità illimitata e gestiscono il fondo.

In termini remunerativi³⁴, questi guadagnano una fee annuale, solitamente una percentuale del capitale versato, ricevendo una parte del profitto del fondo legata al maturare degli interessi, in genere pari al 20%.

³³ Fonte: Mishkin, Stanley G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione..

³⁴ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L, *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

La scelta della limited partnership è vantaggiosa per diverse ragioni³⁵:

- neutralità fiscale, per effetto della quale si hanno vantaggi in termini di tassazione di profitti, perdite, plusvalenze, che avvengono in capo ai partner, a differenza delle società per azioni in cui sappiamo questi essere tassati due volte.
- rapporti disciplinati dall'accordo di partnership, per cui la gestione e la divisione sono a libera scelta.
- struttura flessibile, per la quale non vi sono obblighi di revisione contabile né di seguire determinati parametri nella redazione del bilancio.

La durata³⁶ di un fondo è prestabilita, solitamente di dieci anni, ma può protrarsi per altri 3.

Le società di Private Equity hanno cinque anni di tempo per investire il capitale che dal fondo va alle compagnie e i tempi di rientro variano da 5 a 8 anni.

Per una gestione equa e trasparente vengono sottoscritte delle clausole, attraverso cui si prevedono restrizioni quantitative in termini di capitale come ad esempio “quanto investire in una singola compagnia”, clausole salvaguardia o clausole con oggetto livelli di debito.

Il limite che riguarda l'ammontare di capitale da investire è stabilito dalla Banca d'Italia³⁷, ed è pari al 25% del patrimonio.

Gli organi³⁸ principe di un fondo di investimento sono: il Consiglio di Amministrazione della SGR, il Comitato Investimenti, il Comitato di Controllo, l'Assemblea degli Investitori. Inoltre, in alcuni fondi possono essere previsti comitati scientifici o industriali o altri organi consultivi.

1.3.1 Classificazione dei fondi di investimento

È possibile classificare³⁹ le tipologie di fondi più diffuse sulla base di variabili geografiche, dimensionali e per tipologia di impresa target.

Con riguardo alla classificazione geografica vi sono fondi pan-europei, domestici e regionali.

³⁵ Fonte: Mishkin, Stanley G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione.

³⁶ Fonte: Steven N. Kaplan and Per Stromberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity* - Steven N. Kaplan and Per Stromberg Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146.

³⁷ Si veda: area di regolamentazione bancaria in materia dei fondi di investimento.

³⁸ Fonte: AIFI - *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence* - 2012.

³⁹ Fonte: AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence* - 2012.

Per la variabile dimensionale, si distinguono i fondi locali- per imprese locate sul territorio nazionale e dimensioni in termini di capitale comprese tra i 50 e i 500 milioni di Euro- dai fondi globali, per imprese che possono trovarsi su tutto il globo e che hanno dimensioni fra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro.

Per ultima, per tipologia di impresa target, si distinguono i *Large buy out*, tipici delle grandi aziende, dai *Mid market buy out* per le PMI; ancora, si differenziano dai *Growth capital* per le aziende sane e in crescita e dai *Turn around distressed asset* per tutte quelle aziende che necessitano attività di ristrutturazione o sono prossime a procedure concorsuali.

Una volta identificata la struttura giuridica, tecnica e fiscale, si passa all'attività di fundraising, ossia all'attività di raccolta di capitale.

1.3.2 L'attività di fundraising

Dal punto di vista evolutivo, il mercato del fundraising conobbe una fase di recessione a seguito della crisi del 2008, crisi che dilatò i tempi di gestione delle varie fasi, influenzando, ad esempio, sui tempi necessari per la due diligence che raddoppiarono. Un altro effetto fu quello della diminuzione dei ritorni medi.

Le fasi⁴⁰ del processo di *fundraising* sono le seguenti⁴¹:

- definizione degli obiettivi strategici e pre-marketing
- preparazione e distribuzione del materiale di marketing
- incontri con potenziali investitori e due diligence
- negoziazione delle condizioni contrattuali
- closing

Dal primo punto si evince che durante la prima fase bisogna stabilire la strategia di fundraising, avendo prima chiari quelli che sono gli obiettivi di investimento, in modo da allocare la giusta quantità di capitale. Una volta fatto ciò, ci si può avvalere dell'aiuto di alcuni soggetti, quali "network advisors" o "placement agent" per la raccolta del capitale.

Il placement agent si occupa di effettuare servizi di consulenza, mentre l'advisor, oltre al compito proprio del PA⁴², mette in contatto il fondo con possibili investitori.

⁴⁰ Fonte: Clío América, 8 (16), 173– 184 Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014)- *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*.

⁴¹ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

⁴² Placement agent.

Per scegliere i possibili partner vengono fatte delle indagini su coloro che si dimostrano interessati, al fine di valutarne il profilo e esprimerne un giudizio; chi è idoneo può partecipare al fondo.

Possedere informazioni⁴³ accurate su chi richiede la sottoscrizione, tanto quanto dare loro informazioni trasparenti e veritiere sul fondo, è di fondamentale importanza al fine di sviluppare un rapporto duraturo tra l'investitore e il fondo e viceversa.

Vengono prese in considerazione variabili informative che riguardano la tipologia di investimenti realizzati, i ritorni in termini di TIR, la qualità delle informazioni e il prospetto storico.

Il rating del primo investitore del fondo è rilevante nella misura in cui, in seguito si attrarranno investitori dello stesso rating, se non migliori.

La seconda fase può essere posta in essere congiuntamente alla prima e consiste nella preparazione di un documento chiamato "offering memorandum" in cui bisogna indicare⁴⁴ elementi chiave come durata, costi, quote di partecipazione e dimensioni del fondo, politiche di distribuzione dei proventi etc. È attraverso questi focus che si costituisce un biglietto da visita per l'investitore.

Durante la terza fase gli investitori selezionati e interessati possono valutare se sottoscrivere o meno le quote e richiedere informazioni aggiuntive qualora sia necessario, attraverso le operazioni⁴⁵ di due diligence⁴⁶. In genere, analisi più accurate hanno come oggetto⁴⁷ il team di gestione del fondo, con riguardo all'esperienza e al track record, al livello di coesione del team, alla motivazione dello stesso, bilanciamento della seniority e tanto altro.

Ulteriori variabili riguardano la struttura e il supporto alle operations, considerando parametri come:

risk management, reporting, valutazione di portafoglio e qualità della banca depositaria, intendendo con quest'ultima l'organismo che si occupa della custodia del capitale, dal momento che è obiettivo dell'investitore, diversificare il proprio portafoglio con conseguente massimizzazione dei ritorni.

Contemporaneamente a queste analisi vengono stilate le bozze contrattuali che, a seguito di responsi positivi da ambo le parti, verranno firmate; questa fase è detta di "closing".

⁴³ Fonte: Estrategia financiera- *Fases de desarrollo de un proyecto de Private Equity*- N.244 Noviembre 2007.

⁴⁴ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

⁴⁵ È opportuno che queste vengano fatte da più soggetti al fine di condurre un'analisi oggettiva e completa, periodo necessario alla due diligence 3-6 mesi.

⁴⁶ Fonte: AIFI - *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*- 2012

⁴⁷ Fonte: AIFI - *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*- 2012

1.4 L'evoluzione del mercato italiano

L'arrivo del Private Equity in Italia risale al 1986, anno in cui, dall'unione di nove *società finanziarie private e di emanazione bancaria*⁴⁸ venne fondata l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)

L'AIFI nacque con lo scopo di *sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital*. Dal 2014 ha esteso ai fondi di Private Debt⁴⁹, l'opportunità di aderire all'Associazione.⁵⁰

Dal momento che fino al 1997 la crescita del settore era piuttosto lenta e limitata, vennero emanati diversi provvedimenti e decreti per favorirne la crescita.

Risale al 1987 la delibera del CICR (Comitato interministeriale per il credito e il risparmio) con cui si legittimava l'attività di investimento nel capitale di rischio in imprese non quotate, sin ad allora vietata e poi consentita, tramite l'operato delle SIF (Società di intermediazione finanziaria), le quali fornivano <<consulenza e assistenza finanziaria alle imprese, per l'attuazione di operazioni sul capitale e nella sottoscrizione temporanea di partecipazioni con l'obiettivo di smobilizzarle in un secondo tempo, anche attraverso l'accesso alla quotazione⁵¹>>.

A norma del TUB, si acquisisce lo status di società finanziaria, se un soggetto opera nel mercato del credito, di società di intermediazione mobiliare, se un soggetto opera sul mercato dei servizi di investimento, e di società di gestione del risparmio (SGR), se un soggetto opera sul mercato dei servizi di gestione collettiva di patrimoni.⁵²

È con il TUF (Testo Unico della Finanza) che viene introdotta la figura delle SGR, il solo intermediario attraverso cui, sul territorio italiano, si possono fare operazioni di gestione dei fondi di investimento⁵³.

⁴⁸ Fonte: Sottrici F., LIUC Papers n. 262, febbraio 2013 - *Financial markets and corporate governance 8 - Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*.

⁴⁹ Fondi comuni di investimento basati su obbligazioni, cambiali finanziarie e altri strumenti finanziari di debito, nonché finanziamenti, sotto forma di trattativa privata.

⁵⁰ Fonte: www.aifi.it.

⁵¹ Fonte: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/127-italian/s/22472-societa-di-intermediazione-finanziaria>.

⁵² Fonte: Mishkin, S.G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari*, Pearson, nona edizione.

⁵³ I soci AIFI, ad oggi, sono composti per il 55% da SGR e Investment company.

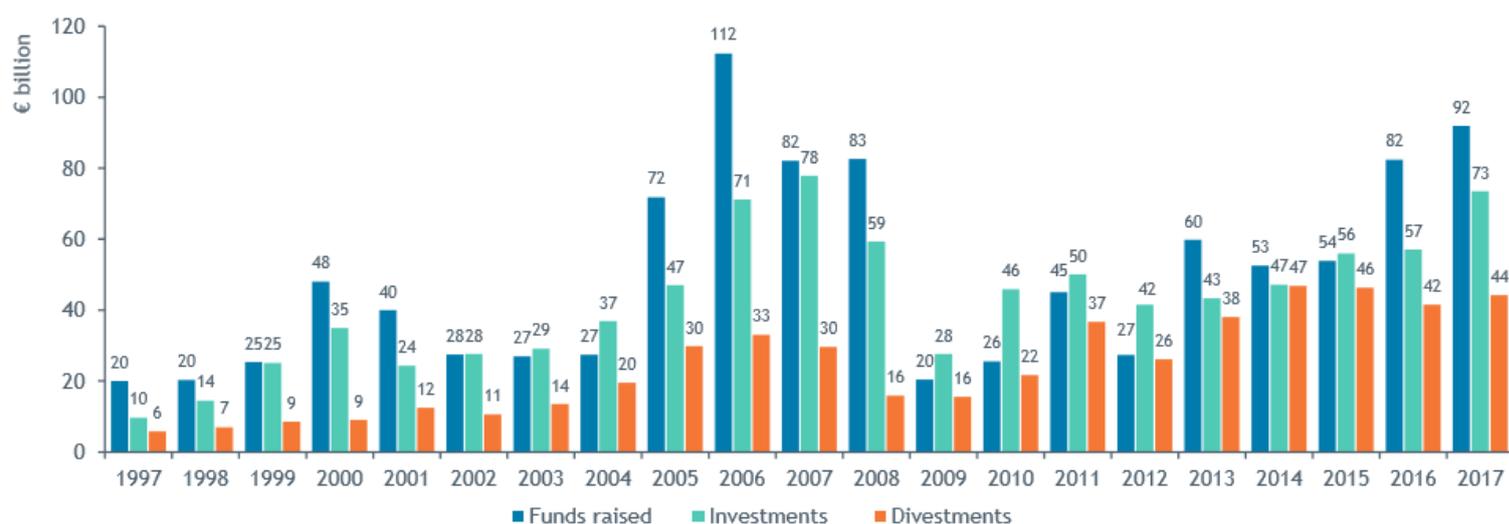


Figura 3: Andamento degli investimenti, dei disinvestimenti e della raccolta di capitale dal 1997 al 2017.

Fonte: Invest Europe, 2017 - European Private Equity Activity, 2018

Gli anni che vanno dal 1997 al 2001, come già trattato in precedenza, fanno riferimento all'esplosione degli investimenti nel settore *high tech*, seguita dalla cosiddetta “*età d'oro del Private Equity*”¹¹ (2003-2007), caratterizzata dall'ingresso di molteplici operatori internazionali e dall'aumento delle iniziative volte alla costituzione dei fondi di investimento. Dal primo biennio del periodo preso in esame, emerge una diminuzione degli investimenti e degli apporti di capitale a causa del crollo delle *Internet-company*²¹, per essere successivamente caratterizzato, precisamente a partire dal 2005, da una fase di espansione, che raggiunge i suoi massimi nel 2006, come si evince dal grafico.

Con riferimento all'anno 2004⁵⁴, la categoria di investimenti⁵⁵ favorita dagli investitori in termini di ammontare investito è quella del *buy out* (62%), seguita da quella di *expansion capital* (31%), in termini di numero degli investimenti effettuati, invece, prevalgono gli *expansion* con 51% e l'*early stage* con il 20%.

Dopo il picco, raggiunto nel 2008, ci si dirige verso una fase di contrazione delle attività (2009) come conseguenza della crisi finanziaria, che rallentò il settore.

⁵⁴ Fonte: Del Giudice R., Gervasoni A., *La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e venture capital*.

⁵⁵ L'argomento riguardante le categorie delle operazioni verrà trattato in modo approfondito al paragrafo 1.2.

I primi segnali di ripresa risalgono al 2011, con una crescita più rapida nel biennio 2016-2017; in particolare nel 2017 si rileva una crescita complessiva del “*total equity amount*”⁵⁶ del 29%.

Il 2018 conferma la ripresa sopra menzionata, con un incremento del 42% delle operazioni in riferimento all’anno precedente, raggiungendo un numero di investimenti pari a quello del 2007⁵⁷, seguito da un aumento del livello di flessibilità del mercato.

Sul territorio europeo, oltre all’Italia, si sono distinte Spagna e Germania per l’ammontare delle operazioni effettuate, e i paesi scandinavi, i quali, a differenza degli altri, si distinsero nel mercato del Venture Capital.

Statistiche sull’attività di fundraising, nello specifico riguardanti la sua crescita, segnalano che i dati⁵⁸ del 2018 sono inferiori, anche se non di molto, a quelli del 2017.

La variazione è pari all’11%, che in termini di capitale è pari a \$778 miliardi⁵⁹.

Nonostante ciò, un segmento crebbe più di tutti ed è quello del venture capital, i cui dati non furono così promettenti dal 2012.

I dati differiscono, però, per la dimensione dei fondi, per la localizzazione geografica o per asset classes, ad esempio:

- Nord America e Europa: nel Nord America, i dati sul PE fundraising segnalano una diminuzione nel 2018 del 14%, mentre in Europa del 11%. Per quanto concerne quest’Ultima, si ritiene che il calo sia dovuto a un rallentamento delle tempistiche di fundraising, così come al lento sviluppo delle maggiori città dell’Eurozona.
- *Megafunds*: gli investitori sono sempre stati attratti dai *megafunds* infatti, è in questi ultimi che la maggior parte del capitale viene investita. Tra il 2007 e 2012 nacquero 32 fondi con un range di capitale investito che andava dai \$5 ai \$10 miliardi; negli scorsi 6 anni il numero dei fondi è salito a 75. Con riguardo al 2018, i fondi creati sono 19.

Crebbero anche i fondi con capitale superiore a \$10 miliardi sebbene più lentamente: tra il 2007 e il 2012 si registrarono 18 nuovi fondi, e 25 nei sei anni precedenti.

⁵⁶ Fonte: *Invest Europe, 2017, European Private Equity Activity, 2018.*

⁵⁷ Fonte: McKinsey & Company - *Private Markets Come Of Age.*

⁵⁸ I dati fanno riferimento ad un’analisi svolta da

McKinsey - *Private Markets come of age - Global Private Markets Review - 2019*, per cui sono aggiornati al 2019.

- *Asset classes*: l'attività di fundraising crollò per la maggior parte delle asset classes nel 2018. Specificamente, per il private equity, diminuì anno per anno del 21%, ad eccezione di quei fondi il cui range di capitale investito va da \$1 miliardo a \$5 miliardi che aumentò del 21%.

Secondo un articolo di M.Monti del 19 Settembre 2018⁶⁰ l'ammontare di capitale investito in Italia da fondi esteri fu pari al 50% del totale. Le attività italiane, dunque, si rivelarono fortemente attrattive, dato confermato anche da Francesco Giordano, partner di PwC; non per altro l'articolo fu così intitolato: "Private Equity, raccolta +55% con la spinta dei fondi esteri". Il 55% fa riferimento ad una crescita avvenuta nel primo semestre del 2018 che per il segmento dell'early stage, fu pari al 96 milioni di euro, per il buyout si riportò un aumento del 10% (1,3 miliardi di euro) e per l'*expansion* di 230 milioni di euro.

Analisi sulla natura degli investitori riportano che ad investire sono in prevalenza investitori istituzionali e family office per il 17%, seguiti da fondi pensione e casse con il 15,6%. Per quanto riguarda il 15,6% appena citato, solo il 5% risulta essere "italiano", la cui percentuale corrisponde a 75 milioni di euro investiti; si tratta di un dato troppo basso secondo gli esperti, in particolare, secondo partner di AIFI che si pronunciarono a riguardo.

⁶⁰ Fonte: *Il Sole 24 Ore*

2 CAPITOLO: VALUTAZIONE E STRUTTURAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI PRIVATE EQUITY

2.1 La scelta dell'operatore e della società target

Le fasi del processo di investimento possono essere diverse: è importante focalizzarsi sul fatto che può essere la società a scegliere un operatore, così come, un operatore può ricercare le opportunità di investimento che ritiene affini al suo portafoglio.

In genere le fasi sono⁶¹:

- Individuazione dell'impresa target
- Valutazione del profilo imprenditoriale o del management team
- Valutazione aziendale e della struttura dell'operazione
- Trattativa e definizione del prezzo
- Monitoraggio dell'operazione
- Disinvestimento

In questo primo paragrafo, si approfondiranno le variabili che influenzano la scelta della società da parte dell'operatore e la scelta dell'operatore da parte della società.

Un altro focus riguarderà la definizione del prezzo e agli ultimi due punti in elenco verranno dedicati i paragrafi successivi.

Un operatore decide di strutturare il suo *deal flow*⁶² in base ai propri standard, all'area geografica, al settore di riferimento dell'operazione e alla tipologia di investimenti effettuata.

Al fine di mantenere una certa reputazione, l'operatore, nella scelta delle attività in cui investire, deve tenere conto del rating dell'operazione in modo da non discriminare la sua immagine e mantenere alta la qualità del suo track record⁶³.

È importante che l'ambiente esterno percepisca l'esperienza dell'operatore, affinché questo sia favorito rispetto ad altri nel momento in cui è la società a ricercare opportunità di finanziamento; allo stesso modo, l'azienda non potrà rifiutare una proposta nel caso in cui sia l'operatore a proporla.

⁶¹ Fonte: Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

⁶² Flusso di opportunità.

⁶³ Si intende con track record le esperienze fino ad ora fatte in termini di operazioni in cui si è investito.

Volendo far riferimento alla variabile territoriale devono prendersi in considerazione le caratteristiche del mercato geografico di riferimento, concentrandosi su esperienze e abitudini di imprenditori e operatori⁶⁴. A tal proposito, è doveroso precisare che qualora l'investitore voglia operare in un mercato estero, è necessario, perché venga preso in considerazione, che la sua esperienza sia già consolidata a livello locale.

Come analizzato nel capitolo 1, le operazioni che fanno capo al mercato del Private Equity sono molteplici, motivo per il quale non è possibile delineare un profilo di società target in cui investire; ciononostante, come anticipato quando sono state spiegate le varie macroaree del mercato, vi sono fattori da cui un operatore non può prescindere. Si parla di qualità e esperienza del management⁶⁵, dal momento che un buon team management deve riuscire a far fronte alle problematiche, così come saper gestire tutti gli aspetti della vita di un'impresa. Deve, questo, inoltre, essere motivato ad agire⁶⁶.

Un altro fattore è l'analisi del mercato potenziale ed effettivo.

Secondo quanto descritto nella prima parte di questo paragrafo, è evidente che sia la società che l'operatore scelgono la controparte sulla base dell'analisi di alcune variabili ed è ormai noto che a seconda della macro area⁶⁷ di riferimento l'investitore assuma ruoli diversi.

2.2 Prezzo e Valore: due grandezze diverse

Secondo la teoria della valutazione d'azienda il concetto di prezzo differisce da quello di valore perchè sono due grandezze influenzate da fattori diversi⁶⁸.

La teoria classica definisce il valore d'impresa come quel valore che in normali condizioni di mercato rispecchia il capitale economico di un'azienda, non considerando eventuali valori legati a interessi e negoziazioni, forza contrattuale e natura delle parti.

Secondo L. Guatri, noto economista, *“I prezzi sono dati espressi dal mercato mentre i valori sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi e talora quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni”*⁶⁹.

Inoltre, vi sono range di prezzo differenti sulla base della dimensione della quota azionaria oggetto della transazione.

⁶⁴ Si veda cap.8.2 *“il processo di individuazione delle opportunità di investimento”* Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

⁶⁵ Fonte: Clío América, 8 (16), 173–184 Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014)- *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características.*

⁶⁶ Un buon metodo per coinvolgere maggiormente il management può essere un sistema di incentivi.

⁶⁷ Early Stage, Expansion e Pre-IPO, Buyout e Tournaround.

⁶⁸ Nella determinazione del valore confluiscono fattori interni e esterni all'azienda.

⁶⁹ Fonte: Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, cit. Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

Sebbene la valutazione teorica non venga mai effettuata nel mercato del Private Equity o del Venture Capital, vi sono svariate tecniche volte ad individuare il fair value⁷⁰ di una società. Tuttavia, la risultante si differenzia da quello che è il valore corrente o di mercato di un'impresa, ragione per la quale, alla società viene attribuito un "prezzo". Esempio di ciò sono il prezzo di borsa e il target price, i quali differiscono.

Come anticipato prima, quando si parla del calcolo del valore non si considerano eventuali interessi e negoziazioni, forza contrattuale e natura delle parti, ma vengono questi parametri inclusi nel calcolo del prezzo; quando bisogna prezzare un bene o un servizio "x", influiscono nella determinazione del corrispettivo variabili non solo economiche, ma anche psicologiche e soggettive a cui il prezzo è fortemente sensibile.

2.2.1 Le metodologie di determinazione del prezzo

Per quanto concerne le metodologie di determinazione del prezzo, sono preferiti tutti quei modelli che richiedono calcoli semplici e basati su dati reali e completi.

Secondo quanto riportato dalle linee guida internazionali stilate dall'International Private Equity and Venture Capital Board, il prezzo di partecipazioni in società quotate negoziato in un mercato attivo è il miglior fair value. Per quanto concerne gli investimenti non quotati, la loro valutazione adotta criteri standard. Il prezzo coincide con il valore che si ottiene dalla valutazione finale.

i. *Il metodo dei multipli*

Il metodo più diffuso⁷¹ a livello internazionale è la valutazione per multipli dell'*Enterprise Value* (EV).

Quella dell'enterprise value è la tipologia più usata sul mercato del private equity e prevede che i multipli vengano calcolati sulla base del fatturato o sales, margine operativo lordo o EBITDA e risultato operativo o EBIT.

Il fatturato è la grandezza più semplice da determinare e si ottiene facendo riferimento ai ricavi netti di vendita relativi e ai beni o servizi prodotti all'interno dell'azienda.

Il MOL (margine operativo lordo) nella pratica viene spesso indicato come l'EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation), si ottiene sottraendo i costi al valore della produzione ed è considerato uno degli indicatori più importanti, tanto che il rapporto "fatturato/EBITDA" è uno dei primi valori che si prende in esame in un'operazione di Private Equity.

⁷⁰ Valore corretto che indica il prezzo di vendita realizzato per un asset, alla data di riferimento, nell'ambito di un'operazione di mercato.

⁷¹Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

All'EBITDA vanno aggiunti⁷²:

- costi per materie prime, semilavorati e prodotti finiti, compresi di variazioni o incrementi di valore ad inizio anno;
- costi per il personale, includendo anche costi per consulenze e collaborazioni;
- Accantonamento fondo svalutazione crediti poiché è da considerarsi una perdita ricorrente e va inserita ogni anno per la parte usuale;
- Altri ricavi o oneri, facendo riferimento ad altri fattori che possono riguardare le politiche di bilancio o sistemi di contabilizzazione della società.

L'EBIT si differenzia dall'EBITDA perché comprende gli ammortamenti, non includendo però, gli ammortamenti dei costi accessori sostenuti durante acquisizioni o operazioni di buyout.

È necessario, inoltre, depurare gli ammortamenti materiali della parte anticipata, data la loro finalità prettamente fiscale e non operativa, che, diversamente, andrebbe a penalizzare la società.

L'enterprise value è pari a:

$EV = \text{valore } 100\% \text{ equity} + \text{PPN}$

L'equazione sopra riportata ci indica che l'EV o all in price è dato dal 100% del valore dell'equity più la posizione finanziaria netta.

La posizione finanziaria netta rappresenta il debito finanziario a breve e lungo termine, da cui bisogna sottrarre i debiti e i crediti di funzionamento, ad esempio quelli verso fornitori o verso clienti.

L'EV rappresenta il valore totale dell'azienda diviso tra gli azionisti per quanto riguarda l'equity e tra i finanziatori per ciò che concerne il debito.

La PPN va aggiunta quando la componente che rappresenta è negativa, contrariamente, va sottratta se positiva. Esempi di componenti positive sono: cassa e banche attive, crediti finanziari a breve e a lungo etc. Per contro, esempi di componenti negative sono: banche a breve e medio lungo, debiti vs fornitori a lungo etc.

Rapportando il contenuto dell'equazione sopra descritta all'EBIT O EBITDA, si otterrebbe il multiplo.

Ad eccezione di tutte quelle società in cui si fanno operazioni di *delisting*, la società target non è quotata, di conseguenza non si può fare riferimento agli andamenti o alle correlazioni dei relativi multipli, e questi si determinano principalmente tramite la contrattazione tra le parti.

⁷² Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

Ponendo il valore 100% equity pari allo shareholder value o SV, in una tipica operazione di leveraged buy out, questo rappresenterebbe il prezzo effettivamente pagato dall'imprenditore che liquida la sua società. La differenza con l'all in price dunque, è che in quest'ultimo è compreso anche il debito che l'acquirente si accolla.

La crescita del valore di una società dipende da tre fattori⁷³, quali:

- 1) Tassi di crescita del fatturato
- 2) Redditività
- 3) Debt capacity

Quest'ultimo è uno dei fattori più determinanti soprattutto nelle operazioni di buy out, dal momento che indica la capacità dell'impresa di generare cassa per far fronte ai debiti.

La sua valutazione può essere effettuata tramite il confronto di *ratios* o indici con i sales, rispettivamente⁷⁴:

- EBITDA/sales : indica in che % i ricavi sono superiori ai costi; di norma è pari al 12-13%
- Working capital/ sales: indica la % dei ricavi da immobilizzare in *working capital*⁷⁵; di norma pari al 30-35%
- EBITDA- Capital expenditures/ sales: indica la capacità dell'azienda di generare cassa con la sua capacità strettamente operativa; di norma è pari al 10-11%.

Nella CAPEX⁷⁶ rientrano solo quelle capacità necessarie ogni anno per il normale funzionamento produttivo.

Durante il 2018⁷⁷ il multiplo mediano EV/EBITDA si attestò intorno al 10.1x, in aumento rispetto a quello del 2017, il cui valore era pari a 9.2x.

Infatti, distinguendo i multipli per tipologia di operazione, sia per le operazioni di buy out (10.4x) che di expansion (9.3x), rispetto all'anno precedente si riportano aumenti.

⁷³ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

⁷⁴ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

⁷⁵ Il *working capital* fa riferimento a + crediti vs clienti, + magazzino e altre rimanenze, + altri crediti a breve di funzionamento, - debiti vs fornitori, - altri debiti a breve di funzionamento

⁷⁶ Abbreviazione di capital expenditures

⁷⁷ Fonte: McKinsey- *Private Markets come of age- Global Private Markets Review- 2019*

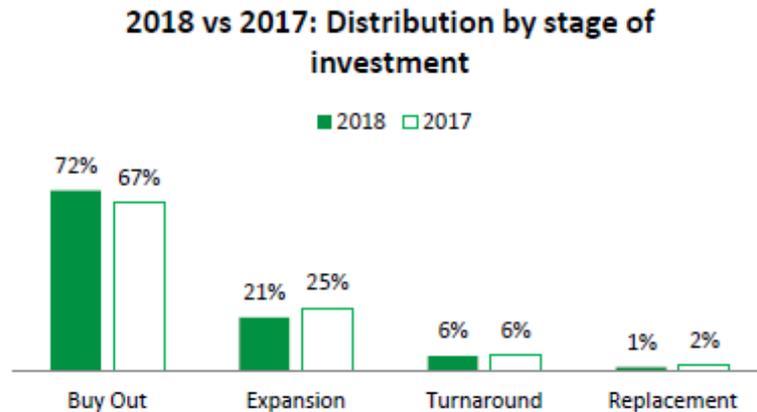


Figura 4: Distribuzione dei multipli per macroarea di operazione.

Fonte: McKinsey- Private Markets come of age- Global Private Markets Review- 2019

Questo incremento si fonda su due osservazioni:

- 1) Incremento della competizione sul mercato dovuto alla presenza anche di investitori stranieri.
- 2) Vasta gamma di investimenti effettuata coinvolgendo industrie italiane.

Queste venivano scelte o per la loro posizione dominante o semplicemente perché si trattava di un luxury brand e alcuni di questi furono: Azimut, Caffè Borbone, Alpitur etc.

ii. *Il Discounted Cash Flow method*⁷⁸

Un altro metodo di determinazione del prezzo è quello del Discounted Cash Flow- DCF.

Attraverso questo metodo si giunge alla conclusione che il valore di un'azienda può essere determinato dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri più la posizione finanziaria netta⁷⁹.

Il primo passo da intraprendere è la stima del valore relativo: nel momento in cui si acquista un'attività sono rilevanti i benefici che da questa si possono trarre, facendo una valutazione in un'ottica futura. I benefici sono rappresentati dai flussi di cassa che si generano e non dai dividendi.

Ogni progetto che ha un VAN>0, in assenza di altre possibili problematiche legate all'alternatività dei progetti, va finanziato.

⁷⁸ Fonte: Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S, *Principi di finanza aziendale*, 7 ED, McGraw-Hill, Milano, 2015.

⁷⁹ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

Il valore del VAN è dato da⁸⁰:

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1 \rightarrow n} FDC / (1+r)^n$$

È necessaria a questo proposito la stima dei flussi di cassa e di r.

Al tempo t_0 viene fatta una valutazione prospettica dell'investimento poiché tutto ciò che riguarda il passato è ininfluenza; a questo proposito, si parla di "forward looking".

Quando si fa una valutazione del prezzo di un investimento, bisogna valutarlo al margine di attività che l'azienda sta già svolgendo e svolgerà, pertanto si fa riferimento ai flussi di cassa incrementali, da non confondere con la redditività media.

Se questo progetto non ha impatti su determinati flussi di cassa, questi sono irrilevanti, di conseguenza vengono considerati solo quelli che verrebbero modificati dall'implementazione dell'attività stessa.

I FDC⁸¹ sono dati dalla differenza tra entrate e uscite e dal momento che le imposte rappresentano delle uscite, devo calcolarli al netto delle imposte.

Quest'ultima però, viene calcolata sul reddito lordo e di conseguenza è necessario che venga prima calcolato il reddito associato al progetto, poi l'imposta e poi il FDC.

	Anni				
	0	1	2	3	4
Ricavi	-	80	120	160	160
Costi fissi	-	(30)	(30)	(30)	(30)
Costi variabili	-	(48)	(72)	(96)	(96)
Ammortamento	-	(50)	(80)	(30)	-
EBIT	-	(48)	(62)	4	34
Tax	-	0	0	(1,6)	(13,6)
RN	-	(48)	(62)	2,4	20,4
Investimento	(100)	(60)	-	-	-
Flusso di cassa	(100)	(58)	18	32,4	20,4

Figura 5: Esempio di riclassificazione del conto economico.

Fonte: Esercitazione del corso di finanza aziendale svolta in aula.

Come si può osservare dall'esempio in tabella, è necessario costruire tante colonne quanti gli anni di vita del progetto.

Il prossimo step è separare la gestione operativa che genera il flusso da quella finanziaria.

All'EBIT vanno sottratte le imposte, non gli interessi, trovando così il NOPAT (reddito operativo netto).

⁸⁰ Fonte: Corso di Finanza aziendale

⁸¹ FLUSSI DI CASSA

Tuttavia, non si è ancora arrivati al risultato cercato, dal momento che sono ancora presenti gli ammortamenti, che nell'ottica del FDC vanno sommati.

Successivamente, bisogna sottrarre l'investimento che rappresenta un esborso fisico concreto, passando così da una logica contabile ad una finanziaria. Infine, occorre sommare l'eventuale valore di recupero.

Questo passaggio conduce ad un problema fiscale, poiché ci si può ritrovare con una plusvalenza e, come tale, sarebbe soggetta a tassazione; diverso è il caso della minusvalenza per cui avrei un valore fiscalmente detraibile.

Osservando il capitale circolante netto dal punto di vista dei flussi di cassa, questo è dato da⁸² :

CCN= crediti+rimanenze – debiti vs fornitori

Dato ciò si può affermare che:

- NOPAT
- + AMMORTAMENTI
- INV/DIS
- VARIAZIONI CCN

= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO

Ciò che compone il capitale circolante netto può essere calcolato singolarmente o nel complesso.

A parità di condizioni +CCN implica – FDC. È possibile aumentare il valore del FDC gestendo al meglio le componenti del CCN.

È implicito nella natura del CCN che il suo valore, una volta terminata la vita del progetto, si azzeri.

Appena trovati i valori dei flussi di cassa bisogna attualizzarli ad un tasso di sconto opportuno per determinare il VAN.

Il tasso rappresentativo dei rendimenti richiesti è il WACC⁸³, un tasso commisurato al rischio:

$$WACC = r_e * E/E+D + r_d * D/D+E$$

in cui “ r_e ”, rappresenta il costo dell'equity, “ r_d ”, il costo del debito, “E”, l' equity, “D”, il debito.

Cresce, a questo punto, l'esigenza di stimare secondo il modello del CAPM il valore “ r_e ”

⁸² Fonte: Brealey R. A, Myers S.C., S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 7 ED, McGraw-Hill, Milano, 2015.

⁸³ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Sulla base di questa formula si fa riferimento al fatto che il rendimento che si vuole ottenere investendo nell'impresa target è pari al risk free maggiorato di uno spread, il quale rappresenta il rischio aggiuntivo.

r_f = risk free: tasso di interesse percepito sugli investimenti privi di rischio

r_m = rischio di mercato

$r_m - r_f$ = premio per il rischio -> valore abbastanza desumibile in caso di società quotate, contrariamente per quelle private. È, in sostanza, lo spread applicabile sul risk free affinché l'investimento alternativo sia attraente.

Il premio per il rischio nelle operazioni di PE è più elevato di quelli stimati per normali titoli quotati e ciò avviene per i seguenti motivi⁸⁴:

- Liquidità: il PE è un mercato molto più liquido rispetto a quello regolamentato
- Regolamentazione: le imprese target sono soggette ad un minor controllo rispetto a quelle quotate
- Dimensioni: le società target sono più piccole rispetto a quelle quotate

In un progetto finanziato con solo equity il rischio è limitato se β del portafoglio è simile al β dell'azienda. Il rischio medio è rappresentato da β_a e ci si può servire di un unico Wacc se i progetti hanno un intorno al β medio. Diversamente, sarebbe errato se il rischio fosse significativamente diverso da quest'ultimo.

In riferimento al costo del debito, al momento della sua misurazione bisogna tener conto anche dell'imposizione fiscale, ponendo così il wacc:

$$WACC = r_e * E/E+D + r_d * D/D+E * (1-t)$$

Se ad esempio il wacc fosse pari al 6%, indicherebbe che ogni impresa, per ogni euro, assicurerebbe il 6%.

β = la misura del rischio teorico di un titolo azionario paragonato all'intero mercato.

Il beta, in questa accezione, è un indicatore prettamente borsistico, molto difficile da reperire nelle operazioni di private equity.

Come si stima allora il β di una non quotata⁸⁵?

Per stimare il beta di una non quotata, bisogna fare riferimento alle azioni delle aziende comparabili e per fare ciò è doveroso individuare le determinanti teoriche del β .

⁸⁴ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

⁸⁵ Fonte: Brealey R. A, Myers S.C., S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 7 ED, McGraw-Hill, Milano, 2015.

il β dipende da tre parametri:

1. ciclicità
2. leva operativa
3. leva finanziaria

Se l'azienda non è quotata non si hanno disponibili le informazioni riguardo ai rendimenti e come anticipato prima, si stimano sui comparabili delle quotate.

Si definiscono comparabili quei parametri di altre società in linea con quella in oggetto, motivo per il quale si procede alla scomposizione del β .

Se non vi sono aziende con cui comparare i parametri prima elencati, ci si serve, in questi casi, di uno solo su tre, modificando in seguito la parte finanziaria.

Non potendo assumere che i β siano uguali è necessario avere gli strumenti per correggere eventuali asimmetrie:

il β^C (beta equity comparata) deve essere depurato dalla struttura finanziaria, ed essere poi sostituito.

Nel caso in cui ci siano più comparabili il procedimento è lo stesso, seguito dalla media dei β che vengono trovati.

Qualora vi fossero problemi nella stima di questi due valori alternativi, si prosegue considerando il β pari ad 1, conferendogli così un valore neutro.

L'all in price secondo questo modello è dato dalla somma della componente equity con quella del debito e con la posizione finanziaria netta esistente.

L'ultimo fattore da tener presente è che non si possono considerare soltanto i FDC in un'ottica definita, bensì anche quelli generati dopo il periodo preso in considerazione.

Per quanto appena detto, il valore finale⁸⁶ sarà = ultimo flusso/(wacc-g) con wacc>g.

Il tasso g rappresenta il tasso di crescita perpetuo dei FDC che di norma assume valori tra lo 0,5% e il 2%.

iii. *Il Price Earnings method*

Un altro metodo di valutazione aziendale è il metodo del Price Earnings o P/E⁸⁷ (prezzo su utili).

⁸⁶ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

⁸⁷ Fonte: Brealey R. A, Myers S.C., S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 7 ED, McGraw-Hill, Milano, 2015.

L'utile netto utilizzato per il calcolo del valore ha provenienza diversa a seconda che si tratti di una società quotata o meno.

Nella prassi borsistica ci si serve dell'utile netto con riferimento all'anno successivo a quello corrente.

Nell'ambito del private equity, l'utile utilizzato è quello derivante dall'ultimo bilancio o se si tratta di operazioni con data vicina a quella di chiusura, si può stimare un risultato da un'approssimazione basata su previsioni di chiusura.

Vengono inoltre rettificate le poste sull'ammortamento dell'avviamento, per cui, il valore di quest'ultimo viene scorporato per intero dal risultato netto, dal momento che può riflettersi su di esso in modo negativo.

Nella determinazione del multiplo è opportuno riferirsi ad analoghi titoli già quotati soprattutto se la modalità scelta per l'exit è la quotazione in un breve termine:

il processo si esplica con l'identificazione di un *peer group*, ossia un gruppo di comparabili su cui fare delle previsioni.

In seguito, bisogna calcolare il P/E medio del gruppo e assumerlo come multiplo di riferimento. Negli anni si sono sviluppate tecniche più all'avanguardia che si basano su correlazioni statistiche tra il P/E e, di norma, il tasso di crescita degli utili, ricavandone un grafico noto come "value map".

iv. *Il Venture Capital method*

Nel mercato del private equity e venture capital le operazioni sono caratterizzate da un esborso iniziale e da flussi di cassa incerti, il cui valore viene previsto sulla base di aspettative.

Ha notevole rilevanza il valore finale atteso al momento del disinvestimento, determinato attraverso multipli di mercato ad esempio moltiplicando il P/E per il reddito netto prospettico alla data di exit, scontato poi del 30 o 70% al tasso IRR atteso. Questo sconto dipende dall'ammontare di rischio associato, che verrà utilizzato per determinare la quota percentuale acquisibile sulla base dei ritorni attesi.

Per quanto concerne l'IRR, emerge a questo proposito una forte critica riferita al valore del tasso che è solito attestarsi intorno al 50% o più.

L'utilizzo di un valore così elevato viene però giustificato dall'elevata rischiosità dell'operazione, infatti, soprattutto nelle attività di venture capital è previsto un compenso per gli operatori.

Valore finale attualizzato⁸⁸ o VFA = $VF / (1 + IRR_a)^{anni}$

⁸⁸ Crenca C., Fersini P., Melisi G., Olivieri G., Pelle M., *Elementi di matematica finanziaria*. Ediz. Mylab., agosto 2018.

Con riguardo alla quota finale di partecipazione prima citata, questa sarà pari al rapporto tra l'ammontare che si vuole investire e il valore finale attualizzato. La risultante di questo rapporto nel tempo può subire modifiche a causa di iniezioni di capitale che modificano la struttura % della compagine azionaria.

Per ovviare a quest'effetto si introduce un indice definito di "retention ratio" volto a quantificare l'eventuale diminuzione della partecipazione, per cui la quota corrente di partecipazione è pari a:

QCPR: QFPR/ID

Ovvero, quota finale di partecipazione finale sul retention ratio.

2.3 Gestione e monitoraggio

2.3.1 L'investitore

Una volta firmato l'accordo di investimento l'operatore e la società devono mettere a punto un piano, organizzarsi e gestire le operazioni come se dovessero "convivere"⁸⁹ per un po' di tempo. Innanzitutto, essi devono definire una serie di regole da rispettare per tutta la durata dell'investimento, dunque renderle valide in un'ottica medio lunga. Successivamente, è fondamentale che cooperino al fine di evitare i frequenti problemi di agenzia.

L'obiettivo che condividono è sempre lo stesso: la creazione di valore; goal non semplice da raggiungere durante i primi anni dell'operazione, motivo per il quale è cruciale attenersi agli step previsti dal business plan e dagli accordi di finanziamento.

La gestione dell'operazione è influenzata dall'orientamento dell'investitore istituzionale:

è bene distinguere gli investitori attivi da quelli passivi⁹⁰:

si definiscono "investitori passivi" o "hands off" coloro che danno alla società un solo apporto finanziario; per contro, l'investitore si dice "attivo" o "hands on", se il suo apporto comprende anche risorse diverse volte ad accelerare la crescita della società.

Una classificazione più ampia⁹¹ distingue investitori laissez faire dai moderati e da quelli attivi:

- investitori laissez faire hanno un bassissimo coinvolgimento nella gestione e sono i tipici hands off

⁸⁹ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe - Markets, Techniques, and Deals* – 2010 – chapter 10

⁹⁰ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals*, 2010, chapter 9-10-11.

⁹¹ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019

- investitori moderati hanno un certo coinvolgimento nella gestione, compresa la selezione, formazione, stipulazione dei contratti e risoluzione di eventuali problematiche, qualora si presentino.
- investitori attivi hanno un elevato coinvolgimento e, oltre ai compiti svolti dal moderato, hanno funzione di monitoraggio.

Come già anticipato diverse volte, il compito dell'operatore è diverso a seconda della macroarea di riferimento in cui questo opera, così come l'ammontare di capitale che viene investito.

Data l'ingente quantità di capitale che un investitore apporta, si ritiene doveroso effettuare attività di monitoraggio in modo accurato e per tale ragione è consuetudine che gli operatori richiedano un posto nel consiglio di amministrazione della società⁹².

Vi sono pareri contrastanti che riguardano l'efficacia o meno di questa scelta dal momento che si ritiene che si possa monitorare e generare valore aggiunto pur essendo hands off.

2.3.2 Le modalità di monitoraggio

Le modalità di monitoraggio differiscono da operatore ad operatore e sono diverse a seconda delle tipologie di investimento:

sia nei processi di seed capital che in quelli di start up, il coinvolgimento dell'investitore è prettamente aziendale e strategico, contrariamente a quelli di expansion e replacement in cui conferisce un supporto più legale e finanziario.

È comunque doveroso e fondamentale, per la buona riuscita delle operazioni, il monitoraggio, soprattutto in tema di asimmetrie informative⁹³ quali selezione avversa e azzardo morale⁹⁴.

La selezione avversa è una problematica che si verifica ex ante, diversamente dal moral hazard (ex post). Si concretizza nell'assenza di informazioni sulle controparti, per cui è probabile che di fronte a due operazioni, si è portati a scegliere quella meno redditizia, o nel caso semplice di concessione di un prestito, la controparte più propensa all'insolvenza.

Il moral hazard è la propensione di un soggetto ad agire in modo opportunistico o in modo diverso da quanto pattuito una volta firmati gli accordi, per questo si dice (ex post).

⁹² Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe - Markets, Techniques, and Deals* – 2010 – chapter 9-10-11

⁹³ Fonte: Clío América, 8 (16), 173 – 184 Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014)- *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*.

⁹⁴ Fonte: Mishkin, S.G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari*, Pearson, nona edizione.

Altri fattori che influenzano il monitoraggio sono⁹⁵:

- Distanza geografica dell'operatore dalla società in termini di meeting a cui può partecipare.
- Esperienza dell'operatore, considerata una determinante nella creazione di valore.
- Forte rischio di conflitto di interesse tra le parti rispettivamente tra manager e investitori.

Questo si ritiene risolvibile tramite l'instaurazione di un rapporto di fiducia che riduce la propensione a comportamenti opportunistici.

Sottolineata l'importanza di un rapporto complementare⁹⁶ tra le due parti, è doveroso ricordare che è necessario⁹⁷ disporre delle informazioni riguardanti la struttura finanziaria e operativa della società target, in modo che sia i gestori che il management possano seguire l'evoluzione delle attività tramite i dati che gli indicatori forniscono.

La concreta efficacia dell'azione di monitoraggio e di valorizzazione dell'attività dipende diversi fattori⁹⁸: innanzitutto dalla stabilità del complesso governativo, per cui vi è un set di regole volte a garantire stabilità, quali⁹⁹ la clausola di *lock up*, ossia un accordo tra l'investitore, gli azionisti e/o il management team che proibisce loro di retrocedere dal contratto vendendo le loro quote a terzi; *permitted transfer clause*, clausola per cui è vietato sia agli azionisti che all'investitore di vendere le proprie quote o azioni senza il consenso dell'altra parte; *staging technique*, regola per cui le risorse finanziarie vengono investite volta per volta; *earn out*, clausola attraverso cui si lega il prezzo delle partecipazioni ad eventi futuri che possono anche non essere sotto il controllo delle parti come, per esempio, l'andamento del mercato;

stock options, regola per la quale colui che possiede questo diritto, ha facoltà di vendere o comprare un determinato ammontare di azioni ad un certo prezzo, per un periodo di tempo prestabilito; *opzioni call e put*, rispettivamente diritti a comprare e a vendere ad una certa data e ad un determinato prezzo le quote. In ultimo, il *reverse drag alone right*, regola per la quale, nel momento in cui viene messa in vendita l'intera società, il socio di maggioranza ha diritto di prelazione sull'acquisto; il *tag alone right*, clausola che consente al socio di minoranza di partecipare pro quota a tutte le transazioni, garantendo così parità di trattamento tra tutti gli azionisti e il *drag alone right*, "diritto di trascinamento" di cui gode il socio di

⁹⁵ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

⁹⁶ Fonte: AIFI-L *investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*- 2012.

⁹⁷ Fonte: Estrategia financiera- *Fases de desarrollo de un proyecto de Private Equity*- N.244 Novembre 2007.

⁹⁸Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

⁹⁹ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe - Markets, Techniques, and Deals* – 2010– chapter 9-10-11.

maggioranza, poiché è a lui garantito che qualora volesse vendere le proprie azioni, l'azionista di minoranza lo asseconderà.

Altri fattori sono l'informativa societaria, che è volta a garantire a tutti gli individui un determinato livello di informazione sull'andamento e altri topic societari; il governo societario che regola i diritti di voto e di veto e per ultimo, il disinvestimento¹⁰⁰ da parte dell'operatore.

Una volta che l'investitore avvia la sua attività, vi sono diverse aree¹⁰¹ valorizzate dal suo operato, vediamo quali e perché:

- 1) cassa di risonanza: l'investitore gioca un ruolo fondamentale nel momento in cui una società si trova a dover prendere una decisione, dal momento che nel mercato non è possibile avere perfetta informazione e non vi sono i presupposti per effettuare una scelta ottimale. Il processo decisionale è, allora, influenzato da una componente soggettiva che può godere del supporto dell'investitore istituzionale e della sua esperienza nel campo;
- 2) servizi finanziari: i maggiori servizi finanziari prestati alle società sono: gestione del gruppo dei finanziatori, raccolta di capitale facilitata, reperimento di ulteriori fonti di capitale di rischio e monitoraggio delle performance. Nel momento in cui entra a far parte di una società un investitore, così come quando una banca fa underwriting e successivo collocamento, migliora l'immagine della società. La presenza dell'investitore conferisce al mercato un senso di fiducia e tutela;
- 3) strategia: altro ruolo fondamentale è il supporto che dà l'operatore nella formulazione della strategia. L'obiettivo della strategia è sempre stato quello di creare valore seppur in diversi modi. Questa è, inoltre, uno strumento di contrasto per i competitor. Le strategie per essere valide devono essere misurabili nei loro obiettivi se non si riesce a capire se questo è stato o meno raggiunto. Il parametro di confronto solitamente utilizzato è il confronto diretto con i concorrenti, dal momento che un'azienda punta a realizzare profitti maggiori di quelli dei competitor.

Secondo Michael Eugene Porter¹⁰², noto economista statunitense, le strategie di base sono tre:

Leadership di costo, ossia quella strategia per cui un'impresa mira a diventare il soggetto che produce al costo più basso possibile. Una volta raggiunto questo obiettivo il produttore ha due possibilità: una consiste nell'uguaglianza di prezzo evitando così di fare diretta guerra al concorrente, sviluppando un modello sui margini e quindi guadagnando di più per ogni unità di volume venduta.

¹⁰⁰ Il tema del disinvestimento è trattato nel paragrafo successivo.

¹⁰¹ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

¹⁰² Fonte: Fontana F., Caroli M., *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, quarta edizione

L'altra consiste in una riduzione del prezzo che, però, implica una diretta guerra al concorrente come conseguenza del fatto che nel settore vi sono margini di efficientamento, il che può far adottare la stessa strategia dell'imprenditore al competitor.

Differenziazione, strategia che mira ad incrementare i ricavi a seguito di un aumento del prezzo del prodotto. Il cliente deve essere disposto a pagare questo premium price¹⁰³ poiché reputa l'impresa differente rispetto ai concorrenti, in termini di qualità, marchio, funzionalità etc.

Per ultima, la focalizzazione, ossia quella strategia che fa focalizzare l'impresa in un'area del settore più ristretta a causa di risorse scarse o per semplice volontà dell'impresa. Si implementa scegliendo un segmento specifico su cui competere e poi decidendo se operare in un'ottica di leadership di costo o differenziazione.

Gli investitori spesso richiedono dei report per tenere sotto controllo l'andamento societario e intervenire qualora si presentino problemi o lacune in termini finanziari, strategici, di qualità del management o difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi. Indicatori di performance¹⁰⁴ oltre all'EBITDA citato in precedenza, sono: ricavi e occupazione.

Per quanto concerne i ricavi si trovano nella voce A1 "Ricavi delle vendite e delle prestazioni" del bilancio civilistico.

Il parametro che invece misura l'occupazione è il numero dei dipendenti che conta la società alla fine di ogni anno.

- 4) Gestione/selezione del management: il ruolo del manager è molto complesso e a questo sono affidate grandi responsabilità.

Le principali cinque aree di intervento in cui opera sono quella delle risorse umane: è fondamentale che queste ultime siano in linea con la mission e la strategia dell'azienda. Successivamente vi è l'area di valutazione, in cui vengono attuate strategie di correzione dei comportamenti scorretti e per contro, di premiazione. Per quanto concerne queste ultime, si basano sulla costruzione di un sistema di incentivi. Infine l'area di dirigenza, in cui vengono stilati piani di formazione di un management qualitativo e l'area dei rapporti con i dipendenti, volta a garantire armonia e coesione all'interno dei team.

Secondo un'indagine su 96 aziende condotta da M.Gorman e W.A. Sahlman, il 95% ritiene che le maggiori cause di fallimento siano riconducibili all'inadeguatezza del management, congiuntamente ad altre

¹⁰³ Differenza di prezzo

¹⁰⁴ Fonte: PWC, *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia* –

problematiche che se non adeguatamente gestite portano all'insuccesso. Queste fanno riferimento allo sviluppo del prodotto o al prodotto in sé.

- 5) rete di contatti: il knowledge che l'investitore apporta riguarda anche una rete di contatti che possono velocizzare e agevolare l'attività oggetto della società, contribuendo in termini di sviluppo delle tecniche di produzione o servizio e sviluppo prodotti e servizi, sostituzione del management, ricerca candidati per il gruppo manageriale etc.

2.4 Disinvestimento

Il disinvestimento¹⁰⁵ è l'ultima fase di un'operazione di investimento in capitale di rischio ovvero di private equity, in cui si concretizzano quelle che erano le aspettative iniziali al momento dell'investimento e i frutti delle attività finora poste in essere, motivo per il quale si ritiene essere una fase molto delicata. È bene individuare quale sia il momento (*timing*¹⁰⁶) più opportuno per disinvestire così come quali siano gli strumenti (strategie di disinvestimento) attraverso cui compiere quest'azione, dal momento che l'investitore può incorrere nel rischio di non riuscire a smobilizzare la propria attività o non riscuotere dalla vendita della stessa quello che aveva preventivato perché non è abbastanza appetibile per il mercato.

Non è da sottovalutare, congiuntamente ai fattori di timing e quelli riguardanti le strategie di disinvestimento, se la società sia o meno pronta ad un *exit*.

Qualora si decida di disinvestire tramite un IPO¹⁰⁷ non si può non considerare il prospetto finanziario della società, perché per quotarsi i costi da sostenere sono molto alti.

È bene, dunque, fare un'analisi in termini di impatto sulla società di un ipotetico exit.

Come anticipato prima, nell'elencazione del set di regole da rispettare da ambo le parti (investitore e management) durante la durata di tutta l'operazione, vi sono delle clausole volte a disciplinare le partecipazioni definite e inserite all'interno dei patti parasociali una volta giunti ad un accordo di investimento.

I patti parasociali¹⁰⁸ sono quegli accordi tra soci in base ai quali si definiscono comportamenti da adottare volti ad influenzare l'andamento societario e che si differenziano dai patti "sociali" previsti nello statuto poichè vincolanti al funzionamento della società.

¹⁰⁵ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals*, 2010, chapter 9-10-11.

¹⁰⁶ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals*, 2010, chapter 9-10-11.

¹⁰⁷ Argomento trattato in seguito

¹⁰⁸ Fonte: G.F Campobasso, *Diritto Commerciale- diritto delle società*.

Si distinguono i Sindacati di voto, il cui obiettivo è l'espressione di un voto uniforme in assemblea dai Sindacati di blocco, i quali servono a limitare il trasferimento di azioni e dai Sindacati di acquisto, in materia di acquisto di azioni.

2.4.1 I canali di disinvestimento

Le alternative che di norma vengono valutate per fare operazioni di disinvestimento sono¹⁰⁹:

- 1) IPO: metodologia attraverso la quale si opta per vendita tramite offerta pubblica iniziale o successiva al collocamento
- 2) Trade sale: canale per cui si vende ad un investitore istituzionale.
- 3) Replacement o secondary buy out: si tratta della vendita ad un altro operatore di private equity o venture capital
- 4) Buyback: modalità di exit che prevede il riacquisto delle quote da parte dell'imprenditore

Secondo diversi studi vi sono ragioni strettamente correlate alla fase di disinvestimento che portano una società al fallimento, ragione per la quale, l'importanza della scelta del mezzo di dismissione acquista sempre più rilevanza.

Alcune di queste sono¹¹⁰ la ridotta performance aziendale o scarso interesse da parte di operatori di trade sale ovvero da parte del mercato borsistico o a livello della collaborazione "management- investitori".

Con riguardo a queste ragioni, saranno adesso esaminate le principali modalità di disinvestimento al fine da esaminare più approfonditamente ciò che implicitamente indicano.

L'Ipo è la via più ambita per la dismissione, ma anche la più complessa, soprattutto per tutte quelle imprese "piccole". Non tutte le operazioni di dismissione possono effettuarsi tramite IPO perché la facoltà di quotazione è riservata solo a società abbastanza consolidate¹¹¹, con un minimo di valore di mercato, che presentino quelle caratteristiche previste per le quotate o che vogliano comunque diventarlo. Ad esempio, possedere specifiche strutture legali, finanziarie e contabili.

Il processo di exit favorisce l'impresa dal momento che ne aumenta la liquidità dei titoli e consente la loro dismissione in forma graduale, ma nel contempo, è risaputo che i processi di quotazione richiedono un ingente ammontare di denaro, così come sottopongono la società a controlli rigidi da parte delle autorità.

Per i motivi appena elencati, la scelta del mercato in cui quotarsi non è da sottovalutare.

¹⁰⁹ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe - Markets, Techniques, and Deals* – 2010 – chapter 9-10-11.

¹¹⁰ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

¹¹¹ Fonte: iFinance – *Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo* – a cura di Confindustria-2017.

Partendo dalla definizione¹¹² di mercato finanziario come quel meccanismo alternativo che consente e facilita il trasferimento di fondi dagli operatori in surplus agli operatori in deficit, si afferma che la dimensione del mercato in termini di numero di società che lo compongono e di capitalizzazione globale, sia direttamente proporzionale all'immagine e alla credibilità del mercato stesso.

Il mercato finanziario può essere primario¹¹³ o secondario¹¹⁴, distinzione che si basa sul fatto che i titoli siano o meno di nuova emissione e l'organismo principe che si occupa della collocazione dei titoli sul mercato è la banca d'investimento.

I mercati secondari possono essere regolamentati o non (over the counter).

Esempio di mercato regolamentato è la borsa valori, in cui gli acquirenti e i venditori si incontrano in delle sedi specifiche per realizzare gli scambi. In Italia si connota come "Borsa Italiana SpA".

I principali mercati italiani su cui le società si collocano sono¹¹⁵:

- MTA: Mercato Telematico Azionario, principale mercato italiano dedicato ad imprese medio grandi.
- MOT: Mercato Telematico Obbligazionario e dei Titoli di Stato (segmento al dettaglio)
- MTS: Mercato Telematico dei Titoli di Stato (segmento all'ingrosso del mercato obbligazionario)
- MIV: Mercato Investment Vehicles, mercato dedicato ai veicoli di investimento

Il principale indice del mercato azionario italiano è il FTSE MIB¹¹⁶, il quale si compone delle 40 maggiori società negoziate sul MTA ed è dato dalla media ponderata dei prezzi dei titoli.

Con riguardo al mercato OTC, non vi è molta differenza con quello regolamentato, ma cambia essenzialmente la natura dell'oggetto. Gli operatori operano in sedi diverse e posseggono un magazzino di titoli che sono pronti a comprare e vendere a chiunque ne faccia richiesta. È un mercato molto competitivo in cui i dealer facilitano l'incontro tra venditore e compratore, acquistando dai primi e vendendo ai secondi. Il vantaggio che questo tipo di mercato conferisce è dato dalla presenza di regole più leggere e strutture più flessibili.

¹¹² Fonte: Mishkin - Stanley G. Eakins - Elena Beccalli, *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione.

¹¹³ Nuova emissione

¹¹⁴ Successivo collocamento

¹¹⁵ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2019.*

¹¹⁶ Fonte: Mishkin - Stanley G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione

Il principale mercato italiano è l'AIM, Mercato Alternativo del Capitale, i cui requisiti sono calibrati sulle esigenze delle PMI, adatto a tutte quelle imprese che sono state gestite da operatori di Private Equity o Venture Capital.

Oltre alla variabile dimensionale, ci sono delle variabili che assumono livelli di importanza diversi nella scelta del mercato e che variano a seconda che la società in oggetto sia grande o medio-piccola.

Si elencano di seguito¹¹⁷:

- Efficienza e trasparenza del mercato, per la capacità di massimizzare i profitti e attrarre risorse finanziarie.
- Corrispondenza tra dimensione dell'economia reale e capitalizzazione del mercato borsistico, per evitare fluttuazioni eccessive riguardo ai valori dei titoli.
- Specializzazione del mercato

Le banche di investimento aiutano tutte quelle società che vogliono quotarsi in borsa, nella preparazione di tutta la documentazione necessaria richiesta dalla CONSOB. La società che intende quotarsi, inoltre, deve redigere un piano industriale e eventualmente riorganizzare l'assetto governativo.

Gli step appena descritti, appartengono alla fase di preparazione alla quotazione che dura circa 6-12 mesi, contrariamente alle due fasi successive, rispettivamente di "due diligence" e "ammissione e collocamento" che prevedono un timing di 4-6 mesi: una volta terminata la prima fase, bisogna fare domanda alla società che gestisce il mercato che in Italia è la Borsa e ricevere il nulla osta da parte della CONSOB per la pubblicazione del prospetto del informativo.

Analizzati i documenti, si passa al cosiddetto roadshow, evento in cui vengono presentati agli investitori i profili degli emittenti, promuovendone il collocamento e cercando di identificare il range di prezzo di emissione attraverso gli incroci di curva di domanda e offerta.

Quest'ultimo step in gergo è definito di *bookbuilding*. Nel momento in cui la banca di investimento fa attività di underwriting, ossia di sottoscrizione, dà al mercato un segnale positivo sul rating della società e sulla qualità dell'investimento e, così facendo, incrementa la tendenza ad acquistare quote dell'azienda in oggetto. È un'attività ad alto rischio, ragione per la quale, spesso viene fatta attraverso sindacati di collocamento, ossia di sottoscrizione in blocco da parte di più banche, in modo da ridurre il rischio attraverso la distribuzione dello stesso tra più portafogli.

Le offerte di titoli vengono pubblicizzate dalle banche tramite avvisi di emissione¹¹⁸.

¹¹⁷ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

¹¹⁸ Fonte: Mishkin - Stanley G. Eakins - Elena Beccalli - *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione

L'emissione può essere interamente sottoscritta, sovrascritta o non interamente sottoscritta, nello specifico: un'emissione si dice interamente sottoscritta, se la quantità offerta coincide con la quantità domandata; sovrascritta, se vi è più domanda rispetto all'offerta; per ultimo, si dice non interamente sottoscritta, se non vi è sufficiente richiesta volta a coprire l'offerta. In questa fattispecie la banca può essere portata ad abbassare il prezzo di vendita rispetto a quello da lei effettivamente sostenuto, seppur andando incontro ad una perdita.

Il *trade sale*¹¹⁹ è il canale di disinvestimento più utilizzato, ma abbastanza complesso.

Quest'ultima caratteristica è riconducibile al fatto che nel momento in cui si cedono quote azionarie ad industriali, questi interferiscono sia a livello strategico che operativo, diventando un canale facilmente percorribile solo nel momento in cui si cedono il 100% delle quote o una quota di controllo.

La cessione della partecipazione può avvenire tramite una trattativa privata o tramite un'asta competitiva.

La trattativa privata inizia nel momento in cui si trovano potenziali acquirenti, che una volta firmati gli accordi di riservatezza, sono autorizzati a svolgere attività di due diligence.

Il procedimento di cessione tramite asta competitiva sta diventando sempre più utilizzato dal momento che, mettendo in competizione più soggetti, si spera di concludere l'accordo ad un prezzo di cessione discretamente alto. L'articolazione dell'asta non è standard e vi sono diversi modi in cui questa può strutturarsi, ma i tipici step sono i seguenti¹²⁰:

- 1) Individuazione di un advisor che si occuperà dell'intero processo e ricercherà potenziali acquirenti; contemporaneamente, stilerà un memorandum informativo sulla società a livello strategico, operativo e finanziario.
- 2) Qualora coloro che erano stati individuati come potenziali acquirenti si dimostrino effettivamente interessati, a seguito di un accordo di riservatezza, viene inviato il memorandum.
- 3) Una volta letto il documento informativo e confermato l'interesse, gli acquirenti devono inviare una preliminare offerta di prezzo e una bozza indicativa riguardo a come intendono operare.
- 4) Avviene poi, il primo confronto con l'impresa e le prime analisi di due diligence (in linea di massima), per svolgerle in modo più accurato in seguito, prima di un eventuale closing, una volta scelto il miglior offerente.

¹¹⁹ Fonte: Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals*, 2010, chapter 9-10-11.,

Fonte: Clío América, 8 (16), 173 – 184 Arango, V.L., & Durango, G.M. (2014), *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*.

¹²⁰ Fonte: Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.

Gli operatori, al momento del disinvestimento, sono portati a vendere la partecipazione al valore più alto possibile secondo gli accordi iniziali.

Per quanto il *replacement e il secondary buy out*⁹⁰, la differenza tra i due è nella porzione di quota da cedere o ceduta. Nel caso del replacement si cede una quota di minoranza, per contro, in un secondary buy out le quote sono di maggioranza.

Il secondary buyout è simile al trade sale, con la differenza che in questa fattispecie si vende ad un altro fondo di investimento in capitale di rischio e non ad industriali. Questo meccanismo rivela la sua utilità nel momento in cui la compagnia necessita di elevarsi ad uno stadio di maturità ancora più avanzato, o quando sono scaduti i termini contrattuali con il fondo attuale o nel caso in cui siano logorati i rapporti tra investitore e management.

Il SBO¹²¹ si differenzia dalle classiche operazioni di buy out perché vi sono due fondi di investimento da ambo le parti; inoltre, vi è la probabilità di sviluppo di situazioni di conflitto di interessi tra i manager che devono regolare i rapporti con i vecchi e nuovi partner; per ultimo, non vi sono garanzie da parte del venditore che punta, piuttosto, ad ottenere un ritorno più alto possibile.

Buyback: si parla di buyback quando la società ricompra le azioni o le quote che aveva venduto al fondo. La possibilità che si verifichi ciò dipende nella maggior parte dei casi da ciò che si stabilisce nel momento in cui viene stilato l'accordo di partnership. Ad esempio, esistono clausole di “buyback rights” che obbligano la governance a ricomprare le azioni cedute al fondo, o come anticipato prima, le cosiddette “opzioni put”.

Un esempio delle modalità di disinvestimento è raffigurato nella tabella sottostante, ricavata da uno studio¹²² di Steven N. Kaplan e Per Strohmerberg, denominato “*Leveraged Buyouts and Private Equity*”, in cui vengono riportati dei dati che riguardano le operazioni di buy out in un arco di tempo che va dal 1970 al 2007.

La modalità di dismissione preferita risulta essere la vendita ad un buyer “strategico”, che nel concreto corrisponde al trade sale, con una percentuale totale pari al 38%. Al secondo posto, vi è il secondary buyout (24%), scelta che negli anni è sempre stata più favorita, per poi essere seguito dall'IPO (14%).

¹²¹ Fonte: Clío América, 8 (16), 173 – 184 Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014), *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*.

¹²² Fonte: Steven N. Kaplan and Per Strohmerberg - *Leveraged Buyouts and Private Equity* - Steven N. Kaplan and Per Strohmerberg *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146.

Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

<i>Year of original LBO</i>	<i>1970– 1984</i>	<i>1985– 1989</i>	<i>1990– 1994</i>	<i>1995– 1999</i>	<i>2000– 2002</i>	<i>2003– 2005</i>	<i>2006– 2007</i>	<i>Whole period</i>
Type of exit:								
Bankruptcy	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Sold to strategic buyer	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Secondary buyout	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Sold to LBO-backed firm	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Sold to management	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Other/unknown	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
No exit by Nov. 2007	3%	5%	9%	27%	43%	74%	98%	54%
% of deals exited within								
24 months (2 years)	14%	12%	14%	13%	9%	13%		12%
60 months (5 years)	47%	40%	53%	41%	40%			42%
72 months (6 years)	53%	48%	63%	49%	49%			51%
84 months (7 years)	61%	58%	70%	56%	55%			58%
120 months (10 years)	70%	75%	82%	73%				76%

Figura 6:Esempio sulle modalità di disinvestimento.

Fonte: Steven N. Kaplan and Per Stromberg -Leveraged Buyouts and Private Equity - Steven N. Kaplan and Per Stromberg *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146

Dati attuali su disinvestimenti, secondo un articolo di Mara Monti, del 18 settembre 2019 - *Private equity, raccolta in calo - Crescono gli investimenti*, pubblicato su *Il Sole 24 Ore*¹²³, riportano che l'ammontare degli “exit” è pari a 886 milioni, in diminuzione del 20% , ma in aumento del 12% se si considera l’aumento delle transazioni. Numero di transazioni che seppur inferiore rispetto all’anno passato mostra un andamento positivo; andamento rappresentato da un “CAGR” pari al 15% con riferimento agli ultimi 3 anni¹²⁴. Il “CAGR¹²⁵” indica la media dei tassi di crescita di ogni azienda analizzata.

¹²³ Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/private-equity-raccolta-calo-crescono-in-vestimenti-ACtn2wk>

¹²⁴ Citazione di Francesco Giordano partner di PWC Italia Giordano

¹²⁵ Fonte: PWC - *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*.

3 CAPITOLO : FASHION LUXURY BRAND: ELISABETTA FRANCHI

Alla luce degli argomenti trattati, si è deciso di analizzare il settore del “*Fashion Luxury*” in materia di Private Equity.

La scelta di tale ambito scaturisce dalla passione per la moda e il lusso.

Il caso in esame trattato nei paragrafi 3.3 e 3.4, ha l’obbiettivo, rispetto a quanto descritto nei capitoli 1 e 2, di rappresentare concretamente un’operazione di expansion capital e pre-IPO, evidenziando il contributo positivo che l’operatore di Private Equity apporta, una volta entrato a far parte della compagnia; dal punto di vista del ciclo di vita dell’impresa, l’attività riportata si colloca nella fase di sviluppo.

A tal fine, sono successivamente descritti il concetto di “Fashion Luxury” e le attività che negli ultimi due anni hanno caratterizzato il mercato del Private Equity italiano, con riferimento al settore del lusso e della moda, per poi passare al racconto della storia del brand, della gestione finanziaria e della sua evoluzione.

I punti chiave sono l’entrata del fondo nel capitale azionario della società per il 25%, la cessione della partnership, con exit tramite *buyback* e la stipula di un accordo con una SPAC, ai fini della quotazione che sarebbe dovuta avvenire lo scorso marzo.

Per la stesura di questo capitolo, le fonti a cui si è attinto sono diversi articoli di periodici, il documentario sulla stilista “Essere Elisabetta”, il sito web del brand, del fondo in oggetto e della Spac.

3.1 Cosa si intende con “Fashion Luxury”

“...Nobody needs another handbag. And if you need a bag you can get a cheap bag for \$50. So you have to create what I call the “I need to have it” factor when the customer says, “I need to have that \$3000 bag, and my only worry is that it be in stock. I want it now.” This is the emotional desire, which comes from the strength of the brand, the power of the dream...”.

Robert Polet¹²⁶

Da questa citazione di Robert Polet, CEO di Gucci e Presidente di SAFILO, emerge l’aspetto psicologico da considerare nell’analisi del comportamento d’acquisto del consumatore.

La moda ha il potere di guidare le scelte degli individui creando nel loro animo nuovi bisogni. Ciò che porta gli esseri umani a soddisfarli è il desiderio di appartenenza ad una determinata classe sociale o ad un gruppo.

La moda è uno dei tanti mezzi attraverso cui si può esprimere la propria interiorità e, come diceva Coco Chanel: “it’s the wind that blows in the new fashion; you feel it coming,the way we live, what is happening”.

“What is happening”, tradotto con “cosa sta succedendo”, è un’espressione indicante che il vestito indossato rispecchia la realtà intorno all’individuo. Ci si veste eleganti per un appuntamento di lavoro, per una cena, per una festa, o sportivi per andare a correre ovvero stare semplicemente comodi dopo una giornata faticosa.

L’abito è espressione dei sentimenti umani, dello stato d’animo.

Se a questo concetto si lega il desiderio di appartenere ad una categoria di individui molto speciale, si definisce ciò che è noto come “*Fashion Luxury*”

Secondo un articolo¹²⁷ di Deloitte, “il mercato della moda cresce in modo significativamente maggiore nei Paesi emergenti e all’interno di specifiche fasce di clientela” e, come scritto in precedenza, “...desiderio di appartenere ad una categoria di individui molto speciale..”.

Il consumatore sistematico sceglie¹²⁸ il fashion luxury come espressione di uno stile di vita, di volta in volta superiore; egli associa i valori del brand ai propri, ad esempio, indossando una Louis Vuitton proietta l’immagine di una persona benestante. Inoltre, la marca, per lui, è simbolo di vicinanza al Gruppo: esempio Louis Vuitton -> LVMH.

¹²⁶ CEO GUCCI GROUP AND PRESIDENT OF SAFILO

¹²⁷ Fonte: Deloitte, “*Fashion & Luxury*”, Article.

¹²⁸ Fonte: Dott. F.Manucci slide testimonianza al corso di economia e gestione delle imprese “*IL LUSSO*”.

I settori luxury, oggetto dell'analisi in seguito sviluppata, sono i sette tradizionali, quali: abbigliamento, orologeria, calzature, pelletteria, cosmetica, gioielleria e ottica.

Al giorno d'oggi, ai sette settori tradizionali si aggiungono quelli emergenti e, sebbene considerati tali, sono di grande rilevanza.

Rispettivamente si tratta di:
Arte e Cultura, Nautica, Viaggi, Automobili, Hotel e Ristoranti e Food.

Secondo un articolo di “Qui Finanza”, le aziende principali nei settori della moda e del lusso sono 100 e di queste 100, 24 sono italiane¹²⁹.

3.2 Private Equity nel settore del Lusso e della Moda italiano

Secondo un'indagine della LIUC,¹³⁰ le aziende italiane facenti capo all'industria tessile sono favorite da tutti quei fondi di Private Equity.

Nel 2018¹³¹ le operazioni in Italia ammontano a sedici, di cui nove dirette (investimento dal fondo -> alla società target), 2 acquisizioni di tipo “Add on” e un Trade Sale. Per “Add on” si intende un'operazione di acquisizione di società da parte di partecipate, con lo scopo di aumentare la quota di mercato o il portafoglio prodotti. Una delle due prima citate fu quella che riguardò *Pronovias*, catena spagnola leader nella vendita di abiti da sposa e propria di Bc Partners, la quale acquistò il 100% di Nicole Spose.

Il Trade Sale di *Versace a Michael Kors*¹³², per cui il family business di Donatella Versace viene ceduto interamente alla holding “Michael Kors”, la quale, a seguito di quest'ultima acquisizione, cambia la denominazione in “*Capri Holdings*”, facendo così emergere la rilevanza e il potere del “Made in Italy” (da Capri, isola italiana).

Twinset rifinanzia il proprio debito per 170 milioni di euro, quotandosi in borsa a Vienna e Missoni cede il 41,2% al fondo milanese FSI - Mid-Market Growth Equity, per un totale di 70 milioni, senza però ricorrere alla leva finanziaria.

Quanto alla macroarea del Tournaround, la controllata di Silvio Scaglia tramite “Pacific Global Management”, “*La Perla*”, viene acquistata da “Sapinda Holdings” veicolo di investimento tedesco di Lars Windhorst.

¹²⁹ Fonte: Qui Finanza, “Lusso, un settore che non conosce crisi e premia l'Italia”.

¹³⁰ Università Carlo Cattaneo

¹³¹ Fonte: <https://www.mffashion.com/news/finanza/private-equity-fashion-201902281150428584>

¹³² Fonte: Il Sole 24 Ore

Viene, inoltre, acquisita una partecipazione di maggioranza in Trussardi pari al 60% dal fondo “Quattro R” con conseguente aumento di capitale pari a 50 MLN di euro . Tuttavia, la società rimane di proprietà di Trussardi e della madre, così come avvenne con Versace, che restò a Donatella.

Dal rapporto semestrale di AIFI e PwC, i dati del 2019 registrano un aumento di capitale investito in questa tipologia di attività e settore pari al 4,3%, rispetto al 2018, per un totale di 453 MLN di euro, contro i 199 MLN precedenti¹³³.

Cambiano le preferenze sull’impresa target¹³⁴ e, pur rimanendo fedeli al territorio lombardo, i parametri di riferimento diventano inferiori. Il fatturato medio richiesto è di 13 MLN di euro vs i 34 MLN precedenti, con un numero di dipendenti pari a 33 contro 120. L’investimento medio ammonta a 20 MLN di euro, mentre in precedenza era di 39 MLN.

La macroarea prediletta è sempre quella del buy out, anche perché, come afferma il presidente dell’AIFI Cipoletta, “i fondi vanno su aziende che andranno benissimo”.

Secondo i dati odierni, moltissime imprese operanti nel settore in analisi hanno risentito del *lockdown* causato dal virus COVID-19¹³⁵: aziende come *Pittarosso* e *Combipel* erano già in difficoltà prima dello scoppio della pandemia e secondo quanto riportato su “Il Sole 24 Ore” e da un rapporto dell’AIFI, Pittarosso, la cui società è di proprietà del fondo americano “Lion Capital”, sta per presentare domanda di concordato preventivo con un debito risalente al momento dell’acquisto della stessa nel 2014.¹³⁶ Per quanto concerne Combipel, azienda propria del fondo “*Usa Oaktree*”, la procedura di concordato in bianco è già avviata.

Altre società, come OVS, “non arretrano”, scrive AIFI¹³⁷: l’azionista del fondo “Tip”, “G. Tamburi” afferma che il fondo è pronto a sostenere il management nell’acquisizione di chiunque voglia chiudere. OVS, inoltre, sta per ricevere una linea di credito per 100 MLN di euro con garanzia della “Sace¹³⁸”.

¹³³ Fonte: PambiancoNews, testata giornalistica.

¹³⁴ Fonte: www.mffashion.com/Finanza

¹³⁵ Argomento trattato in seguito nelle conclusioni

¹³⁶ Concordato preventivo: vedi manuale di diritto commerciale “Buonocore”

¹³⁷ Fonte: AIFI, “i Private Equity nella moda non arretrano” – articolo

¹³⁸ SACE: partnership promossa dal ministero degli Affari Esteri con l’obiettivo di rilanciare l’export italiano e la competitività delle imprese italiane nel mondo. Fatti, numeri e obiettivi

3.3 Breve storia del Brand

Il brand in esame “Elisabetta Franchi” assume il nome dall’omonima stilista e fondatrice che nasce a



Figura 7: Ritratto della stilista.

Fonte:

<https://www.elisabettafranchi.com/pl/biography>

Bologna nel 1968.

Produttrice di diverse linee di abbigliamento, borse, scarpe e accessori, Elisabetta Franchi, eccellenza del Made In Italy, racconta nel documentario “Essere Elisabetta” la storia della sua vita.

Il documentario andato in onda lo scorso Settembre su Real Time, trasporta gli spettatori nel mondo della stilista. Non appartenendo ad una famiglia benestante, quarta di cinque figli e tutti di padri diversi, affronta un’adolescenza complicata.



Figura 8: La bambola "Betty Doll": mascotte della società.

Fonte: <https://www.elisabettafranchi.com/it/betty-dolls>

La sua compagna di avventure era la bambola “Betty Doll¹³⁹”: E. Franchi cercava di vestirla con qualsiasi materiale potesse trovare in casa. Diventata fonte di ispirazione primaria per Elisabetta, al giorno d’oggi è la mascotte della società.

Debutta nel mondo della moda mentre studia all’Istituto Aldrovandi Rubbiani e lavora *part-time* come cameriera, come commessa in un negozio e ad una bancarella al mercato. Questi lavori le consentirono di entrare a contatto con i consumatori, capendo le loro necessità e bisogni.

Nel 1996 venne aperto il primo piccolo Atelier che contava uno staff di cinque persone e che le permise di creare i primi capi.

Nel 1998, la sig.ra Franchi fonda la società Betty Blue S.p.A dando vita alla sua prima collezione, Celyne B, la cui B, indica il diminutivo del nome della stilista: Betty, da Elisabetta.

¹³⁹ “Betty Doll” è oggi venduta in tutti gli store.

Come racconta nel documentario la stessa Elisabetta, fu grazie all'aiuto del suo primo marito, Sabatino Cennammo, il quale credette in lei fin dal principio, che riuscì ad avviare la sua attività. Quello dell'ex marito è, per la stilista, un tasto tanto dolente quanto rilevante, dal momento che si ammalò poco dopo e scomparve nei primi mesi di vita della loro prima figlia, Ginevra.

Determinazione, tenacia e grande forza d'animo portarono E. Franchi a non mollare mai e a far proseguire l'attività.

Aprì nel 2002 il primo negozio nella città di Viareggio; l'anno dopo venne aperto un altro punto vendita a Firenze e nel 2005 un terzo a Bologna.

Si espande geograficamente, precisamente in Russia a partire dal 2006, aprendo quattro *flagship*¹⁴⁰ a Ivanovo, Kazan', Saratov e San Pietroburgo, debuttando l'anno successivo anche a Mosca.

A seguito dell'acquisizione di uno stabilimento in cui veniva svolta attività di produzione farmaceutica, nel 2008, apre, una volta ristrutturato, il proprio quartier generale nella periferia di Bologna. Amante del *luxury home design*, l'edificio, aveva ed ha, come si può anche notare nelle "stories" di Instagram che la stilista pubblica, rendendo i followers partecipi alla sua routine, un arredamento all'ultimo grido.

Nel 2012 nasce il marchio tutt'oggi conosciuto a livello internazionale, Elisabetta Franchi, di proprietà di Betty Blue S.p.A.



Figura 9: Il marchio. Fonte: <https://www.elisabettafranchi.com/eu/>

Attualmente sul globo sono presenti 80 boutique e 1100 multimarca, locate a Dubai, Hong Kong, Madrid, Milano, Parigi e tanti altri paesi. È considerata, "l'artefice di un perfetto *prêt-à-porter Made in Italy*", ossia "*pronto da portare*": espressione mutuata dal francese, indica che la produzione degli abiti è realizzata in taglie standard e non su misura del cliente.

¹⁴⁰ Flagship: particolare categoria di negozio

Raggiunge negli anni un grande successo, grazie al quale ha avuto l'onore di vestire le più grandi celebrities come Angelina Jolie, Kate Hudson, Jessica Alba, Emily Blunt, Jennifer Lopez, Lady Gaga, Kendall Jenner, Dita Von Teese, Kourtney Kardashian.

La mission¹⁴¹ di Elisabetta Franchi è quella di “conquistare e vestire tutte le donne del mondo” trasmettendo passione, talento e disciplina. Lega, inoltre, la sua passione per gli animali alla mission della società, eliminando definitivamente la pelliccia animale dalla produzione, seguita da quella della piuma d'oca e della lana d'angora. Aderisce, infatti, ad una moltitudine di programmi a protezione degli animali.

3.4 La gestione finanziaria e la sua evoluzione

Nel 2012¹⁴² Betty Blue S.p.A registra ricavi per circa 105 milioni di euro con un margine di EBITDA di circa 26 milioni di euro e previsioni di chiusura ancora più favorevoli con aumenti del 10-15%.

A livello geografico, sul territorio italiano, l'incidenza sul mercato è pari al 65%; un'analisi più ampia, a livello globale, vede la società maggiormente sviluppata in territori come Russia, Medio Oriente e Asia.

Prende sempre più forma il desiderio della società di volersi espandere altrove, precisamente nei bacini del Sud-Est Asiatico, tant'è che per realizzare questo obiettivo, sulla base di un piano di sviluppo condiviso, entra a far parte dell'azienda con una partecipazione di minoranza qualificata pari al 25%, il fondo di Private Equity “Trilantic Capital Partners”. Le restanti quote erano in mano alla stilista, di cui gran parte possedute tramite la holding, sempre di sua proprietà, Gingi Srl.

Il fondo Trilantic Partners si scinde in altri due rispettivamente indipendenti e separati: Trilantic North America e Trilantic Europe.

Le attività di investimento realizzate riguardano acquisizioni di partecipazioni minoritarie o di quote di controllo; chiaramente, i due operano in aree geografiche diverse, solitamente in comparti industriali, energetici, consumer, finanziari e servizi alle imprese.

Nel capitolo 1, paragrafo 1.3.1, quando sono stati descritti i fondi di investimento, si è fatta una classificazione per variabili geografiche, dimensionali e per impresa target.

¹⁴¹ La *mission* indica perché un'azienda nasce. Qualsiasi azienda viene fondata per creare valore e contrastare la concorrenza. L'accezione finanziaria di “creazione di valore” indica che bisogna fare in modo che il capitale inizialmente investito cresca nel tempo. Una *mission* ingloba in qualche modo il concetto di *value proposition*. Contrariamente alla *mission*, la *vision*, indica dove l'impresa vuole arrivare in futuro. Ha, dunque, un compito più importante, contenente valori motivazionali che fungono da stimoli al personale. È chiaro che, per la teoria motivazionale, gli obiettivi che l'azienda si pone devono essere per tutti percepiti come “raggiungibili”, ragione per la quale, se si volesse rappresentare graficamente la curva motivazionale, questa avrebbe forma rovesciata, tale per cui l'attivazione è massima quando la difficoltà è intermedia.

Fonte: Fontana F., Caroli M., *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, quarta edizione

¹⁴² Fonte: Il Sole 24 Ore



Figura 10: Trilantic Europe, investimenti. Fonte: <https://www.trilanticeurope.com>

Il Trilantic Europe, con riferimento alla variabile geografica, si classifica come fondo Pan-Europeo con un capitale di 1.5 miliardi di euro. Con riguardo alla variabile dimensionale è categorizzato come un *mid-market fund*.

KEY DRIVERS nella filosofia di Trilantic sono¹⁴³:

- Focus on sector, not sector driven: nel ventennio scorso, Trilantic Europe ha, con il supporto dei suoi partners, sviluppato un trackrecord e si è specializzata in cinque settori: Consumer e Leisure, Industriale, TMT, Business Services e Healthcare.
- Partner in family business, imprenditori, corporates e management teams.
- Flexible capital with a philosophy of conservative leverage: Trilantic Europe si avvicina alle società in cui investe in modo flessibile dal momento che cerca di allineare l'interesse del management con quello degli investitori. Trilantic è solito investire in compagnie da cui può ottenere una governance significativa attraverso acquisizioni di maggioranza o co-control insieme agli altri azionisti.
- Hands-on¹⁴⁴
- Buy and Build: Trilantic ha investito in numerose operazioni, portandole tutte a buon fine. Con l'acquisizione iniziale si provvedeva a far sfruttare sinergie e know-how.

L'attività di investimento in Betty Blue S.p.A, dato l'obiettivo prefissato, appartiene alla macroarea dell'*"expansion capital"*, infatti, come esplicitato nel capitolo 1, quando sono state descritte le tipiche

¹⁴³ Fonte: sito web <https://www.trilanticeurope.com/>

¹⁴⁴ Definizione di investitore hands on esplicitata in precedenza -> Capitolo 2, sotto paragrafo 2.3.1.

operazioni di investimento, fanno capo alla macroarea *Expansion e Pre-IPO*, quelle attività che prevedono un'acquisizione di quote minoritarie.

È il 2013 quando Trilantic acquista la partecipazione di Betty Blue S.p.A, <<assistita¹⁴⁵ dal team di Hogan Lovells guidato dal socio corporate Luca Picone, coadiuvato dalle associate Solange Baruffi e Nicoletta Spinaci, da Bain, da PWC e dal team italiano di Lincoln International; Betty Blue S.p.A. invece, durante la contrattazione è stata assistita da Federico Giammarusto, partner di Sin&getica e da Salvo Arena, partner dello Studio Legale Chiomenti di New York.>>

L'accordo prevedeva che in cinque anni l'azienda raggiungesse miglior risultati in termini di dimensioni, notorietà, diversificazione e espansione su altri mercati, preparandola inoltre, ad un'eventuale quotazione in borsa. A tal proposito, Vittorio Pignatti Morano, afferma che l'obiettivo di Trilantic è «di permettere al marchio di cogliere al meglio le grandi opportunità offerte da tutti quei mercati attratti dai prodotti *made in Italy*».

L'evoluzione finanziaria procede con la nomina di Eugenio Manghi come Amministratore Delegato della società nel 2015, il quale contribuirà in modo decisivo all'internazionalizzazione e alla crescita della società, rimanendo in carica fino a Luglio 2019.

Eugenio Manghi, personaggio di origine emiliana, inizia a lavorare in Procter & Gamble, per poi ricoprire il ruolo di manager nel Gruppo di Max Mara e ascendere alla qualifica di CEO. Il sig. Manghi è attuale CEO di Giuseppe Zanotti¹⁴⁶.

Betty Blue chiude il bilancio del 2016 con 101,9 milioni di euro di ricavi (da 100,8 milioni nel 2015), un EBITDA di 20,3 milioni (da 17,2 milioni) e liquidità netta per 2,8 milioni (da 6,5 milioni).

A Novembre del 2017, raggiunti gli obiettivi prefissati, Elisabetta Franchi ricompra le quote da lei stessa cedute a Trilantic, per un valore di 60-70 milioni di euro circa, controllando così, il 100% della società¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Fonte: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/dagliStudi/2013/10/trilantic-acquisisce-una-partecipazione-in-elisabetta-franchi.php?preview=true>

¹⁴⁶ Giuseppe Zanotti è un luxury footwear brand.

¹⁴⁷ Fonte: C.Merico “*Trilantic Europe cede il 25% di Betty Blue a Elisabetta Franchi*”, www.bluerating.com.

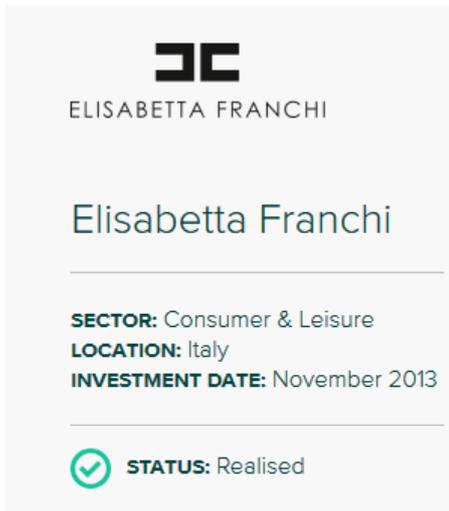


Figura 11: sezione del sito "Trilantic Europe" dedicata all'operazione "Elisabetta Franchi".

Fonte:

<https://www.trilantic europe.com/our-investments/portfolio/elisabetta-franchi.html>

Dal momento che è la stessa imprenditrice a riacquisire la partecipazione, in termini di modalità di exit - di cui si è discusso nel capitolo 2, paragrafo sul disinvestimento- si è trattato di un "BUYBACK".

Soddisfatti del proprio operato, gli operatori di Trilantic sono lieti di venderle partecipazione. "Status "realised"¹⁴⁸ = obiettivo raggiunto", come si nota nell'immagine sopra situata.

Secondo un articolo di "Mergermarket" ad un anno dall'uscita di Trilantic, la società della Sig.ra Franchi ha ricevuto proposte di investimento da parte del fondo "L Catterton", "Style Capital SGR" e tanti altri.

Il contributo di Trilantic non è stato solo di stampo espansivo, bensì ha preparato la società anche alla quotazione.

È a conclusione dell'anno 2019, con stime di chiusura pari a 123 milioni di euro, in crescita di 7,4 milioni di euro (6,4%), che si legge su tutti i titoli dei giornali che nel primo trimestre del 2020 Elisabetta Franchi quoterà la propria società sul segmento "Aim".

Di seguito le dinamiche¹⁴⁹:

Spactiv, costituita sottoforma di Special Purpose Acquisition Company¹⁵⁰ (veicolo di investimento quotato in borsa), è un'azienda promossa da Maurizio Borletti e Paolo De Spirt tramite Borletti Group e da Gabriele Bavagnoli tramite Milano Capital.

Attraverso l'offerta pubblica viene raccolto il capitale - e messo da parte in alcuni conti a cui gli azionisti non hanno accesso, tranne che per quel 1% necessario alla gestione ordinaria della società- al fine di acquisire o di fondersi con una società target nel termine di 24 mesi.

La società target deve essere una PMI appartenente al settore "lifestyle" con un *equity value* compreso tra i 100 e 400 milioni di euro. Se la rilevazione delle quote, che siano queste di maggioranza o minoranza, non avviene, la società viene liquidata e l'attivo è distribuito tra gli azionisti.

Raccolti 90 milioni di euro, la Spactiv sceglie come società target quella di Elisabetta Franchi.

¹⁴⁸ Come si nota nell'immagine presa dal sito di Trilantic

¹⁴⁹ Fonte: G. Bolelli "Elisabetta Franchi, bloccato l'ingresso in borsa" www.fashionnetwork.com

¹⁵⁰ SPAC: Special Purpose Acquisition Company

Firmato l'accordo¹⁵¹ quadro con Elisabetta Franchi, la fusione per incorporazione prevede Betty Blue in Spactiv, una volta che quest'ultima abbia, però, acquistato una quota di minoranza della stessa Betty Blue pari al 34,9% del capitale sociale, corrispondente in euro a 63 milioni e con recessi massimi pari al 30% delle azioni ordinarie.

Un'altra variante dell'accordo prevede che venga acquistata una quota del 41,7% per un totale di 77,5 milioni di euro, ma con recessi pari a 0.

Secondo Affari e Finanza, il valore che la società acquisirebbe in borsa sarebbe pari a 195 milioni di euro.

Assistita la Spactiv da¹¹⁹ *“Gatti Pavesi Bianchi e Cerina Studio Legale per gli aspetti legali, PWC Advisory per gli aspetti finanziari, Key2People per gli aspetti organizzativi, Deloitte per gli aspetti fiscali, Spafid per le relazioni societarie.*

Betty Blue ed Elisabetta Franchi *“sono state affiancate dall’advisor GDTRE e assistite da Poggi & Associati per l’inquadramento finanziario, fiscale e, unitamente a NCTM, legale dell’operazione. UBI Banca agisce da NomAd e Specialist di Spactiv e insieme a Mediobanca è stata Joint Global Coordinator dell’IPO di Spactiv.”*¹⁵²

Nell'ipotesi in cui una volta pagato il corrispettivo massimo a Betty Blue SPA, accantonato l'eventuale ammontare da pagare in caso di liquidazione delle azioni per esercizio del diritto di recesso e quello per i costi operativi dell'operazione, resteranno delle riserve, Spactiv le distribuirà agli azionisti.

Con la quotazione il nome della società dovrebbe passare da “Betty Blue SPA” a “Elisabetta Franchi SPA”, aprendo inoltre, il capitale anche ad investitori stranieri.

Cessa l'incarico di CEO assegnato ad Eugenio Manghi nel 2015, venendo questi sostituito da Enrico Mambelli.

Enrico Mambelli esperto del settore luxury & fashion - in qualità di direttore Marketing e vendite presso Nike Italy, direttore commerciale *worldwide* di Benetton SportSystem, altri incarichi presso Ferrè, Diadora, Cerruti etc.- e del Private Equity e Venture Capital, in quanto Senior Advisor di diversi fondi.

Mambelli ha il compito di far traghettare la società sul mercato borsistico, rafforzando e facendo espandere ulteriormente il marchio.

3.4.1 Ad un passo dalla quotazione: il blocco dell'accordo.

Dal consiglio di amministrazione della Spactiv, tenutosi il 12 Marzo 2020, emerge che se all'assemblea del 12 febbraio era presente il 45,2% del capitale sociale e il 99,7% dei voti era favorevole alla fusione

¹⁵¹ Fonte: Spactiv, comunicato stampa “approvazione della business combination”

¹⁵² Fonte: <https://bebeez.it/2019/09/16/la-spac-spactiv-annuncia-la-business-combination-con-betty-blue-il-marchio-di-moda-della-stilista-elisabetta-franchi/>

(per un totale di azioni pari a 4.069.100) con l'assemblea riunitasi a Marzo 2020, si delibera che il 43,47% del capitale sociale chiede il diritto di recesso (per un ammontare di 3.912.222 azioni ordinarie). Secondo lo statuto della Spactiv, - si ricorda che ogni società all'interno del proprio statuto può disciplinare fattispecie simili in materia analoga- se è richiesto l'annullamento dell'operazione da parte del 30% o più del capitale ordinario, l'operazione non va a buon fine.

Il recesso è un negozio giuridico unilaterale che consente al singolo socio di recedere da un accordo. Dato il carattere della unilateralità non è richiesta approvazione della richiesta di recesso. Disciplinato dal codice civile, l'Art 2437, di norma, stabilisce che un socio possa recedere limitatamente alla parte di capitale da lui posseduta, per tutta o in parte, dalla società per quelle delibere prese in sua assenza che riguardano¹⁵³:

a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;

b) la trasformazione della società;

c) il trasferimento della sede sociale all'estero;

d) la revoca dello stato di liquidazione;

e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;

f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;

g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione

“Se la società è costituita a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato il socio può recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni; lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno. Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso.”

È evidente che nella fattispecie in esame i soci possano esercitare il proprio diritto, trattandosi di trasformazione della società e, essendo la società quotata, abbia facoltà di prevedere all'interno del proprio statuto ulteriori clausole come quella del limite del 30% prima citata.

Si ritiene che la percentuale scelta sia così elevata per l'impatto calante sui mercati e sul settore fashion-luxury della pandemia COVID-19.

¹⁵³ Art. 2437 CC.

Le azioni di coloro che hanno esercitato il diritto di recesso saranno offerte in opzione e in prelazione agli altri soci, di conseguenza, non è detto che la società non possa essere, in futuro, quotata.

Nonostante tutto, nel primo trimestre del 2020, Betty Blue SPA registra un aumento del fatturato del 2,9%, corrispondente a circa 37,9 milioni di euro, confermando 10 nuove aperture su 12 previste¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Fonte: PambiancoNews, testata giornalistica.

CONCLUSIONI

Qual è, quindi, l'impatto delle attività di investimento in capitale di rischio?

Come dimostrano diversi studi, testimonianze e report citati nel testo, l'intervento dell'investitore istituzionale è, per la società, vantaggioso. Che sia in fase di sviluppo, di maturità o di declino, grazie alla moltitudine di ruoli che questo assume, c'è sempre un contributo positivo che apporta: secondo quanto riportato da Deloitte, il valore complessivo delle operazioni di Private Equity nel 2019 supera i 7,6 miliardi di euro. Non ho preso in considerazione la fase di avvio, dal momento che non sempre le operazioni tipiche della macroarea dell'early stage vanno a buon fine. "...1 Start up su 10..." afferma un articolo del Sole 24 Ore, riesce effettivamente a svilupparsi e ad affermarsi sul mercato. Ciò avviene perché, come abbiamo visto, sono operazioni ad alto rischio.

Secondo quanto riportato nel paragrafo 1.2, le imprese assistite da operatori di Private Equity, raggiungono risultati in termini di maggiore internazionalizzazione, aumento del fatturato e posizionamento.

Lo dimostra, inoltre, il case study da me riportato su Elisabetta Franchi.

È evidente come l'intervento di Trilantic Europe abbia fatto evolvere tantissimo la società e l'annesso marchio: si trattava di un'operazione di expansion capital e pre-IPO che ha consentito il conseguimento degli obiettivi prefissati, facilmente osservabili.

La notorietà del marchio è di gran lunga aumentata, così come si è rafforzato il suo posizionamento su mercati esteri. Anche a livello numerico, attraverso i risultati raggiunti in termini di ricavi, di EBITDA e di liquidità netta, tanto che la stessa stilista ha successivamente riacquistato la partecipazione, scegliendo come modalità di exit il "*buyback*".

Ma non è tutto! Ad un anno dall'uscita di Trilantic Europe, Betty Doll S.p.A. ha ricevuto una moltitudine di richieste di partecipazione da parte di altri fondi; ciò dimostra come grazie all'intervento degli investitori istituzionali, il marchio sia diventato fortemente attrattivo.

Per quanto riguarda l'azione di preparazione alla quotazione, quando nel capitolo 1 sono state descritte le macroaree e si è parlato dell'IPO, si è posto l'accento sul vantaggio che una società ha rispetto alle altre nel momento in cui, prima della quotazione, si fa assistere da un operatore di Private Equity. La società di Elisabetta Franchi, dunque, seppur non ancora quotata, cosa che probabilmente accadrà in futuro, dovrebbe trovarsi avvantaggiata, rispetto a coloro che non sono stati assistiti da questi operatori, nel relazionarsi con eventuali soggetti esterni.

Purtroppo, settori del fashion, del lusso, dell'automotive e del retail hanno subito una forte frenata a causa della pandemia COVID-19, scoppiata nei primi mesi dell'anno 2020. Secondo un articolo di *citywire*, il 76% dei fondi ha rilevato un impatto negativo sulle proprie partecipate e l'8%, molto negativo. Inoltre,

secondo un sondaggio di Duff & Phelps, i cui risultati sono riportati sul sito dell'AIFI, in collaborazione con PwC, il 65% degli intervistati afferma che l'epidemia causerà una contrazione del Pil globale, in riferimento all'anno 2020, di almeno il 3%.

Si pensa che la causa per cui la società di Elisabetta Franchi, come citato nel paragrafo 3.4, non sia riuscita a quotarsi, sia in parte imputabile alle ripercussioni della pandemia sull'economia. Sarebbe interessante vedere se una volta "ripristinata" o meglio, "migliorata" la situazione, le trattative verranno riprese. Credo che sia plausibile, data l'instabilità dei mercati, che gli azionisti della Spactiv abbiano voluto "porsi sulla linea di difesa" esercitando il proprio diritto di recesso.

Se, secondo il Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey Global report di Deloitte, nel 2019 i fondi di Private Equity si attendevano, stando ai risultati del 2018, che l'industria del Fashion e Luxury sarebbe cresciuta intorno al 5-10% ogni anno, per i prossimi tre anni, secondo un articolo del "Sole 24 Ore", redatto sulla base del report di Bain & Company, la realtà, oggi, è del tutto diversa.

Scritto in collaborazione con Altgamma, il report evidenzia come in termini di ricavi, per il settore del lusso, i dati non saranno per niente simili al periodo antecedente al COVID-19, almeno, non prima del 2022 o 2023. Si parla di un CAGR in aumento del 2-3% per il 2025 e i ricavi attuali si stimano in calo del 20-30%.

Nonostante tutto, si sono confermati i parametri del 2019 riguardanti le categorie favorite dai consumatori e dagli investitori: emerge dal rapporto di Deloitte sopra citato, che il primato andava agli accessori e alla cosmetica. Anche quest'anno, così come riportato dal Sole 24 Ore, i trend non cambiano.

Si evince, dalla recente pubblicazione del Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey Global report di Deloitte, aggiornato al 2020, che, secondo gli investitori, il settore del Fashion Luxury si riprenderà dall'epidemia più rapidamente nei territori asiatici e mediorientali.

Credo che le previsioni siano più che corrette, se si ricorda il giorno in cui, arrivata fine del lockdown, la boutique di Hermès a Canton registra vendite per 2.5 milioni di euro.

Nonostante i trend negativi per il resto dei Paesi, si ritiene che il 70% degli operatori continuerà ad investire e, data l'efficacia dell'impatto, in termini di crescita e sostegno che un operatore di Private Equity apporta, penso che il bisogno sia necessario.

Sarà forse in questo momento che il Private Equity acquisirà la notorietà dovuta e arriverà ai suoi massimi in Italia?

RINGRAZIAMENTI

Formulo i miei più sentiti ringraziamenti al relatore, Dott. Raffaele Oriani., che mi ha seguita durante questo percorso, dandomi dei preziosi consigli e consentendomi di raggiungere l'ambito traguardo in un periodo di emergenza, determinata dalla comparsa improvvisa di un virus devastante per la popolazione italiana e non solo!

BIBLIOGRAFIA

- 1) AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012.
- 2) AIFI, LIUC Business Scholl -*Early Stage in Italia*, 2017.
- 3) Bain & Company, *Global Private Equity Report*, 2020.
- 4) Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, 7 ED, McGraw-Hill, Milano, 2015.
- 5) Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino.
- 6) Burth B. & Reißig-Thust S., *Private equity deal success and pre-acquisition determinants – empirical evidence from German*.
- 7) Campobasso G.F, *Diritto Commerciale- diritto delle società*.
- 8) Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals*, 2010, chapter 9-10-11.
- 9) Clío América, 8 (16), 173 – 184 Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014), *Private equity y venture capital: diferenciación y principales características*.
- 10) Crenca C., Fersini P., Melisi G., Olivieri G., Pelle M., *Elementi di matematica finanziaria*, Ediz. Mylab., agosto 2018.
- 11) Del Giudice R., Gervasoni A., *La recente evoluzione del mercato del private equity e venture capital*, Liuc Papers n. 174, Serie Impresa e mercati finanziari 2, Suppl. a luglio 2005.
- 12) Deloitte, *Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2019 Global report*.
- 13) Deloitte, *Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020 Global report*.
- 14) Dott. Manucci F., slide testimonianza al corso di economia e gestione delle imprese, “*IL LUSSO*”.
- 15) Estrategia financiera, *Fases de desarrollo de un proyecto de Private Equity*- N.244 Noviembre 2007.
- 16) Fidanza B., *Private equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese*.
- 17) Fontana F., Caroli M., *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, quarta edizione.
- 18) Gazzo Juan L. H., Olaechea J. E, *Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano*.
- 19) Gervasoni A. e Sattin Fabio L., *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2019.
- 20) Gervasoni A., *Internazionalizzarsi per crescere: il ruolo del private equity a supporto delle imprese italiane*.
- 21) iFinance, *Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo* – a cura di Confindustria, 2017.
- 22) Italian Trade Agency, *Guida sintetica ai Venture Capitalist U.S.A.*
- 23) LIUC business school, *Private equity monitor 2018 – PEM*.

- 24) McKinsey, *Private Markets come of age- Global Private Markets Review*, 2019.
- 25) Mishkin, Stanley G. Eakins, Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari* Pearson, nona edizione.
- 26) Muzio A., Pisano Alice A, *L'impatto economico del private equity nel Made in Italy* : Liuc Papers
Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo, LIUC.
- 27) PWC, *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*.
- 28) Riva P. e Provasi R., *The ability of turnaround index in assessing going concern assumption. Evidence from its application to Italian listed companies* .
- 29) Spactiv, comunicato stampa post assemblea business combination.
- 30) Steven N. Kaplan and Per Stromberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity* - Steven N. Kaplan and Per Stromberg *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146.
- 31) Studio annuale di EY , “*The luxury and cosmetics financial factbook*”.

SITOGRAFIA

- 1) https://www.aifi.it/private_capital_today/4629830-i-private-equity-nella-moda-non-arretrano
- 2) https://www.aifi.it/private_capital_today/4818927-liquidita-per-ovs
- 3) https://www.aifi.it/private_capital_today/4818939-l-impatto-del-covid-19-sulla-valutazione-degli-inve
- 4) <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21777-private-equity-enciclopedia>
- 5) <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21778-private-equity-fund-enciclopedia>
- 6) <https://bebeez.it/2013/10/21/trilantic-entra-in-minoranza-in-betty-blue/>
- 7) <https://bebeez.it/2018/06/25/i-fondi-guardano-a-betty-blue-dopo-luscita-di-trilantic/>
- 8) <https://bebeez.it/2020/03/16/troppi-recessi-stop-alla-business-combination-la-spac-spactiv-la-maison-betty-blue/>
- 9) <https://citywire.it/news/ecco-quanto-ha-pesato-il-covid-19-sul-private-equity-in-italia-i-neri/a1354882>
- 10) <https://corriedelmadeinitaly.it/2019/11/05/litalia-un-mercato-centrale-nel-settore-del-lusso/>
- 11) <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/consumer-business/articles/fashionluxury-i-consumerbusiness.html>
- 12) <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/dagliStudi/2013/10/trilantic-acquisisce-una-partecipazione-in-elisabetta-franchi-.php?preview=true>
- 13) www.elisabettafranchi.com
- 14) <https://it.fashionnetwork.com/news/Elisabetta-franchi-bloccato-l-ingresso-in-borsa,1197825.html>
- 15) <https://it.fashionnetwork.com/news/Private-equity-italiano-preferisce-investire-nella-moda,47478.html>
- 16) <https://forbes.it/2019/07/02/elisabetta-franchi-stilista-italiana-racconta-sua-vita/>
- 17) <https://www.ilsole24ore.com/art/effetto-covid-19-lusso-personale-2020-ricavi-caleranno-almeno-20percento-ADM2S1Ohttps://www.ilsole24ore.com/art/effetto-covid-19-lusso-personale-2020-ricavi-caleranno-almeno-20percento-ADM2S1O>
- 18) <https://www.mffashion.com/news/livestage/aifi-il-lusso-torna-di-moda-tra-i-fondi-di-investimento-201909171746486844>
- 19) <https://quifinanza.it/soldi/lusso-un-settore-che-non-conosce-crisi-e-premia-litalia/255413/>
- 20) <https://www.pambianconews.com/2019/12/09/elisabetta-franchi-in-borsa-varra-quasi-200-mln-281437/>
- 21) <https://www.pambianconews.com/2020/03/17/elisabetta-franchi-stop-sbarco-in-borsa-troppi-soci-spactiv-contrari-allaccordo-288790/>
- 22) <https://www.teleborsa.it/News/2019/09/13/elisabetta-franchi-verso-la-borsa-grazie-a-business-combination-con-spactiv-31.html#.Xt0NgcDOMI3>
- 23) <https://www.trilanticeurope.com/news/elisabetta-franchi-purchases-25-of-betty-blue-spa-from-trilantic-europe.html>
- 24) <https://www.wallstreetitalia.com/moda-e-finanza-elisabetta-franchi-verso-lo-sbarco-in-borsa/>

- 25) https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-12-08/diciotto-finalisti-il-premio-dematte-2014-153857.shtml?uuid=ABcr1dNC&_st=true
- 26) <https://www.ilsole24ore.com/art/private-equity-raccolta-calo-crescono-investimenti-ACtn2wk>