

Dipartimento  
di Economia e Finanza

Cattedra Finanza Aziendale Avanzato

# L'INFLUENZA DEL PRIVATE EQUITY NEL SISTEMA INDUSTRIALE ITALIANO

Prof. Arturo Capasso

---

RELATORE

Prof.ssa Luana Zaccaria

---

CORRELATORE

Alessandro Pignataro Matr. 704261

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

# Indice

## **Capitolo I: Private Equity: evoluzione, dinamiche recenti, fattori gestionali distintivi**

<i>1.1 Evoluzione del private equity nel mercato globale</i>	5
<i>1.2 Confronto tra il private equity in Italia ed in Europa</i>	14
<i>1.3 I fattori distintivi nella gestione di un fondo di private equity</i>	30

## **Capitolo II: Le Fasi d'investimento**

<i>2.1 Le Strategie</i>	40
<i>2.2 La valutazione delle imprese target</i>	44
<i>2.3 Il Risk Management</i>	55
<i>2.4 I Disinvestimenti nel private equity</i>	61

## **Capitolo III : Il mercato italiano del Private Equity**

<i>3.1 La Situazione nel mercato italiano</i>	79
<i>3.2 I Target per i fondi di investimento nel mercato italiano</i>	84
<i>3.3 Le prospettive del private equity in Italia</i>	90
<i>3.4 I dati del mercato italiano del private equity</i>	93
<i>3.5 Le performance dei fondi di private equity in Italia</i>	105
<i>3.6 L'impatto degli investimenti di private equity sul sistema imprenditoriale italiano</i>	110

## **Capitolo IV : Analisi di casi empirici**

	119
<i>4.1 NTV-Italo</i>	
<i>4.2 Ditta Fagioli SPA</i>	129

<b>Conclusioni</b>	134
--------------------	-----

<b>Riferimenti Bibliografici e Sitografici</b>	136
--	-----

# INTRODUZIONE

Gli investimenti in capitale di rischio in imprese suscettibili di creare nuovo valore hanno registrato a livello globale negli ultimi cinque anni una grande evoluzione sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo.

La capacità dell'industria del private equity di creare valore è cresciuta dagli anni 90 fino ad oggi in misura tale da attrarre un volume di investimenti sempre più ampio fino a toccare livelli probabilmente inimmaginabili allorché essa ha cominciato ad affermarsi (anni 90).

La dimensione e la profondità del fenomeno a livello mondiale indubbiamente sorprende ed affascina molti studiosi di finanza e di economia e li conduce ad esplorare tutti gli aspetti che la caratterizzano.

In tale contesto notevole è stata di conseguenza la produzione letteraria di analisi e di valutazioni sulla industria finanziaria principale che ha contribuito in modo determinante alla poderosa espansione dei volumi delle transazioni sulle quote di capitale di aziende al di fuori dei mercati pubblici regolamentati.

Anche questo lavoro nasce dal grande interesse e dalla notevole curiosità per il settore specifico e con esso si è cercato di analizzare più in dettaglio alcuni aspetti ed elementi chiave che connotano in modo distintivo il mondo del Private Equity.

Il documento che ne è scaturito è stato organizzato su quattro capitoli strutturati in modo tale da seguire un preciso filo logico.

In primo luogo si è cercato di esplorare le dinamiche evolutive del Private Equity a livello globale, cercando di osservare nei vari ambiti d' intervento come le varie componenti si sono sviluppate negli ultimi 5 anni.

In secondo luogo lo stesso tipo di analisi è stato condotta a livello europeo per soffermarsi poi sugli andamenti in atto nel mercato italiano.

Nel terzo paragrafo del primo capitolo sono stati esaminati i fattori distintivi che caratterizzano la gestione di un fondo di Private Equity.

Nel secondo capitolo è stato posto il focus sulle varie fasi dell'investimento che normalmente un fondo di private equity si trova ad affrontare.

Sono state pertanto analizzate quattro momenti cruciali nell'attività di un fondo di private equity:

- le strategie da perseguire;
- la valutazione delle imprese target;
- Il risk management;
- la fase di disinvestimento.

Nel terzo capitolo si è cercato di scandagliare più a fondo la situazione del mercato italiano con particolare riferimento:

- alle tipologie di imprese che possono entrare nell'area di intervento di fondi di private equity;
- alle prospettive del mercato;
- alle performance dei fondi;
- e all'impatto degli investimenti di private equity sul sistema imprenditoriale italiano.

Nel quarto ed ultimo capitolo il lavoro è stato concentrato sull'analisi concreta di due casi emblematici di investimento da parte dei fondi di PE.

Il primo riguarda il caso di valorizzazione di un'impresa già in fase di affermazione sul mercato, dopo una fase di avvio molto complessa e connotata da forti momenti di tensione con le banche finanziatrici: NTV-Italo.

Il secondo riguarda un caso di turnaround di successo: l'impresa internazionale di logistica Fagioli SpA, rilevata dal fondo QuattroR.

In questo modo si è cercato di offrire un contributo ulteriore e auspicabilmente utile per coloro che come l'autore di questo lavoro sono particolarmente interessati a comprendere lo sviluppo del private equity nel nostro paese.

# CAPITOLO I

## ▪ PRIVATE EQUITY: EVOLUZIONE, DINAMICHE RECENTI, FATTORI GESTIONALI DISTINTIVI

### ➤ PARAGRAFO 1.1- L'EVOLUZIONE DEL PRIVATE EQUITY NEL MERCATO GLOBALE

Il 2019 ha evidenziato un livello di successo per l'industria del Private Equity senza precedenti.

Il valore globale degli asset under management ha raggiunto il livello di 4,1 trilioni di dollari, 3524 fondi sono stati attivi sul mercato, 5102 sono state le operazioni di private equity supportate da buy out, il loro ritorno medio netto sugli investimenti realizzato negli ultimi tre anni è stato del 17%.

Peraltro, le prospettive che si presentavano per il 2020 erano molto incoraggianti, infatti l'86% degli investitori intervistati avevano dichiarato di voler continuare ad impegnare maggiore capitale nel Private Equity.

Dal report di Bain & Company "Global Private Equity Report 2020" si può rilevare che negli ultimi 5 anni, su base globale, sono cresciuti in misura rilevante: la raccolta, gli investimenti e i disinvestimenti, ad un ritmo superiore a tutti gli altri periodi storici precedenti.

Allo stato attuale, con gli impatti devastanti che la pandemia ha lasciato sull'economia del 2020 è opinione prevalente che nel 2021 si assisterà ad una forte contrazione di tutta l'attività e l'industria del PE nel suo insieme avrà bisogno di trovare nuove vie per creare valore.

L'abilità e la propensione ad affrontare nuove sfide dei dealmakers diventerà ancora più determinante nell'affermare la forza dell'industria del Private Equity.

Tornando alla nostra overview sulle dinamiche evolutive in atto prima della crisi pandemica, nel 2019 si poteva constatare che nonostante il rallentamento vistoso della crescita economica e le incertezze del quadro macroeconomico generale, il PE continuava ancora a generare nuove ed ampie opportunità di investimento.

I prezzi degli asset hanno raggiunto nell'anno di riferimento i massimi storici negli USA e restano vicino ai picchi massimi in Europa. Di conseguenza il tempo di mantenimento degli asset in portafoglio tende a ridursi.

Il Fundraising rimane in salute ed il mercato si è allargato in misura non trascurabile, sia per effetto dell'ingresso sul mercato di nuovi investitori professionali, sia per la maggiore propensione degli investitori abituali ad incrementare le quote di investimenti in Private Equity nella loro asset allocation.

I ritorni sugli investimenti sono rimasti su livelli elevati degli ultimi cinque anni, anche se sono andati sotto pressione a causa di un settore che si avvicina ad essere maturo e caratterizzato da una competizione sempre più intensa.

Nel 2019 negli USA si è riscontrato per la prima volta negli ultimi 10 anni un avvicinamento del rendimento sugli investimenti in asset pubblici con il rendimento degli investimenti nel settore privato.

La stessa cosa non si è verificata per contro in Europa dove i rendimenti del PE hanno continuato a sovraperformare rispetto ai rendimenti dei mercati azionari.

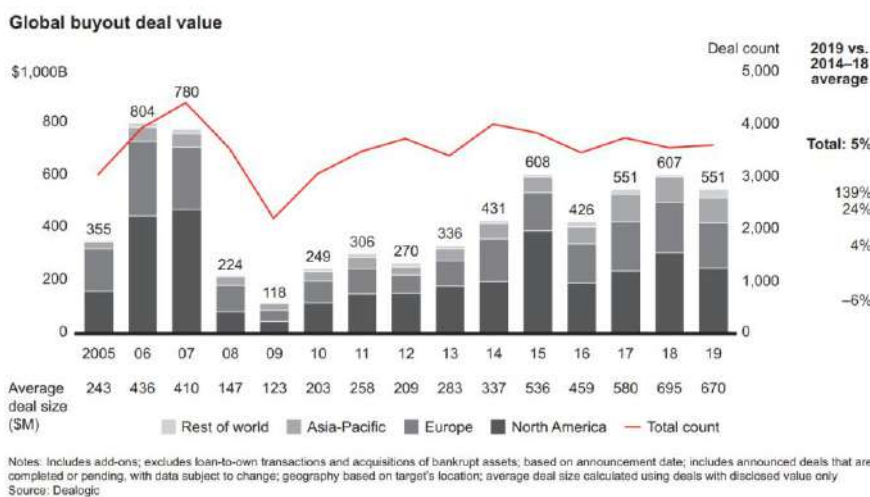
In definitiva nel 2019 il private equity market ha manifestato un forte dinamismo degli affari nonostante un peggioramento evidente del quadro macroeconomico dovuto in primo luogo alle guerre commerciali tra USA e Cina.

In tale contesto molti fondi hanno cercato di creare un miglior bilanciamento nei loro portafogli di investimento enfatizzando gli investimenti nei settori controciclici, e molti altri hanno accelerato le loro exit strategies, mentre altri sono diventati più cauti nella valutazione delle imprese target.

Le politiche monetarie ultraespansive presenti in tutti i paesi del mondo hanno comunque continuato ad incoraggiare il ricorso al capitale di debito per finanziare nuove operazioni di private equity in tutto il mondo.

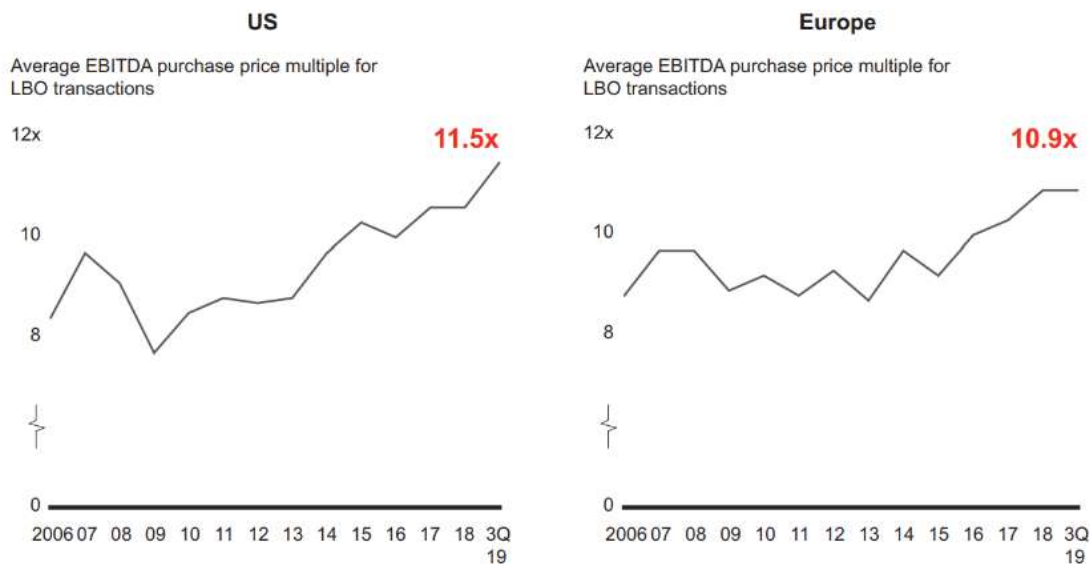
Il mercato buyout in particolare ha continuato a svilupparsi a ritmi molto sostenuti negli ultimi 5 anni anche se non è mai tornato sui livelli raggiunti nel 2007 (vedi figura 1.4).

**Figure 1.4:** Buyout deal value has been bouncing around since 2015

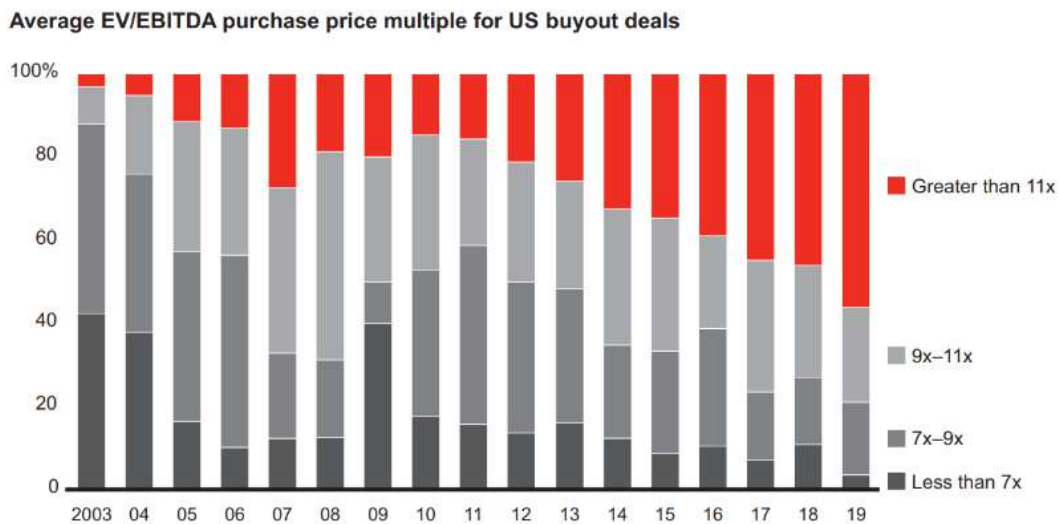


I multipli dell'ebitda a cui sono avvenuti i prezzi di acquisto hanno continuato a crescere negli USA mentre tendono a stabilizzarsi in Europa ( vedi figura 1.6 ed 1.7 ).

**Figure 1.6:** Multiples for leveraged buyouts reached another high in the US but moderated slightly in Europe



**Figure 1.7:** More than 55% of US buyout deals had a multiple above 11x



Le tendenze di fondo del mercato possono essere così sintetizzate:

- orientamento sui grandi deals - il target del Private Equity si indirizza sempre più verso imprese stabili ma con buone potenzialità di migliorare le loro metriche operative; ovvero società che possono essere sottovalutate dal mercato e che possono essere valorizzate prendendo in carico nuovo debito;
- alto potenziale di miglioramento delle performance - imprese che possono migliorare sensibilmente i loro costi di struttura se sottoposte ad una cura gestionale di efficientamento intensiva da parte dei managers dei fondi di private equity e possono di conseguenza condurre a valutazioni molto attraenti dei loro fondamentali;
- turnaround degli asset distressed - si tratta di imprese con deficit di capitale importanti che possono essere portate a generare una ripresa rilevante dei volumi di produzione e dei ricavi e che possono essere acquistate a prezzi molto contenuti;
- portafoglio breakup - si tratta di gruppi imprenditoriali che necessitano di migliorare le loro performance e che sottoposte a questa pressione sono indotte a cedere alcune loro business unit di ottimo valore; questi asset possono essere molto attraenti per i Private Equity Funds;
- co- sponsor deals - per soddisfare l'appetito per gli investimenti di private equity e dare spinta e rendimenti I LPs tendono ad incrementare le operazioni congiunte con i GPs; nel 2019 a livello globale si è raggiunto un nuovo record di queste operazioni ( vedi figura 110).

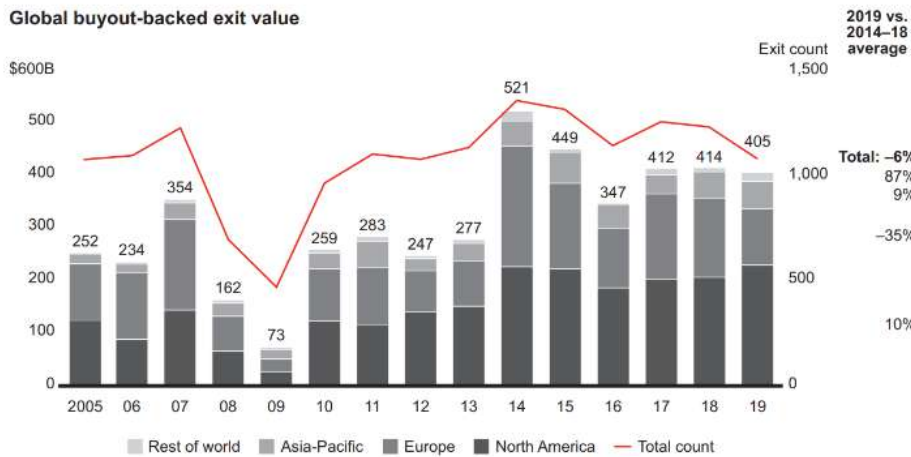
**Figure 1.10:** Deal cosponsorship between general partners and limited partners is on the rise



Come già evidenziato i disinvestimenti tendono ad essere realizzati su archi di tempo più brevi (fig.1.15).



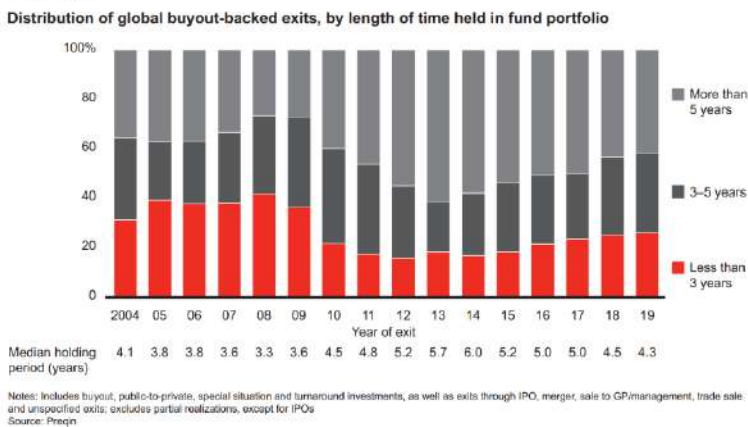
**Figure 1.15:** The favorable environment for exits persisted in 2019



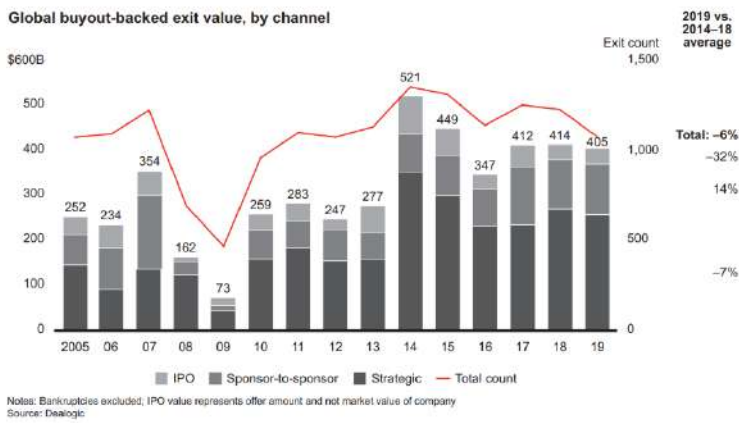
E dati gli alti valori di uscita gli investitori hanno registrato flussi di cassa positivi negli ultimi 9 anni determinando in questo modo un eccesso della distribuzione di risorse rispetto all' apporto di nuove risorse di investimento. Tuttavia, nella prima metà del 2019 questo fenomeno si è invertito e ciò sta a significare che gli investitori continuano a credere molto in alti ritorni dei loro investimenti in PE.

La vendita agli investitori strategici rimane il canale più rilevante e mantiene circa i 2/3 della quota del buyout exit value (Figura 1.17 e figura 1.18 ).

**Figure 1.17:** Holding periods have fallen as general partners exit more of their companies in less than five years



**Figure 1.18:** IPOs were down, while sponsor-to-sponsor deals and sales to strategic buyers kept pace



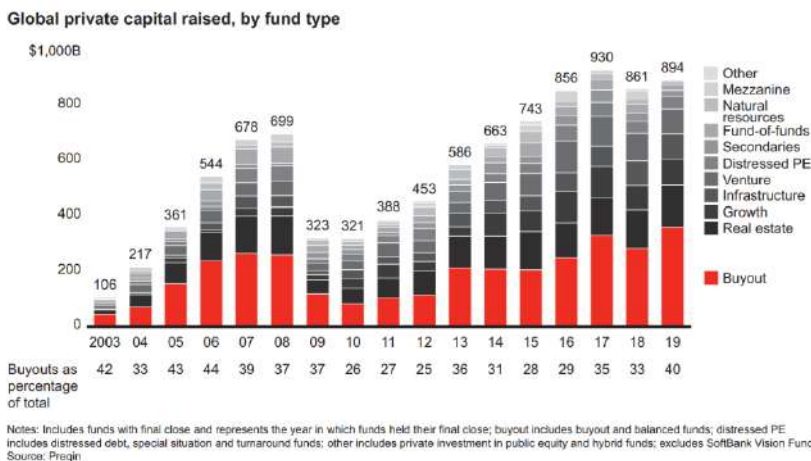
Tra le varie modalità di exits, l’IPO ha subito un rilevante ridimensionamento mentre lo Sponsor to Sponsor e le vendite ad investitori strategici hanno mantenuto un buon ritmo di crescita.

La domanda per investimenti alternativi in generale e per il buyout in particolare, rimane molto forte e con i LPs sempre pronti a investire nuovi capitali nelle imprese target.

Il 2019 è stato uno degli anni in cui il fundraising ha raggiunto i livelli più alti dell’intero decennio, gli investitori hanno immesso 894 billion di dollari nel private capital che comprende oltre al private equity il Real estate, le infrastrutture e le risorse naturali.

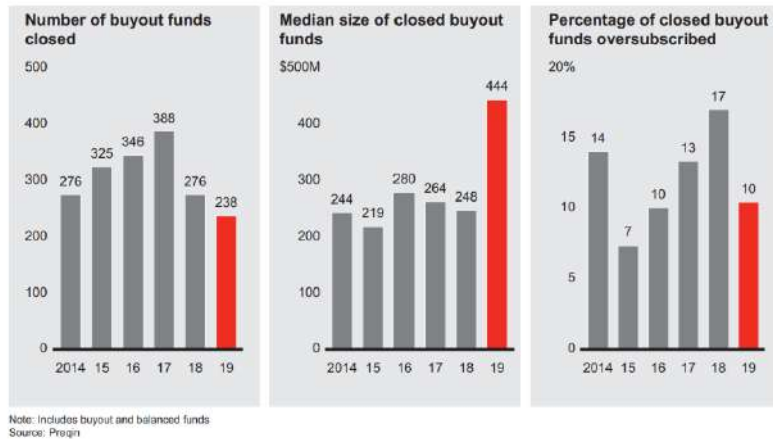
Ed in tale contesto il buyout da solo ha raggiunto il livello di 361 billion di dollari raccogliendo l’ammontare più elevato pari al 40% del totale che corrisponde al livello più elevato dal 2006 (vedi figura 1.20).

**Figure 1.20:** Investors continued to pump capital into alternative asset classes, with buyouts gaining share



Tuttavia, il fenomeno importante che si osserva è dato dal fatto che nel buyout al crescere dei flussi dei capitali investiti diminuisce il numero delle imprese su cui le risorse sono investite, come si può rilevare dalla figura 1.23.

**Figure 1.23:** In fund-raising, more capital is going to fewer firms



In pratica si è registrato una forte tendenza al “flight to quality”.

I deals vincenti sono stati quelli relativi alle imprese con un solido track record, una chiara strategia settoriale ed una storia distintiva di creazione del valore.

Per i GPs quindi il compito più importante è stato e sarà quello di mantenere stretto il legame con il nucleo stabile dei loro LPs in quanto questo ha un costo inferiore e una maggiore facilità di reperire risorse all' occorrenza rispetto alla possibilità di ricorrere a nuovi LPs.

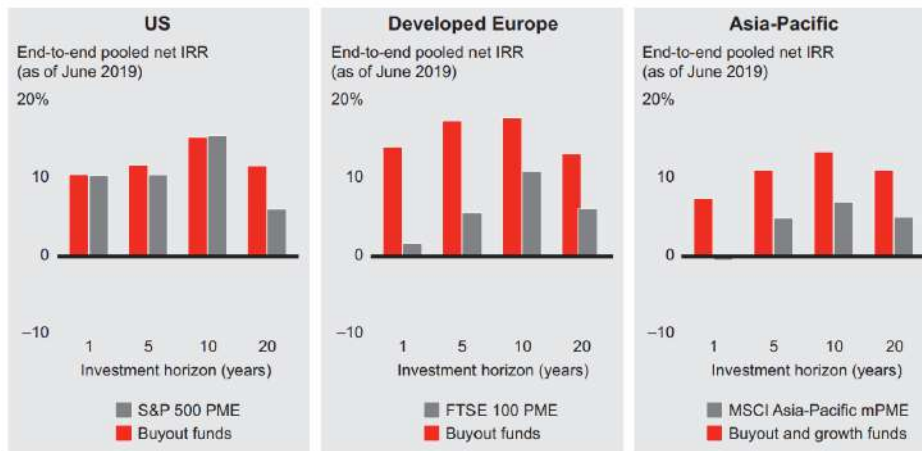
Per i LPs si pone il problema di bilanciare la volatilità dei “capital calls”, attraverso la diversificazione degli investimenti e la concentrazione dei capitali nei top performing funds.

## RITORNO SUGLI INVESTIMENTI

Il PE, a livello globale, continua a performare meglio dei public equities. L' asset class produce maggiore stabilità e più affidabilità nei rendimenti in tutte le maggiori aree del mondo sui vari orizzonti temporali considerati.

Comunque, come già evidenziato negli Stati Uniti i ritorni sul private equity e public equity hanno cominciato a convergere. Ciò è anche dovuto alla rilevante crescita delle quotazioni del S &P 500 nell'ultimo decennio (vedi figura 1.28 ).

**Figure 1.28:** Buyout funds have outperformed public equities in Europe and Asia-Pacific, but the spread has started to converge in the US

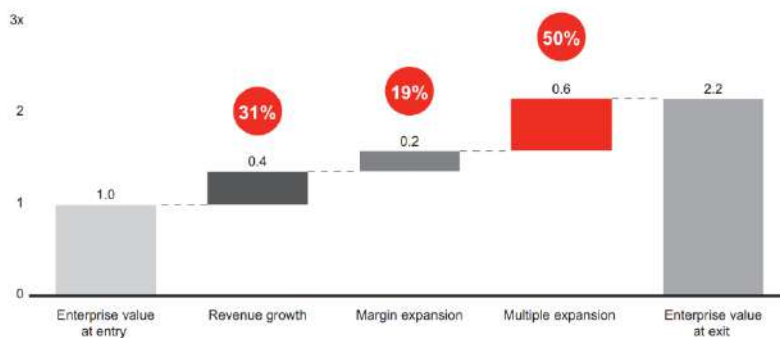


Notes: Data for US and Asia-Pacific calculated in US dollars; data for Europe calculated in euros; Europe includes developed economies only; PME is a public market equivalent based on the Long-Nickels methodology; mPME is a proprietary private-to-public comparison from Cambridge Associates that evaluates what performance would have been had the dollars invested in private equity been invested in public markets instead  
Sources: State Street Private Equity Index; Cambridge Associates Private Investments Database

Dal 2010 la crescita dei multipli Ev/Ebitda è stato il principale drivers che ha spinto in alto il ritorno sugli investimenti dei fondi di private equity rispetto alla crescita del volume dei ricavi e a quella dei margini sulle vendite( vedi figura 1.29 ).

**Figure 1.29:** Since 2010, multiple expansion has been the main driver of buyout deal returns in the US and Western Europe

Pooled enterprise value for US and Western European buyouts invested 2010–19 (indexed)



Notes: Includes fully realized buyouts with at least \$50 million in invested capital and initial investment made January 1, 2010, to October 30, 2019; analysis based on 429 deals for which operational data is available  
Source: CEPRES Platform

Tuttavia, con i multipli ormai a livelli record ed il deterioramento delle condizioni macroeconomiche generali, il differenziale tra i multipli in entrata ed in uscita degli investimenti è

destinato molto probabilmente a ridursi e questo influirà sulla elaborazione dei “deal model's” dei GPs.

Essi dovranno puntare su nuove vie per creare valore fondate sulla pressione sul taglio dei costi di gestione, sulla conquista di nuove quote di mercato, sulla creazione di economie di scala attraverso M&A, o con l'entrata su nuove linee di prodotto o aree geografiche.

Guardando in prospettiva risulta evidente che i fund managers dovranno affrontare situazioni molto sfidanti: le loro scelte per come operare proficuamente, affrontando da un lato una competizione sugli asset migliori sempre più accentuata e dall'altro un peggioramento delle condizioni macroeconomiche sempre più evidente, risulteranno sempre più difficili.

La risposta più efficace sarà necessariamente quella di diventare più abili nella scelta dei targets, nello sviluppo dei vari settori aziendali e nello sviluppo delle due diligence.

Solo così si potranno individuare nuove vie che permetteranno alle imprese target di creare valore.

Tutti gli attori in campo sono consapevoli che la crisi pandemica lascerà sul campo molte ferite e molte incertezze sul futuro e obbligherà a voltare pagina ed a iniziare ad affrontare un capitolo nuovo e nuove sfide con delle incognite molto grandi che si aprono sugli scenari prospettici mondiali.

In ogni caso appare fuor di dubbio che la forza distintiva dell'industria del PE non sarà compromessa dalla crisi in atto e la sensazione è che la sua comprovata solidità non sarà sostanzialmente intaccata dall'onda d'urto della crisi pandemica.

L'abilità nell'alimentare l'innovazione, sviluppare l'imprenditorialità e la crescita delle idee continueranno ad essere i fattori chiave per continuare a mantenere estremamente dinamico il mercato del private equity.

## ➤ PARAGRAFO 1.2-IL CONFRONTO TRA IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA ED IN EUROPA

Il decennio 2009- 2019 è stato un periodo particolarmente florido per il mercato del private equity in Europa in termini di: crescita di numero di operazioni, creazione di valore e ritorno per gli investitori.

I dati rilevati nel Report di “ Invest Europe” del 2019 indicano valori record sia nel fundraising che negli investimenti di Private Equity, rendendo l' Europa sempre più attrattiva per i maggiori operatori globali.

Il totale del fundraising nel 2019 ha toccato i 109 bilioni di euro con una crescita del 6% rispetto al 2018, il livello più alto dell'ultimo decennio.

Parallelamente le risorse investite sono cresciute del 10% rispetto all'anno precedente raggiungendo 94 billion, il livello più alto mai registrato nella storia del private equity europeo, con una maggiore concentrazione su tre settori principali: ICT (27%), consumer goods and Services (23%) e business products and Services (19%).

Nel segmento delle piccole e medie imprese che rappresentano la spina dorsale dell'economia europea, il private equity ha enfatizzato il focus su questo mercato e nel quinquennio 2015- 2019 circa 22.000 SMEs sono state supportate dal Private Equity e Venture Capital funds, arrivando a costituire circa l' 85% del portafoglio dei fondi di PE.

Identificare ed aiutare a crescere start up rappresenta il principale motore per continuare a creare innovazione in Europa e 15 billion di fundrising attivato nel 2019, con una crescita del 17% sul 2018 rappresentano un dato molto eloquente dell'interesse che gli operatori di PE assegnano a questo mercato.

Gli investimenti nel Venture Capital sono più che raddoppiati nel 2019 con supporti forniti a circa 4700 imprese. Tra i settori innovativi supportati dal VC vanno evidenziati: il biotech, l'healthcare e l'ICT che possono tra l'altro contribuire in modo significativo a combattere la battaglia contro le crisi sanitarie.

Tra gli investitori in private equity i fondi pensioni, le compagnie di assicurazione e le altre più grandi istituzioni finanziarie europee hanno raggiunto il 40% del private equity funding nell'ultimo quinquennio.

Nello stesso periodo i fondi pensione hanno investito 114 bilioni di euro nel private equity – venture capital funds europei e ciò attesta chiaramente il loro sostegno ed il loro contributo convinto di lungo termine al settore. In tale ambito occorre rimarcare che più del 45% dei capitali di private equity nel 2019 proviene da investitori non europei guidati dagli investitori del Nord America (28%).

Per sua stessa natura il private equity ha sempre la capacità di sbloccare il potenziale espresso attraverso un capitale paziente e una proprietà attiva vibrante che si traduce in crescita e posti di lavoro.

Queste qualità se supportate da un'adeguata liquidità e da misure di supporto all'occupazione fornite dai programmi di aiuti di Stato, consentirà al settore del private equity e alle 26.000 imprese da esso sostenute di aiutare concretamente la ripresa economica europea a risollevarsi rapidamente dopo lo shock avverso dovuto alla pandemia.

Ritornando sulle dinamiche evolutive del Private Equity esposte nel report di "Invest Europe" è interessante esaminare quanto accade sui tre versanti chiave: il fundraising, l'investment e il divestment .

Nel 2019 il fundraising in Europa ha totalizzato 109 bilioni di euro, con una crescita del 6% rispetto al 2018. Questo è il livello più alto realizzato nell'ultimo decennio. Hanno raccolto capitale 578 fondi, un numero superiore del 4% rispetto al numero medio dei fondi dei precedenti 5 anni.

I fondi pensione hanno contribuito per il 29% al capitale raccolto, seguiti dai fondi dei fondi ed altri asset manager per il 19% e da i family officers e private individuals per il 13%.

Tra le aree geografiche i maggiori fornitori di capitali provengono dal Nord America 28% seguiti dalla Francia e dal Benelux con il 26%.

i fondi che hanno raggiunto il Final closing nel 2019 hanno raccolto mediamente 92 milioni di euro, il livello più alto mai registrato.

Il venture fundraising ha realizzato 15 billion di euro di raccolta nel 2019 con un incremento del 17% rispetto al 2018.

Le prime tre fonti di raccolta sono state: le agenzie governative (20%), i family Office e private individuals (19%) e il corporate investor (14%).

Per quanto concerne le aree geografiche di provenienza la Francia e Benelux rappresenta il principale fornitore con il 36% seguito dalla Dach con il 18%.

Il buyout fundraising ha raggiunto i 79 billion di euro nel 2019 con un incremento del 15% sul 2018, la quota più consistente è affluita sui "follow on funds" ed il resto sui "first time funds".

I contributi maggiori di capitali sono stati forniti dai fondi pensione (34%) seguiti dai fondi dei fondi e altri asset managers (19%) e le compagnie di assicurazione (12%). I capitali provenienti dai paesi

esterni all'Europa continuano a rappresentare una quota prevalente (55%) seguita da Francia e Benelux (25%).

Il comparto Growth registra una flessione dell'11% anno su anno, con un valore complessivo di 9 billion; anche se il dato del 2019 risulta del 50% superiore alla media dei precedenti 5 anni.

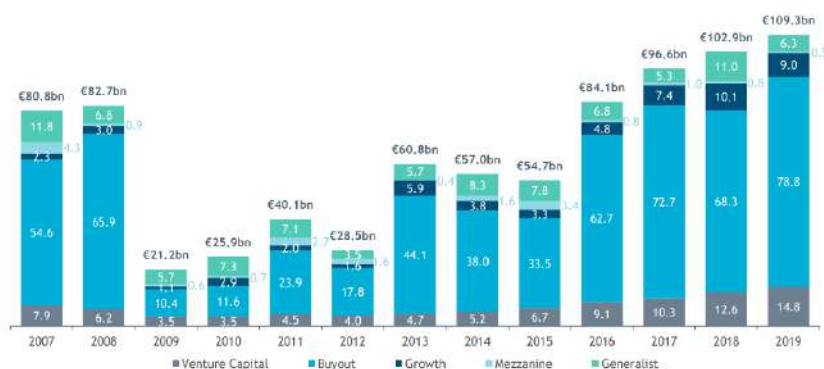
I maggiori fornitori di capitale in questo comparto sono stati i family Office e i private individuals (24%) seguito dai fondi pensione (21%) e dai fondi dei fondi (20%).

Nella figura 2.1 si evidenzia la crescita esponenziale del fundraising che si è registrata in Europa negli ultimi quattro anni. Il valore realizzato nel 2019 è pari a due volte a quello del 2015. Particolarmente rilevante risulta peraltro la performance del buyout. Ciò conferma la tendenza degli investitori a preferire allocazioni di capitale su imprese con un track record già ben consolidato.

Figura 2.1

### Fundraising at a glance

2007-2019 - Europe - Incremental amount raised during the year - € billion

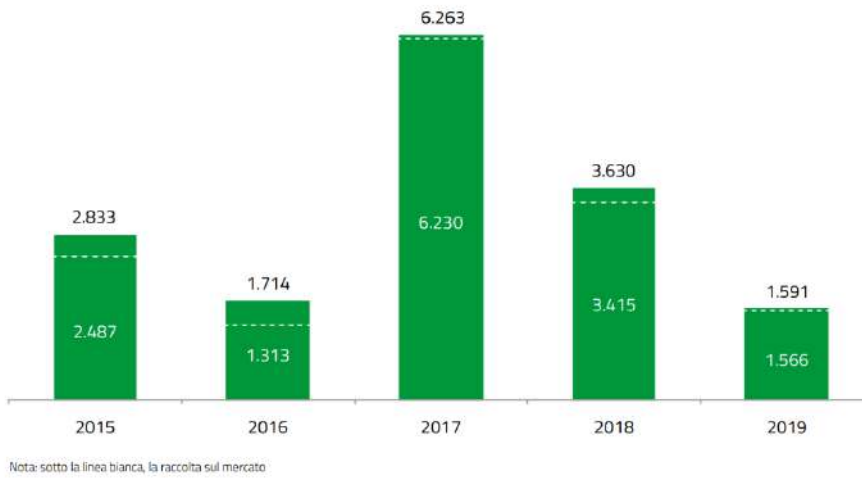


Sources: Invest Europe / EDC. Note: Buyout includes rescue/ turnaround and replacement capital funds.

Osservando la dinamica del fundraising nel nostro paese osserviamo che nel 2019 le risorse complessivamente raccolte dagli operatori domestici sono stati pari a 1.591 milioni di euro, contro i 3630 milioni dell'anno 2018; la contrazione pertanto è stata molto profonda (-56%). Un dato in marcata controtendenza con quello riscontrato a livello europeo. Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta sono stati 22, contro il 34 del 2018. Questi due dati danno la misura della dimensione limitata dell'industria del private equity italiano rispetto a quella europea, non solo in termini di valori assoluti ma anche sotto il profilo tendenziale (vedi figura 2.2).



Figura 2.2



L'analisi della raccolta per tipologia di fonte (vedi figura 2.3 e 2.4) mette in evidenza che il canale principale è rappresentato dai fondi pensione e dalle casse di previdenza (24%) a cui si affianca subito dopo il settore pubblico inclusi i fondi istituzionali con il 22%, mentre il terzo canale è rappresentato dagli investitori individuali e dai family Office con il 21%.

Figura 2.3

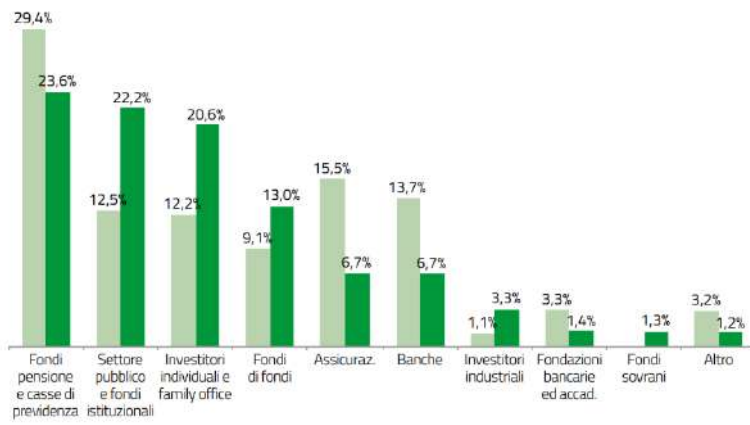
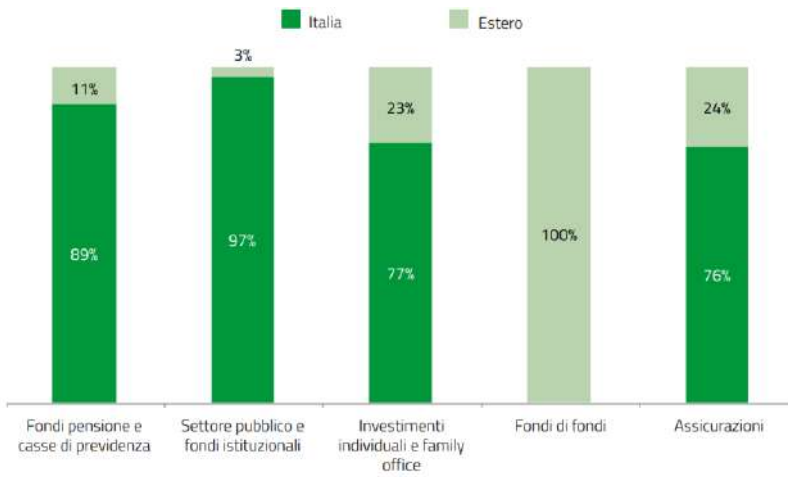
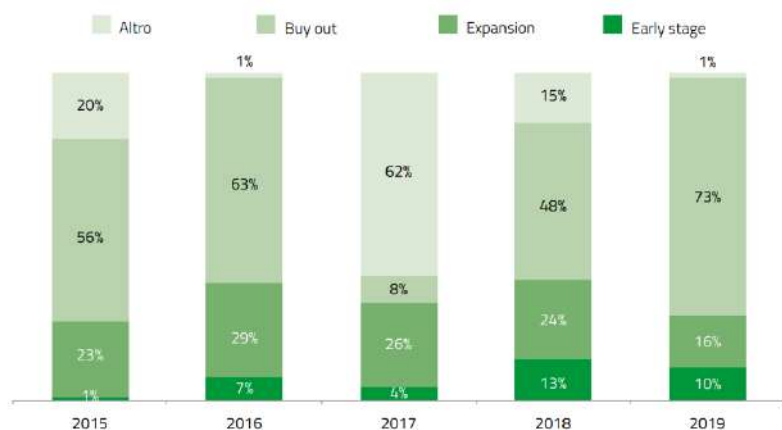


Figura 2.4



Infine sul fronte della distribuzione della raccolta per tipologia di investimento la parte preponderante affluisce sulle operazioni di buyout (73%) a cui segue il comparto expansion (17 %) e l'early stage (10%), (vedi figura 2.5).

Figura 2.5



Da questa analisi si desume chiaramente che il mercato del PE in Italia oltre ad essere ancora ad uno stadio poco avanzato, non mostra segnali concreti di vivacità tali da far ipotizzare un allineamento con l'evoluzione in atto da tempo nei maggiori paesi europei comparabili con il nostro.

- **INVESTIMENTI**

Il capitale totale investito in Europa nel 2019 ha raggiunto i 94 bilioni di euro con un incremento del 10% anno su anno. Si tratta del livello più alto mai registrato nella storia del PE nel continente.

Le imprese che hanno recepito nuovi investimenti sono state 7.902, l'8% superiore alla media dei 5 anni precedenti. L'84% di queste sono SMEs. Il 63% dell'equity investito è affluito in imprese domestiche (presenti nello stesso paese dell'investitore), il 29% ha riguardato transazioni intraeuropei e l'8% imprese non europee.

Gli investimenti si sono concentrati in tre settori principali: ICT (27%) consumer good and services (23%) e business and Services (19%).

Il Venture Capital Investments ha registrato 11 billion di investimenti con una crescita del 19% anno su anno. Il venture capital funds ha supportato il 60% del totale del numero delle imprese finanziate con un leggero incremento rispetto all'anno precedente.

Gli investimenti in startup hanno evidenziato 6 billion di euro con un incremento del 13% rispetto all'anno precedente; hanno pertanto realizzato il 56% del totale degli investimenti del Venture Capital.

I settori più coinvolti sono stati: l'ICT (50%), il biotech & healthcare (24%) e del consumer good & services (8%).

Il buyout ha raggiunto i 65 milioni billion di euro con un incremento dell'8% anno su anno. Il mid-market buyout (15- 150 milioni) ha continuato a ricevere la quota più importante di investimenti (36%) seguito molto da vicino dai mega buyout (> di 300 mln) con il 34%.

I settori maggiormente supportati sono stati: il consumer good & services (25%) il business product & services (24%) e l'ICT (21%). Gli investimenti in Growth si sono attestati su un valore di 16 billion di euro con un incremento anno su anno del 15%.

Il numero delle imprese supportate in questo comparto del PE si sono ridotte del 18% (1857) ma è cresciuto notevolmente il livello degli investimenti per singola impresa.

L'ICT ha ricevuto il supporto più elevato (36%) seguito dal consumer good service (17%) e dal settore finanziario assicurativo (13%).

Nella figura 2.6 è possibile constatare come dopo la crisi del 2008 gli investimenti in PE in Europa hanno ricominciato a crescere in modo esponenziale dal 2014, con un'accelerazione molto marcata verificatasi nel triennio 2017 – 2019.



Figura 2.6

Per contro in Italia nel 2019 sono state effettuate 370 operazioni di investimento distribuite su 272 società per un controvalore complessivo pari a 7223 milioni di euro. Questo dato è sensibilmente inferiore a quello del 2018 in cui il volume complessivo degli investimenti è stato pari a 9.788 milioni di euro. Il decremento è stato quindi consistente (-26%) ed è stato determinato dalla mancanza di grandi deals che invece erano stati portati ad effetto nel 2018. Il numero di operazioni di converso è cresciuto del 3% (vedi figura 2.7).

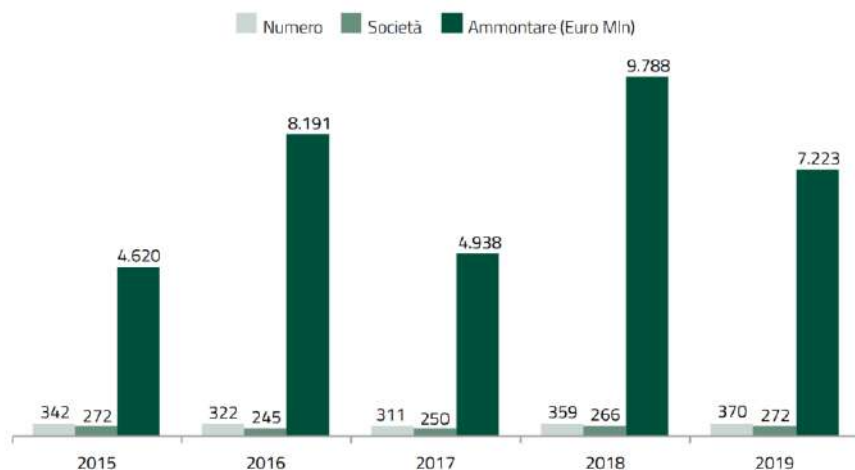


Figura 2.7

Nel 2019 sono state comunque realizzate 10 operazioni nella fascia fra i 150 e 300 milioni di euro (large deal) e due operazioni di ammontare superiore ai 300 milioni di euro (mega deal).

Complessivamente i large e mega deal hanno ricevuto risorse per 3.375 milioni, un valore corrispondente al 47% degli investimenti totali dell'anno. Nel 2018 sono stati pari a 5.925 milioni di euro con due large e 8 mega deal realizzati.

Le operazioni di size inferiore a 150 milioni (small e medium deal) hanno evidenziato un volume di 3848 milioni di euro in linea con il 2018 (3.836 mil. vedi figura 2.8).



Nota: elaborazione basata sulle società oggetto di investimento, facendo riferimento alla somma dell'equity investito da tutti i soggetti coinvolti  
\* Investimenti di importo compreso tra 150 e 300 Euro Mln (large deal) o maggiore di 300 Euro Mln (mega deal)

Figura 2.8

Gli operatori che hanno assorbito il maggior volume di investimenti sono stati quelli internazionali 56% per un valore di 4.041 milioni di euro a fronte di un valore investito di 3182 milioni da parte degli operatori domestici.

Per quanto riguarda la tipologia di operazioni nel 2019 i buyout hanno continuato ad essere il comparto verso il quale si sono concentrate la parte preponderante delle risorse (5.096 milioni di euro) seguito dal segmento espansione con 896 milioni di euro.

In termini di numerosità di operazioni, l'early stage ha continuato a registrare il maggior numero di interventi concessi con 168 investimenti, seguito dal buyout con 123 operazioni, mentre le operazioni di expansion sono state 48.

Tra i vari segmenti si riscontra che l'early stage ha realizzato 270 milioni di euro di operazioni, -17% rispetto al 2018 e l'expansion 896 milioni con un incremento di 80 milioni sul 2018, mentre il turnaround ha continuato ad avere una dimensione marginale con la realizzazione di 7 investimenti, con un ammontare di 96 milioni (123 nel 2018).

Il replacement ha evidenziato il volume più dinamico con investimenti pari a 355 milioni di euro in crescita del 47% rispetto al 2018 (242 milioni di euro).

Nel segmento Buyout, i capitali investiti sono stati 5.096 milioni di euro in leggero calo sul 2018 (5.242 milioni di euro -3%).

Per quanto concerne l'allocazione geografica degli investimenti il 74% delle operazioni si è sviluppato su imprese del nord, seguite dal centro con il 16% e dal sud con il 10%, mentre il 5% è affluito sull'estero. In termini di volume: il 68% degli investimenti ha riguardato il nord, il 14% il centro e l'8% il sud (vedi figure 2.10 e 2.11)

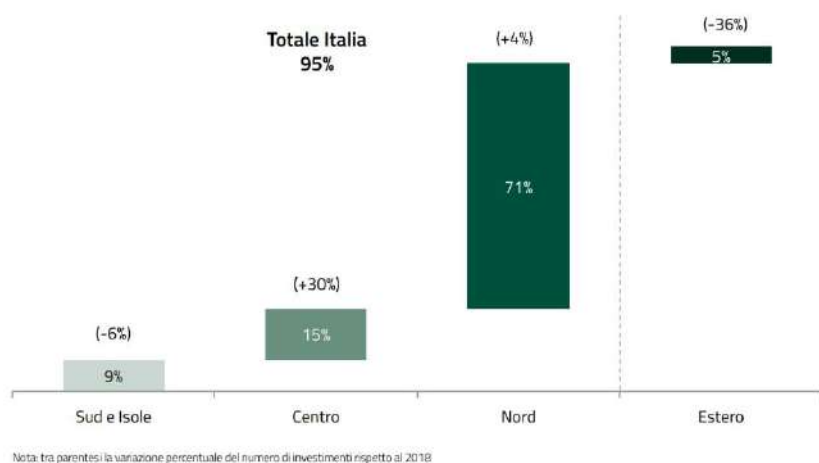


Figura 2.10

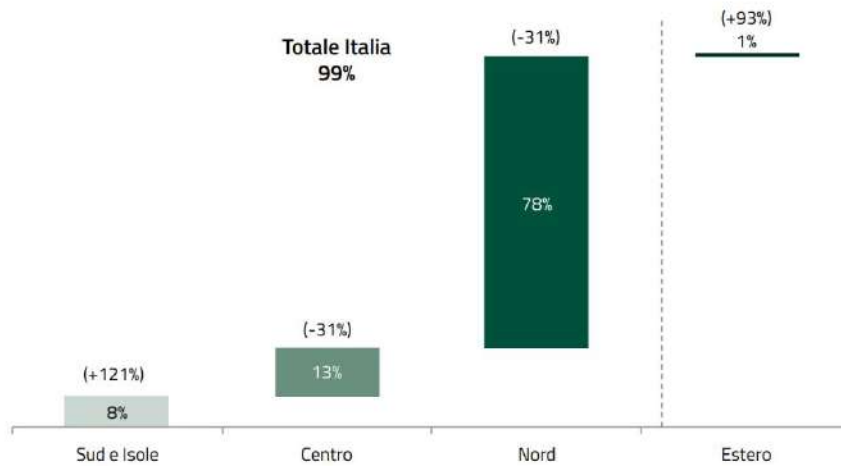


Figura 2.11

È interessante verificare qual è stata nel corso degli anni l'incidenza delle attività di private equity sul GDP europeo (vedi figura 2.12). Dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, seguito al default di Lehmann Brothers e alla crisi dei debiti sovrani del 2011-2012 l'incidenza dell'industria del PE sul GDP ha cominciato a crescere ritmi molto elevati fino ad avvicinarsi al picco raggiunto nel 2007.

L'incidenza del PE sulle economie tuttavia registra un andamento molto differenziato tra i vari paesi europei.

In questo ranking spiccano il Lussemburgo, il Regno Unito, la Francia e la Svezia che mostrano un'incidenza di attività di PE misura molto superiore alla media dei paesi europei (0,54%).

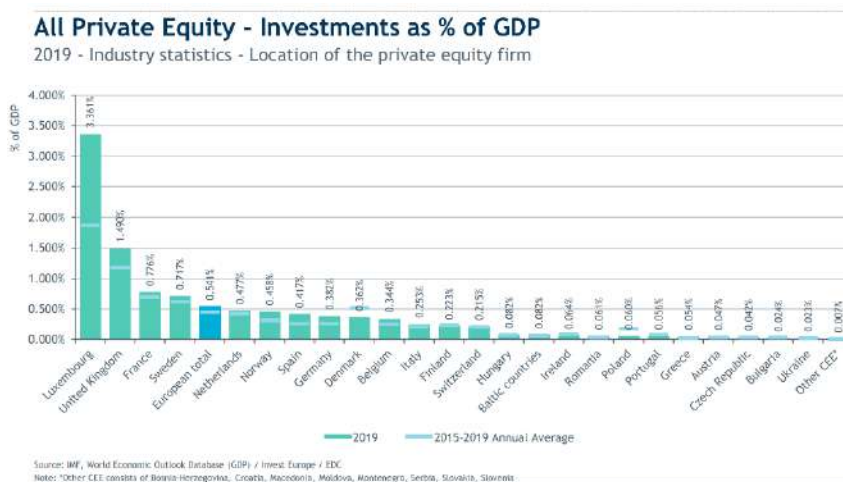


Figura 2.12

L'Italia per contro conferma di essere un paese con un'incidenza del PE sulla propria economia molto inferiore alla media europea e con valori molto distanti da quelli degli altri grandi paesi come la Francia la Germania e il Regno Unito. Questa situazione è ancora più evidente nel VC dove l'Italia occupa una delle ultime posizioni a livello europeo (vedi figura 2.13).

### Venture Capital - Investments as % of GDP

2019 - Industry statistics - Location of the private equity firm

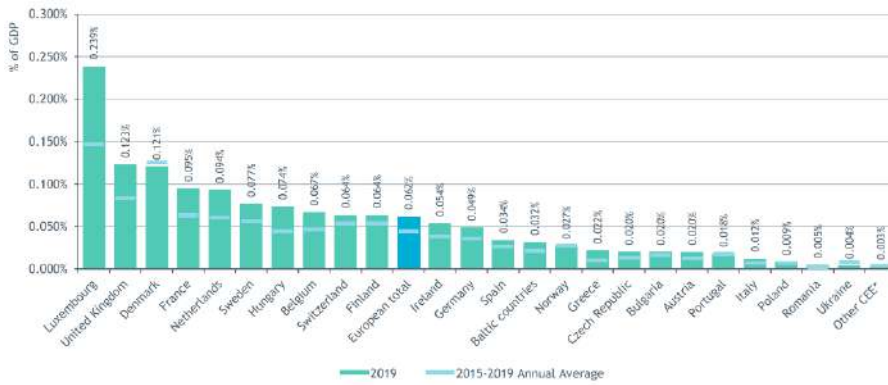
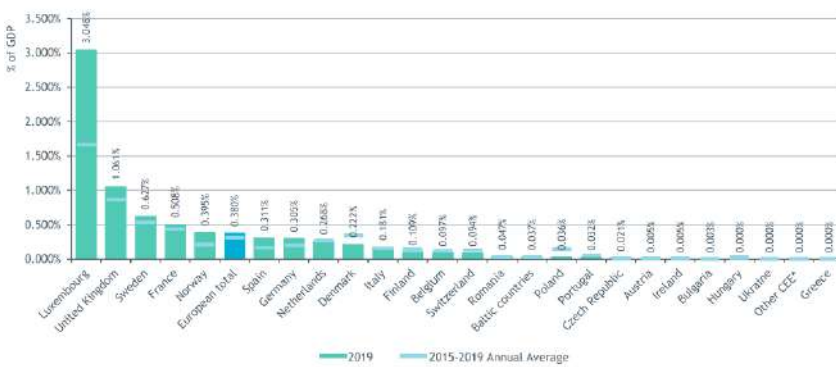


Figura 2.13

Nel buy out per contro L'Italia si posiziona ad un livello più confortante anche se appaiono evidenti i margini di miglioramento che data l' ampiezza della sua economia, il numero delle imprese presenti e la vivacità del sistema imprenditoriale, potrebbe potenzialmente avere (vedi figura 2.14)

### Buyout - Investments as % of GDP

2019 - Industry statistics - Location of the private firm



Source: IMF, World Economic Outlook Database (GDP) / Invest Europe / EDC  
 Note: \*Other CEE consists of Bosnia-Herzegovina, Croatia, Macedonia, Moldova, Montenegro, Serbia, Slovakia, Slovenia

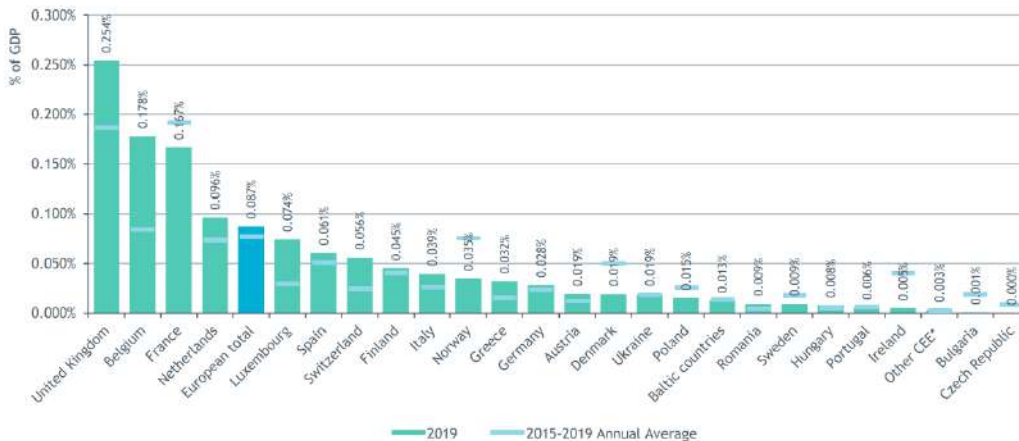
Figura 2.14

Anche nel segmento Growth gli investimenti in percentuale del GDP pongono l'Italia una posizione più apprezzabile (vedi figura 2.15).



## Growth - Investments as % of GDP

2019 - Industry statistics - Location of the private equity firm



Source: IMF, World Economic Outlook Database (GDP) / Invest Europe / EDC  
 Note: \*Other CEE consists of Bosnia-Herzegovina, Croatia, Macedonia, Moldova, Montenegro, Serbia, Slovakia, Slovenia

Figura 2.15

### • I DISINVESTIMENTI

I disinvestimenti in Europa nel 2019 sono stati pari ad euro 31 billion con una flessione del 16% rispetto al 2018. Inoltre, il dato è inferiore a tutti i sei anni precedenti al 2019. Il numero delle imprese interessate da un disinvestimento è stato di 3533, con un decremento dell'11% sul 2018.

La modalità di vendita cui si è fatto maggior ricorso è stata la vendita di un altro fondo di private equity (34%) seguita dal trade sale (29%) e dalla pubblica offerta (11%).

La Francia e il Benelux è stata la principale area per i disinvestimenti (38%), prendendo come riferimento il paese delle imprese presenti nel portafoglio, mentre prendendo come riferimento il paese del fondo di PE, il Regno Unito è stato il principale mercato 35%.

Il periodo medio di durata d'investimento per impresa ceduta è stato prossimo ai sei anni.

I disinvestimenti in venture capital sono per conto cresciuti del 10%, anno su anno, e hanno raggiunto il valore di 3 billion.

In questo comparto sono stati effettuati disinvestimenti su 1.242 imprese, con un decremento del 5% rispetto all'anno precedente.

La principale modalità di uscita dall'investimento è stato il trade sale (34%), seguita dall'offerta pubblica (17%) e dalla vendita ad un altro fondo di PE (16%). Le principali vie di uscita per numero di imprese è avvenuto mediante il ripagamento di azioni privilegiate e prestiti mezzanine (33%), right off (18%) e trade sale (16%). Il 36% delle imprese cedute operava nel settore ICT (36%), seguite da quelle operanti nel biotech& healthchare (18%) e quelle del business product & services (16%).

Il buyout è stato pari al 73% del valore totale disinvestito registrando una riduzione dell' 8% rispetto al 2018 e attestandosi su un valore di 23 billion.

Le imprese di buyout su cui sono stati effettuati disinvestimenti sono state 819 (23% del totale) con un decremento dell'11% rispetto al 2018.

La principale modalità di vendita è stata quella della cessione a un altro fondo (39%), seguita dal trade sale (30%) e dall' offerta pubblica (12%).

la via d'uscita per numero di imprese è stata il trade sale (24%), il pagamento di prestiti mezzanini (23%) e la vendita un altro fondo di private equity (22%).

Il 75% delle imprese cedute operavano in tre settori principali: business product & services, consumer good & services, ed ICT.

I disinvestimenti in Growth hanno registrato un pesante decremento nel 2019. Il volume complessivo è stato infatti pari a 5 billion di euro con una contrazione del 38% rispetto al 2018.

Sono state cedute 1.530 imprese in questo comparto, pari al 43% di tutti i disinvestimenti di private equity dell'anno. Le imprese operanti nel business product & services hanno registrato le exits più consistenti (26%), seguite dal consumer good and service (25%) e dal ICT (18%).

Nella figura 2.16 possiamo vedere qual è stata la dinamica dei disinvestimenti dal 2007 al 2019 in Europa. Dopo un quadriennio 2014 -2017 in cui i disinvestimenti hanno oscillato intorno ad un valore di circa 45 billion con un picco di 47,4 billion nel 2015, nel 2018 sembra iniziata una marcata flessione. Questo fenomeno riflette una maggiore difficoltà a valorizzare e a liquidare gli investimenti effettuati e ciò deriva dal fatto che le strategie per la creazione di valore stanno richiedendo più tempo per essere implementate. Inoltre, sono cresciuti notevolmente i large ed i mega deals che per definizione necessitano di tempi di uscita più lunghi.



Figura 2.16

Su quest'ultimo fenomeno hanno concorso peraltro i prezzi di acquisto, cresciuti nel tempo per effetto dell'elevata competitività, oltre alle turbolenze geopolitiche e ad un'accentuata volatilità dei mercati che nel loro complesso hanno reso più difficile realizzare i capital gain attesi.

Osservando quanto avvenuto sul mercato italiano possiamo rilevare che i disinvestimenti sono stati pari a 2.216 milioni registrando un decremento del 21% rispetto al 2018 (2788 milioni). Il numero delle operazioni è stato di 132, sostanzialmente in linea con il 2018 (135), vedi figura 2.17.

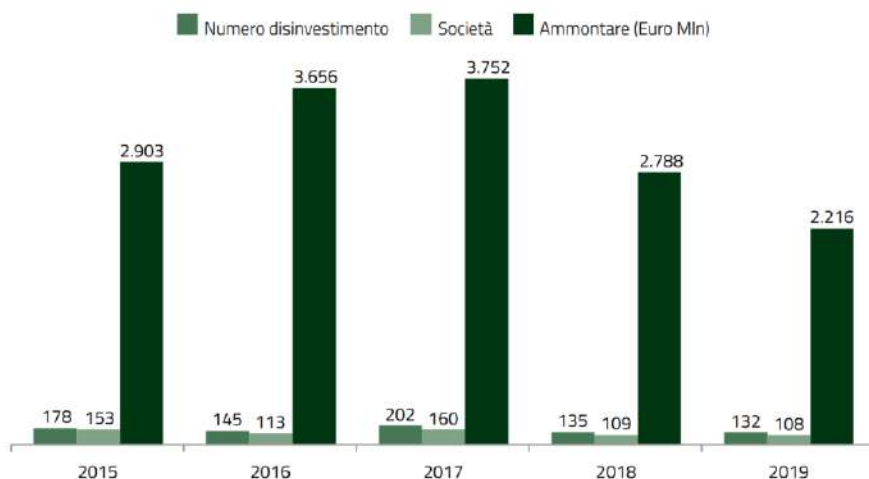


Figura 2.17

Le modalità di cessione in termini di valore ha riguardato per il 41%, pari a 908 milioni di euro la vendita ad altri operatori, seguita dalla vendita ad altri soggetti industriali con il 33% (724 milioni). vedi figura 2.18.

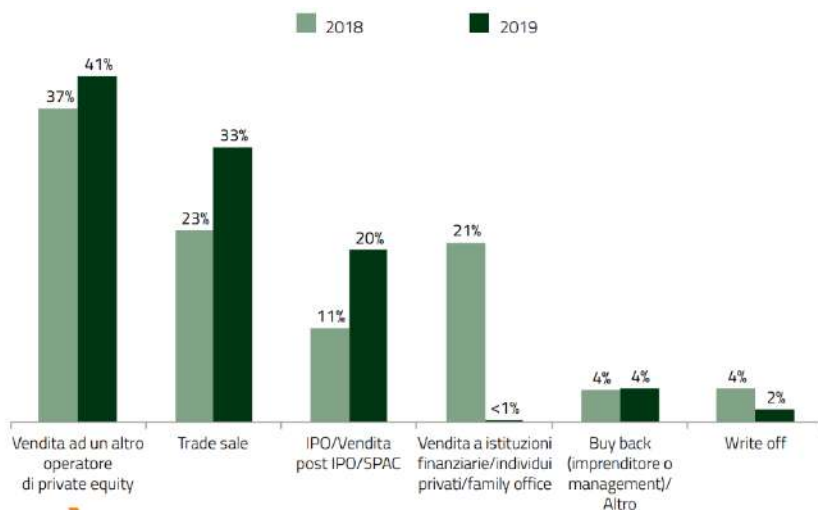


Figura 2.18

Con riferimento alle categorie di investitori gli operatori domestici sono stati più attivi con il 76% del numero delle dismissioni ed il 60% in termini di valore.

Il maggior numero di disinvestimenti ha riguardato il buyout (44%), seguito dall'expansion (9%) e dall' early stage (22%), vedi figura 2.19

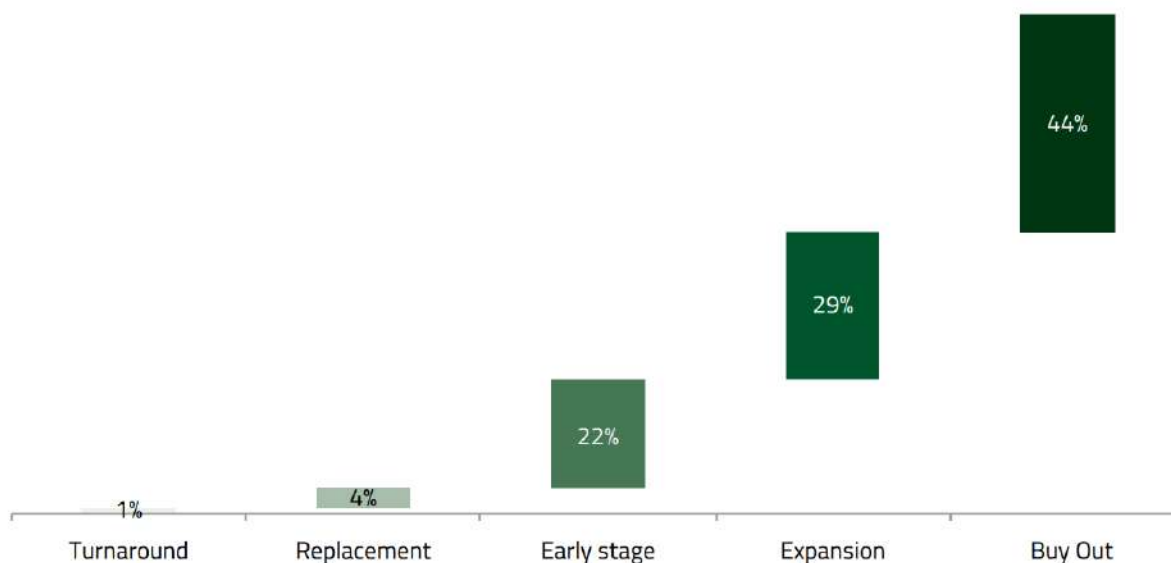


Figura 2.19

#### • CONSIDERAZIONI FINALI

Il principale fattore critico che penalizza fortemente la creazione di basi solide per fertilizzare lo sviluppo del Private Equity nel nostro paese è rappresentato da un ecosistema non evoluto e quindi disincentivante per gli investitori.

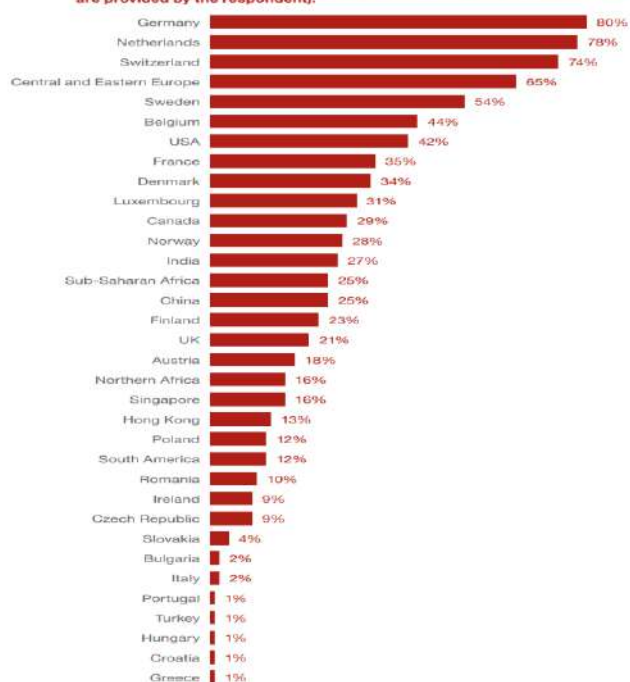
Questa arretratezza è riconducibile a quattro elementi ambientali molto penalizzanti:

- l'eccesso di burocrazia che limita fortemente il potenziale di sviluppo dell'impresa;
- l'incertezza e la complessità dei sistemi regolamentari;
- l'elevata inefficienza della giustizia civile e penale;
- l'avversione culturale di una buona parte del sistema imprenditoriale verso forme di finanziamento innovative.

Risulta pertanto necessaria una presa di consapevolezza da parte dei policymakers che il private equity è uno strumento essenziale per dare impulso la crescita economica di un paese così come dimostrato da vari studi qualificati sull'argomento e dall'attenzione che i maggiori paesi europei e mondiali pongono su questa industria per dare impulso al loro sviluppo imprenditoriale.

Sulla base di una survey condotta da PwC nel 2020 (vedi figura 2.20), il mercato italiano è considerato dagli operatori di PE uno dei meno attraenti a livello globale.

**Fig. 53** In your opinion, which countries or regions will become more attractive for private equity investments over the next five years? (Select all that apply and code CEE as a region, unless individual countries are provided by the respondent).



\* Don't know: 5%

**Figura 2.20**

Alla domanda: “secondo la vostra opinione, quale paese o regione diventerà più attraente per gli investimenti di private equity nei prossimi cinque anni?”, hanno risposto collocando l’Italia al sestultimo posto, con una percentuale di preferenze del 2%, precedendo solo Portogallo, Turchia, Ungheria, Croazia e Grecia.

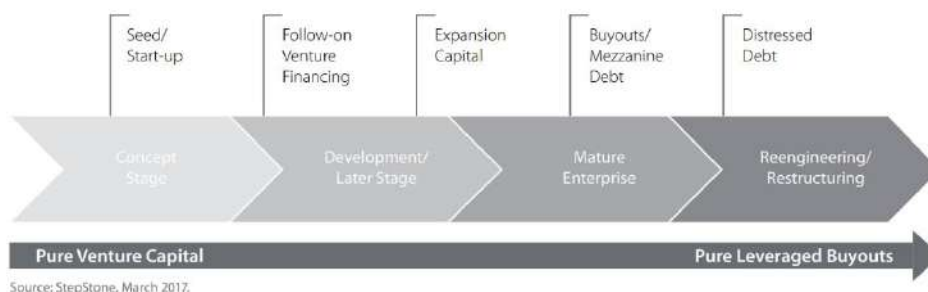
Per tale ragione va messo in campo rapidamente tutto lo sforzo necessario per rimuovere gli ostacoli che impediscono una diffusione ampia e profonda di questa attività partendo dal favorire maggiormente ed incentivare gli investimenti degli investitori istituzionali come i fondi pensione, le compagnie assicurative, le fondazioni bancarie, le istituzioni finanziarie pubbliche ad investire in private equity. Andrebbero favorite peraltro le aggregazioni aziendali con robusti interventi normativi fiscali per abbassare la percezione del rischio da parte degli operatori del settore.

Il sistema delle imprese italiano risulta ancora troppo frammentato e troppo ancorato a strutture di governance parentale per attrarre flussi di capitali in misura uniforme a quello di altri grandi paesi europei.

➤ PARAGRAFO 1.3 - I FATTORI DISTINTIVI NELLA GESTIONE DI UN FONDO DI PRIVATE EQUITY

Un investimento di private equity può intervenire teoricamente in ogni fase del ciclo di vita di una azienda (vedi figura 1).

FIGURE 1 | THE BROAD SPECTRUM OF PRIVATE EQUITY INVESTING



L'industria del PE si è formata nel tempo per affrontare queste varie fasi con tecniche appropriate; sono nate così varie classi di Private Equity.

Oggi sono distinte in quattro classi principali:

- 1) il venture capital;
- 2) il leverage buyout;
- 3) il mezzanine debt;
- 4) il distressed debt.

Il venture capital è un'importante fonte di finanziamento di start up o di quelle società che si trovano in un processo di sviluppo di nuovi prodotti che non riescono facilmente ad accedere a finanziamenti di capitale o di debito nelle forme più classiche.

La controparte più consistente degli investimenti di venture capital è rivolta verso imprese in rapido sviluppo, con una forte concentrazione nelle nuove tecnologie e nel settore della salute.

Le imprese nelle fasi di avvio e di sviluppo presentano un alto profilo di rischio e per tale motivo il loro valore tende ad essere basso rispetto al valore potenziale che in teoria potrebbero esprimere.

L'elevatezza della rischiosità è data principalmente dal fatto che queste imprese non hanno track record, non hanno un management esperto ed i prodotti tendono a generare un volume di ricavi e di profitti contenuti o addirittura inesistenti.

LBO è una tecnica di investimento che coinvolge tipicamente l'acquisizione di un'impresa matura e la stessa denominazione della tecnica implica il ricorso al debito in misura rilevante per acquisire un'impresa mediante finanziamenti bancari o gli high yield bonds.

E' peraltro frequente che queste securities (credit debt, and high yield bonds) risultano avere un rating al di sotto dell'investment grade o sono unrated.

Nel corso degli anni 90 la maggior parte delle LBO transactions richiedevano circa il 25% di equity per finanziare l'acquisto delle imprese target.

Per contro nel mercato attuale sono richieste quote di equity molto più consistenti, nella misura di circa il 40- 45%. Tale situazione è riconducibile essenzialmente a due fattori: ad assunzioni più conservative dei rischi da parte degli operatori del mercato del debt; e ad una maggiore disponibilità di capitali presente nel mercato dell'equity.

Il mezzanine debt è un finanziamento che si colloca a metà tra un debito senior ed un equity.

Si tratta di uno strumento di finanziamento che risulta utile per finanziare un buyout quando le fonti di finanziamento a più basso costo come gli high yield debt non sono disponibili.

Gli investitori di finanziamenti mezzanine normalmente assumono più rischio rispetto ai detentori del debito senior ma sono compensati con rendimenti più elevati ed in alcuni casi prevedono gli "equity kickers" che in pratica sono forme di remunerazione che consentono ai finanziatori di partecipare di alla creazione di valore sul capitale della impresa finanziata.

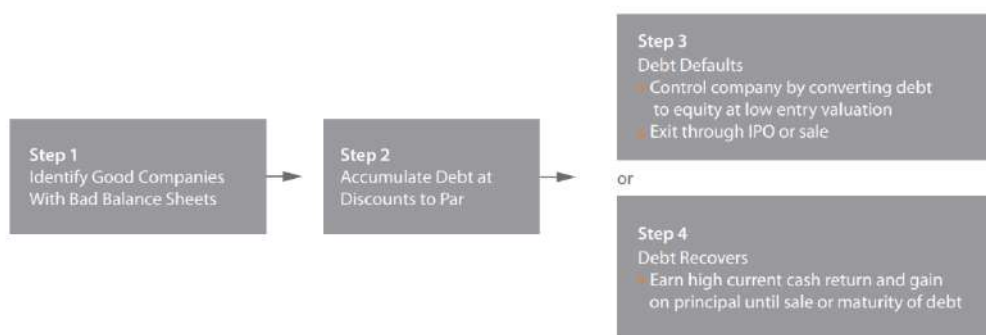
Nel mezzanine una porzione degli interessi è corrisposta nella forma di "cash coupon" da riscuotere nella fase di scadenza del finanziamento. Tale meccanismo consente di lasciare nell'impresa il cash flow necessario al suo sviluppo.

Il mezzanine- debt pertanto comporta un significativo accrescimento del rischio rispetto ad una classica operazione di finanziamento bancario, essendo notoriamente subordinato nel rimborso rispetto ad altre categorie di finanziamento come il senior-debt; ha inoltre una durata normalmente più corta di altre categorie di debito e covenants molto più limitati.

Il distress debt private equity è rivolto all'acquisto di corporate bonds e debiti di imprese che sono in situazioni di difficoltà finanziarie o default.

Nella (figure 5) è rappresentato come un investitore potenziale può trarre profitto da un investimento in distressed debt.

FIGURE 5 | HOW INVESTORS HAVE THE POTENTIAL TO PROFIT FROM DISTRESSED DEBT INVESTING



Source: StepStone analysis.

Questa tecnica di investimento è altamente ciclica in quanto è strettamente collegata correlata alle fasi successive alla debolezza, più o meno accentuata, del quadro macroeconomico che fisiologicamente genera casi di stress finanziario in molte imprese.

Ovviamente questo tipo di operazioni sono caratterizzate da un'elevata rischiosità dovuta alla forte incertezza che naturalmente è associata ad una impresa che si trova in situazione di grave difficoltà o di default.

Inoltre, i processi di gestione di una società in default sono estremamente complessi e time - intensive perché richiedono impegni legali rilevanti e valutazioni molto accurate sulle modalità di recupero della vitalità aziendale.

La complessità della gestione delle varie tecniche di PE risulta pertanto agevolmente intuibile e percepibile.

Il punto di domanda consequenziale che ne deriva è: perché esiste un mercato molto ampio e un interesse in continua crescita in questa industria?

Il motivo fondamentale è legato al fatto che questa tipologia di investimento può portare a ritorni su investimenti, molto più consistenti rispetto a quelli che possono offrire i mercati pubblici dell'equity e quelli del debito privato.

L'investimento in private equity ha certamente delle correlazioni significative con i mercati pubblici dell'equity poiché le operazioni di disinvestimento sono intimamente legate ai loro andamenti.

Tuttavia, gli investimenti in private equity forniscono una esposizione ad asset classes diversi dai tradizionali investimenti in titoli azionari e bond, molto più coerenti con gli investitori che ricercano opportunità d'investimento potenzialmente più remunerative.

Ed è di fatto un mercato riservato ad investitori professionali ed istituzionali con elevate potenzialità di investimento in termini di volumi e che sono quindi in grado di supportare agevolmente i fabbisogni di risorse in tutti gli ambiti imprenditoriali.

Il tema cruciale nell'analisi su questa industria è quello di identificare i fattori chiave di successo che caratterizzano la gestione di un fondo di PE.

Nell'industria del private equity è opinione generalizzata che il principale fattore di successo è rappresentato dalla capacità di selezionare i manager di elevata capacità e valore.

I top talent sono quindi il capitale più importante nella gestione di un fondo di private equity.

Sottoperformare nella gestione di un investimento può costare molto per gli investitori e come logica conseguenza per le prospettive del fondo.

Pertanto, assicurare che i teams messi in campo sono costituiti da risorse ai più elevati standard di mercato è una necessità imprescindibile.

Il team deve pertanto essere composto da professionisti con un'elevata base culturale, qualità analitiche di eccellenza, solida capacità di valutazione del business, qualificate esperienze in aziende industriali e finanziarie di elevato standing.



Nel private equity è notorio che c'è poco spazio per gli errori; i fondi investono risorse di altri soggetti molto esigenti e che spesso non concedono seconde chances per altre possibilità di performance.

Il team di un fondo di equity è così strutturato (Diagramma 1).

Diagram 1: Private Equity: Typical Investment Team Structures



I fondi di private equity hanno pertanto soprattutto bisogno di dealmakers dotati di un'ottima combinazione tra due caratteristiche fondamentali:

- 1) una capacità di negoziatore aggressiva ed autorevole;
- 2) una expertise di finanza sofisticata associata ad uno spiccato intuito commerciale.

Tutte le imprese di private equity cercano di massimizzare il valore dei loro investimenti ma ci sono diversi modelli per realizzare questi obiettivi e questi modelli dipendono strettamente dalle capacità dei dealmakers di impostarli correttamente fin dall' origine.

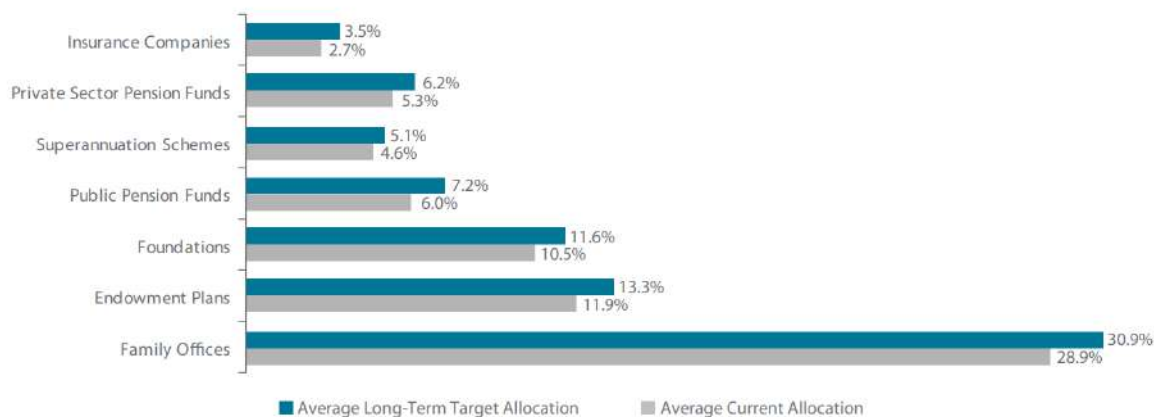
Un altro importantissimo fattore di successo è la diversificazione che si realizza creando un portafoglio di investimenti in grado di distribuire il rischio tra parametri multipli al fine di rendere più attendibile e più credibile il ritorno atteso sugli investimenti. Sotto questo profilo è molto importante ottenere una diversificazione del vintage degli investimenti. Ciò dipende dalla natura di lungo termine degli investimenti di private equity e dagli impegni assunti in ogni anno di vita del fondo che sono influenzati dalle prevalenti condizioni economiche di capital market di quel momento.

Di conseguenza, essendo molto arduo prevedere cosa accadrà sui mercati nei 5- 7 anni successivi è buona regola non concentrare l'esecuzione degli investimenti e la costruzione di un portafoglio di asset in un arco di tempo breve ma distribuirli gradualmente su un arco temporale sufficientemente ampio.

Un altro fattore di successo non trascurabile rappresentato è dalla "size of the market" degli investitori ed in generale dall' ecosistema in cui l'impresa target opera.

Oggi nei mercati più evoluti come quello degli Stati Uniti gli investitori professionali ed istituzionali investono in private equity una quota di portafoglio compresa tra il 3 ed il 30% (vedi figura 11). Questo dato spiega il successo storico e sempre più consistente del private equity negli USA.

**FIGURE 11** | AVERAGE PRIVATE EQUITY ALLOCATIONS BY INVESTOR TYPE AS A PERCENTAGE OF AUM



Source: 2017 Preqin Global Private Equity Report.

In Italia per contro la situazione è molto diversa i fondi istituzionali destinano al private equity una quota del portafoglio estremamente limitata, contribuendo così in modo determinante a frenare la capacità di crescita del mercato specifico.

Gli altri drivers che contraddistinguono un fondo di private equity dagli altri investitori e che consentono loro di ottenere ritorni più interessanti sono dati da:

- a) l'accesso a tutte le informazioni necessarie a valutare l'impresa target;
- b) la possibilità di modificare e di ottimizzare la struttura del capitale dell'impresa;
- c) la possibilità di apportare competenze gestionali più qualificate nella capacità di creare valore;
- d) le exit strategies per massimizzare il return on equity.

E' un dato noto che gli Investitori in private equity possono beneficiare su alcuni elementi non disponibili per gli investitori nei mercati pubblici che eliminano le asimmetrie informative presenti nelle altre tipologie d'investimento corporate.

Innanzitutto, essi possono svolgere un'accurata e dettagliata due diligence aziendale, entrando in profondità nelle valutazioni più interessanti delle imprese target, ottenere una gestione attiva dell'impresa ed uno stringente controlli sugli investimenti effettuati, prendere una visione di lungo termine degli investimenti realizzati ed usare la leva finanziaria nel modo più efficiente e possibile (figura 13).

**FIGURE 13 | STRUCTURAL ADVANTAGES OF PRIVATE EQUITY VERSUS PUBLIC EQUITY**

Consideration	Private Equity	Public Equity
Due diligence	» Access to proprietary information	» Access to public filings
Portfolio company capital structure	» Optimized for particular company and situation	» Subject to public market norms, which can change based on prevailing sentiment
Control of investment	» Typically full control or significant influence; hands-on, activist investing, heavy board involvement	» Proxy voting
Investor value-added capabilities	» Access to resources such as capital markets expertise, industry contacts, senior management recruiting and growth capital	» Typically passive investing, although larger institutional shareholders can exert influence
Time horizon	» Commitment to long-term value creation, no public market pressure	» Short-term pressure to meet quarterly earnings can compromise long-term goals
Exit options	» IPO, M&A, dividend recapitalization, secondary (fund-to-fund) transactions	» Sell at market

Source: StepStone analysis.

I piani di incentivazione per allineare gli investimenti dei manager dell'impresa target con quelle dei manager di private equity sono un altro driver importante usato nella gestione di un investimento di PE. Spesso lo strumento più usato a tale scopo è l'assegnazione di un congruo numero di stock options. In questo modo si crea una sostanziale convergenza di opportunità per tutto il management, vecchio e nuovo, nel perseguire la creazione di valore.

L'ottimizzazione della struttura del capitale è un'altra distintiva opportunità riservata agli operatori del PE che spesso la esercitano con approcci flessibili e funzionali a ricercare il mix più idoneo, tra leverage ed equity, a massimizzare i ritorni, abbassando da un lato il costo del capitale e dall'altro immettendo risorse liquide in quantità sufficiente ad estrarre tutto il potenziale di crescita aziendale.

Infine, un altro driver importante per massimizzare il ritorno è rappresentato dalle molteplici opzioni di uscita dell'investimento di cui dispone l'investitore di private equity.

Queste possono essere rappresentate da:

- IPO;
- strategic sale;
- sales ad altri sponsor finanziari;
- dividend recapitalization.

Queste molteplici vie d'uscita diventano importanti quando alcuni settori del capital market hanno difficili possibilità di accesso.

Per esempio, gli investitori di PE possono cercare liquidità attraverso la capitalizzazione dei dividendi quando il mercato dell'IPO è debole.

Per contro l'investitore in titoli pubblici hanno tipicamente un solo modo per monetizzare i propri investimenti: vendere al miglior prezzo di mercato.

Nella gestione di un fondo di PE non possono comunque essere trascurate le “ Risk Considerations”.

Un investimento in private equity può comportare per sua natura un elevato grado di rischio.

Gli Investitori pertanto devono conoscere attraverso il “Private Placement Memorandum” i rischi che con l’investimento vanno ad assumere.

Questi rischi possono essere così classificati:

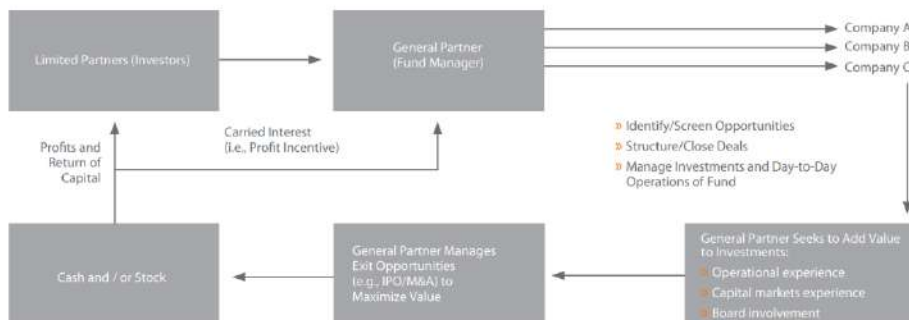
- duration lunga e liquidità dell’asset class;
- la valutazione;
- Il grado speculativo dell’investimento;
- Il commitment dei managers sul lungo termine;
- la possibilità di default;
- Il “blind pool investment”;
- L’accesso tempestivo alle informazioni;
- lo Schedule K-1 statements – (utile per le dichiarazioni fiscali)..

Tutti questi aspetti vengono esplicitati in modo analitico agli investitori e connotano le operazioni d’investimento in modo adeguato sotto ogni profilo di rischio.

Un altro elemento chiave per comprendere l’operatività dei fondi di PE è il “meccanismo dell’investimento”.

Il meccanismo con cui avviene un investimento è sinteticamente illustrato nella (figura 16).

FIGURE 16 | HOW A PRIVATE EQUITY PARTNERSHIP WORKS



<sup>1</sup> To invest in private equity, a US citizen generally must be a Qualified and Accredited Investor. Qualified Purchasers include individuals and family entities with minimum net investment assets of \$5 million or other entities with minimum net investment assets of \$25 million (e.g., corporations, public foundations and endowments). An individual Accredited Investor must have a minimum net worth of \$1 million or a gross income in excess of \$200,000 (or joint income with the investor's spouse in excess of \$300,000) in each of the two previous years and must reasonably expect to maintain that level of income for the current year. An entity Accredited Investor generally must have total assets of \$5 million or more.

I managers di un fondo sono chiamati General Partners mentre gli investitori - individuali e istituzionali- sono chiamati Limited Partners.

Tipicamente i General Partners contribuiscono con almeno l'1% del totale degli impegni raccolti alla partnership e i proprietari delle imprese target possono investire nuovo capitale aggiuntivo nella loro impresa. I GPs sono responsabili per revisionare le opportunità di investimento e sono autorizzati a prendere decisioni di investimento.

I LPs sono investitori che apportano il capitale necessario per portare ad effetto gli investimenti ma non hanno alcun potere nella gestione dell'investimento e non prendono pertanto parte alla gestione corrente delle imprese acquisite.

I "capital calls" sono dei tiraggi di capitale chiesti dai GPs ai LPs per essere impiegati nello sviluppo dei piani di sviluppo delle imprese.

Un call capital avviene di solito solo quando i LPs sono pronti ad effettuare l'investimento altrimenti agirebbero con un cash drag (un freno) sulle performance del deal.

Dato che i fund manager ricevono i loro compensi sulla base delle performance realizzate, essi sono motivati ad effettuare i capital calls solo in corrispondenza con l'esigenza di effettuare materialmente gli investimenti.

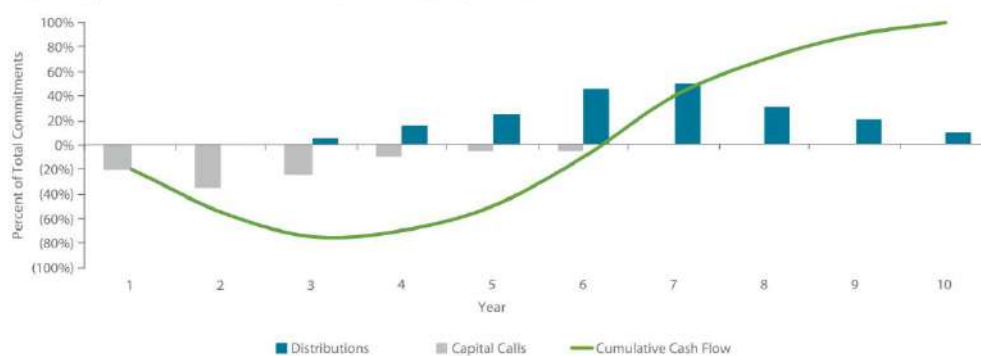
L'arco temporale in cui la partnership è abilitata ad effettuare nuovi investimenti è chiamato "investment period".

La maggior parte dei fondi hanno un "investment period" di 5/6 anni per completare un investimento.

I LPs sono contrattualmente obbligati ad onorare i capital calls nei termini previsti dal "partnership agreement". E gli investitori che non onorano gli impegni possono perdere l'intero capitale investito nel deal e sono esposti alle azioni legali di risarcimento danni da parte dei GPs.

Nel ciclo di vita di un investimento di private equity acquistano una significativa importanza i cash flow generati nel corso dell'investment period. Nella prima fase dell'investimento i flussi sono prevalentemente negativi ed essi sono coperti dai capital calls effettuati dai GPs (vedi figura 18).

FIGURE 18 | HYPOTHETICAL CASH FLOWS OF A PRIVATE EQUITY PARTNERSHIP



Source: StepStone Analysis.

Note: This chart is provided for illustrative purposes only and is not reflective of any actual fund or investment. The chart assumes a 1.9x return multiple over ten years, which represents an IRR of 15.2%.

Nelle fasi successive i flussi di cassa cominciano a diventare positivi e gli investitori cominciano a rientrare dei loro investimenti attraverso i profitti realizzati e dalle vendite delle partecipazioni nelle imprese precedentemente acquisite.

Il periodo tipico di un investimento in società da parte di un fondo di private equity è chiamato "holding period" ed è compreso generalmente tra i 3 ed i 5 anni.

L' holding period è comunque spesso influenzato dalle condizioni dei mercati finanziari e dalle condizioni macroeconomiche in generale.

# Capitolo II

## LE FASI D'INVESTIMENTO

### ➤ PARAGRAFO 2.1- LE STRATEGIE

Gli operatori di private equity investono i loro capitali forniti da terzi investitori in partecipazioni di imprese detenute da privati, in divisioni e società sussidiarie di grandi gruppi conglomerati, ed in azioni di imprese quotate con l'intenzione di trasformarle in imprese private non quotate.

Gli operatori di private equity ed i loro fondi assumono rischi elevati a fronte di potenzialità di ritorno sugli investimenti altrettanto elevati.

Tutti sono consapevoli che l'obiettivo del Private Equities business è universale in tutte le tipologie di operatori: generare ritorni sugli investimenti coerenti con le aspettative di chi possiede un'alta propensione ad investire in elevati profili di rischio.

Fatta questa premessa e altrettanto evidente che per realizzare questo obiettivo sussistono un range di strategie piuttosto ampio che a loro volta implicano per ognuna di esse una diversa struttura, organizzazione, cultura e team managers.

Di conseguenza quanto più chiaro e l'allineamento tra strategia, organizzazione, cultura e team, tanto più elevate sono le potenzialità che avrà il fondo di raggiungere gli obiettivi e di sovraperformare.

Sussistono quindi differenti modelli o percorsi per realizzare gli scopi.

Ciò che rileva a tal fine è l'approccio industriale distintivo che si traduce in un modello di valorizzazione dell'investimento basato sull'acquisto di un'impresa che sottoperforma rispetto al suo potenziale, lavorando a stretto contatto e in piena sintonia con il management al fine di migliorare sensibilmente la profittabilità di lungo termine.

Gli operatori di private equity che comprano imprese per renderle più forti, più competitive e più profittevoli devono essenzialmente avere una strategia ben definita per creare le migliori opzioni di disinvestimento rispetto alle condizioni offerte dal mercato dei capitali.

Date le premesse precedenti ne deriva che considerata l'estrema complessità ed articolazione dei vari settori industriali e dei loro mercati di riferimento si sono sviluppate una vasta gamma di fondi di private equity con specifiche specializzazioni e strategie classificabili in funzione di quattro elementi:

- ciclo di vita dell'impresa;

- focalizzazione geografica;
- settore industriale;
- approccio strategico.

Volendosi soffermare ad analizzare le strategie sulla base del ciclo di sviluppo di un'impresa (vedi figura 1 e 2) possiamo classificare le strategie in questo ambito secondo lo schema seguente (figura 3).

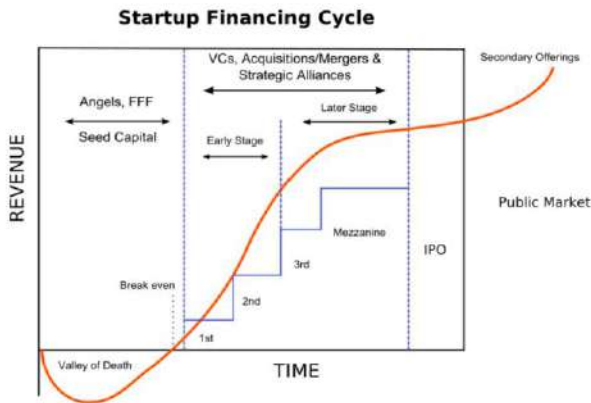


Figura 1

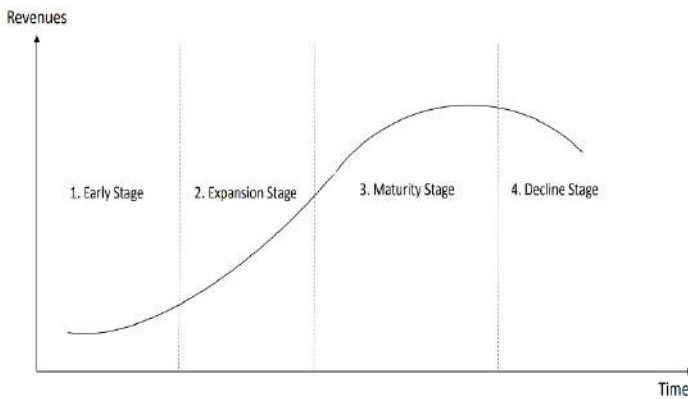


Figura 2

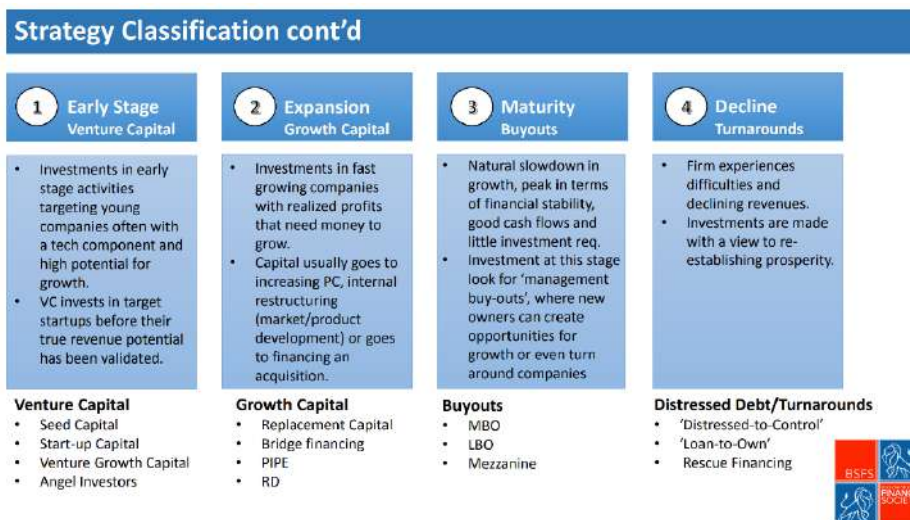


Figura 3



Come per ogni tipologia di business per trasformare una strategia in una performance di successo concreta è necessario avere in primo luogo un'organizzazione che abilita il team con le skills richieste ad applicare le strategie in modo efficace e a consegnare di conseguenza il risultato.

Gli stessi investitori in PE fondano le proprie decisioni di investimento sulla base dell'affidabilità dei fondi di PE di proporre strategie d'investimento convincenti e potenzialmente in grado di produrre elevati ritorni sui capitali impiegati. L'essenza di una strategia di PE è quella di utilizzare una serie di leve finanziarie, operative, manageriali, organizzative, di governance e di profonda expertise nella gestione del day by day aziendale, per portare l'investimento nel corso del ciclo di vita ad una accelerazione dello sviluppo al fine di massimizzare la creazione di valore.

Nell'early stage la strategia di intervento si applica mediante operazioni di Venture Capital.

Esse comprendono interventi di:

1. seed capital funds;
2. startup funds;
3. VG capital funds;
4. IPO.

seguendo queste strategie vengono acquistate partecipazioni di minoranza in imprese piccole e molto giovani.

L'alto rischio e l'elevato ritorno che possono presentare è dato dal potenziale del tutto inespresso al momento dell'investimento.

Generalmente questi investimenti sono concentrati nei settori delle nuove tecnologie ad alto tasso di crescita di valore economico, di posti di lavoro e con ampie possibilità di intervenire sul management e sulle attività di business attivate fino a quel momento. Usualmente il capitale iniziale investito in questo target è di piccola entità ma vengono sottoscritti degli "stage financing" per erogare finanziamenti gradualmente man mano che vengono conseguiti determinati obiettivi.

Sono investimenti caratterizzati:

- da elevata incertezza sul piano dello sviluppo commerciale del prodotto;
- da una sostanziale inaffidabilità dei cash flow;
- e non di rado da una totale assenza totale di profittabilità.

Per tali ragioni gli investimenti iniziali di PE tendono ad avere un dimensione limitata per porzioni altrettanto limitate del capitale delle società (10-20 30%).

La strategia dei Growth Capital o Growth financing è quella di investire in imprese in rapida crescita e già ben strutturate per aiutarle a crescere più velocemente.

Si tratta in genere di imprese che generano ricavi e profitti operativi significativi ma che non hanno sufficienti capitali per perseguire programmi di trasformazione imprese più grandi e più evolute.

I capitali sono destinati all' espansione dell'attività aziendale, alla ristrutturazione dei settori operativi, all' ingresso in nuovi mercati o per finanziare acquisizioni di aziende concorrenti.

Sono quindi investimenti relativamente più sicuri, considerato che le imprese hanno già dimostrato la loro capacità di stare con successo sul mercato.

Queste operazioni tendono a richiedere minori quantità di capitale rispetto alle operazioni di buyout.

Sono molto usate nei mercati emergenti dove le imprese non hanno facile accesso ai capitali provenienti dalle banche o dai mercati azionari ed obbligazionari.

Normalmente richiedono un lavoro esteso su sistemi di sviluppo, pesanti attività di recruitment di management teams, investimenti in produzione e organizzazione di campagne pubblicitarie.

Nella fase della maturità dell'impresa, la strategia da seguire è quella del Buyout che si distingue in:

- Leverage Buyout LBOS;
- Management Buyout MBOS;
- Management Buyin MBIS.

Con questa strategia si fornisce capitale ad imprese mature, con volumi di ricavi stabili ed un buon potenziale di sviluppo e di recupero di efficienza.

Il Buyout implica l'acquisizione del controllo della società.

Nella maggioranza dei casi l'acquisto dell'impresa viene ricorrendo alle leverage con quote di debito comprese tra il 60 ed il 90% del capitale acquisito.

Il debito è normalmente contratto senza garanzie collaterali rilasciate dagli sponsor.

Gli investitori forniscono direttamente solo una frazione del capitale necessario per l'acquisizione.

Il ritorno sul capitale investito è strettamente dipendente dalla capacità del RoA (return on asset) di essere superiore al costo del capitale del debito assunto dall'impresa.

In queste operazioni, i finanziatori tendono a mitigare i loro rischi attraverso la sindacazione dei prestiti concessi, oppure mediante l'acquisizione di CDS (credit default swap) o CDO (collateralized debt obligation).

Il leverage in queste operazioni costituisce un fattore positivo per gli investitori perché limita gli apporti di equity, ma se l'operazione di exit non ha successo le perdite per la società acquisita possono essere amplificate dagli alti livelli di indebitamento.

Si tratta normalmente di operazioni di grandezza elevata e che coinvolgono imprese sufficientemente grandi che sulla base delle analisi finanziarie di partenza risultano in grado di assumere nuovo debito a condizioni sostenibili.

Nella fase di declino di una impresa la strategia di investimento è quella del Distressed -Debt e Turnaround.

In questa strategia sono previste due diversi approcci:

- Il Control Oriented Approach;
- ed il Turnaround Approach.

Si tratta di un tipo di financing ad imprese che si trovano: in uno stato di stress finanziario dovuto all' eccessivo indebitamento assunto; che possono trovarsi in una fase di declino dei ricavi; che hanno una struttura di capitale disequilibrata; o che operano in un settore industriale in cui si palesano forti minacce.

Nel Control Oriented Approach, il fondo di PE acquista il debito dell'impresa per avere il controllo della strutturazione del debito o della procedura di concordato.

Nel Turnaround Approach, il fondo di PE negozia direttamente la ristrutturazione la ristrutturazione del debito al fine di investire nuovi capitali nell'impresa ed assumere il controllo.

La situazione finanziaria di stress delle imprese può consentire agli operatori equity di acquisire le imprese a valori molto contenuti creando le basi per un rilancio consistente dell'attività d'impresa ed una sua valorizzazione nel tempo molto significativa.

Il rischio insito in queste operazioni è notoriamente quello di non essere in grado di rimuovere le situazioni che hanno originato lo stress finanziario.

➤ PARAGRAFO 2.2- LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE TARGET

La valutazione di una impresa consiste in un processo mirato a determinare il suo valore attraverso l'applicazione di uno o più metodi specifici.

I metodi utilizzabili per le valutazioni delle imprese sono molteplici e possono essere classificati in quattro macrocategorie:

- metodi basati sui flussi reddituali e finanziari;
- metodi patrimoniali;
- metodi misti;
- metodi dei multipli o dei moltiplicatori dei mercati.

A riguardo occorre comunque fare una precisazione. Il valore intrinseco di un'impresa derivante dall'applicazione di uno dei metodi di valutazione non coincide con il prezzo a cui avvengono le compravendite delle partecipazioni societarie.

Più precisamente, questa coincidenza rappresenta un'eccezione.

La determinazione del valore mediante l'applicazione di tecniche specialistiche di valutazione rappresenta una base su cui poi si sviluppano le negoziazioni tra compratori e venditori di partecipazioni societarie o asset aziendali.

I metodi patrimoniali valorizzano l'azienda sulla base della valutazione delle singole voci dell'attivo e del passivo patrimoniale, tangibili ed intangibili, giungendo quindi a rettificare opportunamente il valore del patrimonio netto.

Le componenti attive destinate alla commercializzazione vengono valutate al valore di presumibile realizzo.

Le immobilizzazioni strumentali vengono valutate con il criterio del valore di sostituzione.

Le componenti del passivo patrimoniale vengono valutate al valore presunto di estinzione.

Nei metodi basati sui flussi dei redditi o di cassa attesi, i fattori che giocano un ruolo chiave per determinare la valutazione sono:

- Il volume, ovvero la quantità dei flussi attesi;
- La velocità di crescita;
- Il grado di rischio.

Risulta di conseguenza intuitivo che il valore dell'impresa cresce correlativamente ad un maggior volume di flussi attesi, alla maggiore velocità di crescita degli stessi e diminuisce in relazione alla crescita dei fattori di rischio.

Con i metodi misti si cerca di giungere ad un valore medio tra il metodo patrimoniale e quello dei flussi, cercando in questo modo di mitigare i limiti che i due metodi possono avere in relazione a tipologie di impresa da valutare e al suo settore di appartenenza.

Il metodo patrimoniale presenta molti limiti:

- si adatta solo ad imprese dove hanno rilievo i valori degli assets rispetto agli altri fattori aziendali come ad esempio le imprese immobiliari;
- fissano il valore ad un determinato momento e trascurano completamente le prospettive aziendali;
- non considerano le dinamiche competitive attuali e prospettive dell'azienda.

I metodi dei flussi sono diventati i metodi generalmente più applicati nella prassi corrente ma anche loro presentano alcuni limiti connessi a due fattori cruciali quali:

l'attendibilità dei piani industriali posti alla base della costruzione delle dinamiche dei redditi o dei flussi di cassa futuri;

la misurazione del livello di rischio espresso dal cosiddetto fattore beta.

I metodi dei multipli o dei moltiplicatori di mercato è un modo di stimare il valore economico di un'azienda sulla base dei valori espressi da altre aziende comparabili con l'impresa da valutare.

I multipli impiegati nella scelta delle valutazioni possono essere di vario tipo e quelli più utilizzati sono:

- EV/Ebitda- che è dato dal rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/Ebit -che è dato dal rapporto tra l'Enterprise Value ed il reddito operativo;
- PE- che è dato dal rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/OFCE- che è dato dal rapporto tra l'Enterprise Value ed il flusso di cassa operativo;
- EV/Sales -che è dato dal rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

Si tratta di criteri di valutazione che si basano sul presupposto che le indicazioni di valori fornite dal mercato per transazioni relative a società analoghe sono attendibili per determinare la valutazione della società oggetto di acquisizione.

Ma anche in questo caso i limiti possono essere significativi e sono legati:

alla capacità di costruire panel di imprese effettivamente comparabili;

alla possibilità che i valori dei comparables siano stati determinati da valori contabili influenzati da politiche di bilancio e fiscali;

ed alla scelta del moltiplicatore più appropriato.

Tale metodo è spesso usato anche come un criterio di controllo del metodo basato sull'analisi dei flussi finanziari o reddituali.

L'applicazione di questo metodo è fondata su cinque fasi tra loro propedeutiche.

La prima fase, è la fase cruciale e consiste nella individuazione del campione di riferimento su cui effettuare le analisi comparative.

Poiché nella realtà pratica, non esistono imprese perfettamente identiche tra loro, occorre identificare imprese con caratteristiche più affini possibili all'impresa oggetto di valutazione per costruire un paniere di aziende realmente comparabili sotto i vari profili quantitativi e qualitativi.

La seconda fase è costituita dalla scelta dei multipli da utilizzare nella valutazione.

La scelta del modificatore più appropriato deve essere effettuata sulla base di quello che in relazione alla tipologia dell'azienda presenta il miglior trade off tra analisi dei valori attuali e quelli del valore prospettici.

In alcuni casi peraltro, oltre ai multipli normalmente utilizzati nella prassi corrente è opportuno utilizzare anche indicatori che sintetizzano in modo più specifico la capacità di creare valore in azienda. Questi possono essere per esempio i "business multiples" che sono multipli legati al business specifico. Un esempio dell'utilizzo di questi parametri può essere dato dalle società di gestione aeroportuale dove il valore è spesso connesso al numero di passeggeri che transitano nella struttura.

La terza fase rappresentata dalle modalità di calcolo dei multipli per le società del panel presenti che possono riferirsi ai dati finanziari dell'anno corrente appena trascorso oppure a periodi temporali più ampi. Questa è una scelta che spesso è correlata al settore di appartenenza delle imprese del panel che data la loro ciclicità possono consigliare analisi su archi temporali anziché puntuali.

La quarta fase è rappresentata dalla identificazione ed edificazione dell'intervallo dei valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione. Normalmente la scelta avviene sulla base di valutazioni quantitative e qualitative.

La quinta fase è quella dell'applicazione dei multipli ottenuti alle voci economiche patrimoniali e finanziarie della società valutata per determinare un range di valore finale.

La scelta del metodo è strettamente funzionale al tipo di operazione per cui è richiesta la valutazione:

- una operazione di M&A;
- una IPO;
- un'acquisizione di una partecipazione in una società non quotata;
- un'autodiagnosi.

Nelle operazioni di M&A si fa ricorso prevalentemente al metodo del Discounted Cash Flow e al metodo dei multipli di transazioni comparabili.

In tale contesto assume comunque un peso rilevante il valore strategico di un'impresa che è dato dall'insieme del valore stand alone dell'impresa a cui si aggiunge il valore delle sinergie conseguente al processo di concentrazione aziendale e dei vantaggi associati all'acquisizione del controllo del complesso aziendale riveniente dalla fusione delle due realtà aziendali.

Per tale ragione i prezzi delle transazioni legati alle operazioni di M&A conducono ad un valore finale che contiene oltre al valore stand alone dell'impresa anche un premio di acquisizione.

Nelle valutazioni propedeutiche alle operazioni di quotazione sui mercati borsistici l'obiettivo è quello di riuscire a collocare i titoli presso i potenziali investitori.

Anche in questo caso il metodo di valutazione si basa su criteri prettamente finanziari (flussi di cassa attuali e prospettici) e sui multipli di mercato. Tuttavia, rispetto alle M&A manca l'elemento

del premio sul controllo, dato che la cessione dell'impresa riguarda una parte di essa con l'ingresso di nuovi soci che hanno prevalentemente obiettivi finanziari.

Anche per l'IPO non manca di essere utilizzato anche il metodo dei multipli di mercato poiché consente di stabilire rapidamente il valore della società da acquisire rispetto ad altre società comparabili.

L'applicazione del metodo di valutazione prescelto consente nelle IPO di fissare il valore economico stand alone dell'impresa denominato "Fair Value" a cui viene applicato uno sconto denominato "IPO Discount".

Questa pratica trova la sua giustificazione nel fatto che la società quotata non ha una "equity story" e senza uno sconto sul "Fair Value" gli investitori sarebbero inclini ad acquistare azioni di società su cui le asimmetrie informative sono attenuate dagli impegni di comunicazione che le società quotate sono abitualmente tenute a rispettare.

L'entità del discount è correlato a vari fattori quali:

- le prospettive reddituali;
- la struttura finanziaria;
- la corporate governance;
- Il track record del management;
- le tendenze nel settore di appartenenza;
- la situazione del mercato borsistico del momento.

In ogni caso, qualunque sia il metodo di valutazione adottato, risulta fondamentale rispettare alcuni prerequisiti comuni che riguardano la garanzia sulla razionalità e sulla trasparenza del processo di valutazione. Per tale ragione è fondamentale motivare chiaramente tutte le scelte compiute ed i criteri adottati nelle varie fasi del processo per apparire pienamente credibili verso coloro che valuteranno l'opportunità dell'investimento.

## **IL METODO DELL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA**

Il discounted cash flow è considerato il metodo più valido in ambito finanziario in quanto crea una stretta correlazione del valore dell'impresa con i flussi finanziari da essi prodotti, essendo questo il parametro considerato più idoneo a soddisfare la remunerazione di un investitore.

Secondo tale metodo il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica:

- del valore attuale dei flussi di cassa;
- della posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato;
- e dal valore di mercato di attività non attinenti alla gestione caratteristica.

La formula che esprime il valore dell'azienda è così articolata:

- E** = valore di mercato del patrimonio netto o Equity;
- OFCF<sub>t</sub>** = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;
- WACC** = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;
- n** = numero di anni di previsione esplicita;
- V<sub>t</sub>** = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;
- D** = posizione finanziaria netta;
- M** = minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);
- SA** = surplus assets.

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_t - D - M + SA$$

In particolare, il valore del capitale operativo o Enterprise Value, incluso nella formula precedente, è così rappresentabile:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_t$$

I parametri chiave per l'applicazione del DCF sono:

- 1) i flussi di cassa operativi netti (OFCE) che sono quelli che derivano esclusivamente dalla gestione caratteristica dell'azienda;
- 2) Il costo medio ponderato del capitale (WACC) che è il tasso applicato per l'attualizzazione dei flussi di cassa e rappresenta il rischio specifico dell'azienda sia di natura operativa e finanziaria;
- 3) il calcolo del valore finale che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione;
- 4) la posizione finanziaria netta che viene determinata come totale dei debiti finanziari, sia a breve che a lungo termine, al netto della cassa e altre attività finanziarie prontamente liquidabili;
- 5) il surplus asset che è dato dal valore delle attività della società che non fanno parte della gestione caratteristica.

Il principale aspetto critico del metodo del DCF è quello dato dalla qualità degli input, ovvero dall'attendibilità dei valori attribuiti nella determinazione dei flussi di cassa futuri.

Questo lavoro è più complesso quando l'impresa sottovalutazione opera in settori ciclici e cioè allorchè i suoi andamenti sono correlati all'andamento del ciclo economico.

Come noto negli ultimi anni la sequenza degli shock avversi ha reso molto più complessa la capacità di previsionale sugli andamenti macroeconomici nei vari paesi e ciò naturalmente ha reso più complicato fare previsioni sullo sviluppo dei ricavi delle imprese con forti correlazioni al ciclo.



Criticità rilevanti sussistono anche per quelle imprese dove i dati storici perdono rilevanza come le aziende sottoposte a ristrutturazioni. In questi casi l'approccio valutativo richiede l'adozione di criteri adeguatamente più prudenziali.

Un'altra problematica sempre presente nel metodo DCF è connesso alla necessità di misurare il rischio del cosiddetto coefficiente Beta, che a sua volta è un elemento indispensabile per stabilire il tasso di attualizzazione. Per le società quotate il coefficiente beta è espresso dal mercato.

Perché non quotate, per contro, dove opera l'industria del Private Equity la fissazione del parametro dipende essenzialmente dall'esperienza del valutatore, dalla dimensione della società, dalla posizione concorrenziale, dalla conoscenza del parametro utilizzato su altre società comparabili, e dal grado di leva finanziaria presente nella società valutata.

Gli operatori di PE comunque tendono a risolvere questo problema basandosi su informazioni direttamente possedute su imprese operanti in settori simili o in generale con dati acquisiti nel tempo in situazioni competitive raffrontabili.

In ogni caso la determinazione del fattore  $\beta$  risulta un esercizio per niente semplice nelle Startup, nei Turnaround, nella società operanti nei mercati emergenti, nelle società che lanciano prodotti o che spostano il loro focus su altre aree geografiche.

Un altro elemento critico del DCF è l'orizzonte temporale esplicito che dovrebbe coincidere con il CAP (competitive advantage period). Il CAP rappresenta l'arco temporale alla fine del quale la società perde i propri vantaggi competitivi e allinea i suoi risultati a quelli dei concorrenti.

Questo esercizio di valutazione varia notevolmente in funzione del settore di riferimento in cui opera l'azienda e della fase del ciclo macroeconomico.

La casistica della lunghezza del CAP può comunque essere ampia ed è legata essenzialmente al mantenimento della capacità distintiva dell'impresa sul mercato.

Un altro elemento critico molto rilevante nelle valutazioni delle operazioni di PE è data dalla presenza di asset immobilizzati che non sono utili alla gestione caratteristica dell'azienda e che qualora sono monetizzati possono migliorare sensibilmente la sua struttura finanziaria.

L'approccio liquidatorio dei surplus asset (immobili e/o partecipazioni) è molto utilizzato nelle operazioni di buyout perché consente di accelerare i processi di creazione di valore e migliorare di conseguenza le exit strategies adottate dai General Partners.

La presenza di progetti di crescita relativi a nuovi settori strategici è un altro fattore che gioca un ruolo fondamentale nel determinare il coefficiente Beta da applicare alla formula del DCF.

In questi casi l'aleatorietà nello sviluppo dei ricavi sono ad evidenza maggiori e conseguentemente i flussi di cassa risultano molto meno attendibili e pertanto è buona norma ricorrere ad un deficiente Beta più alto (vedi figura 4)

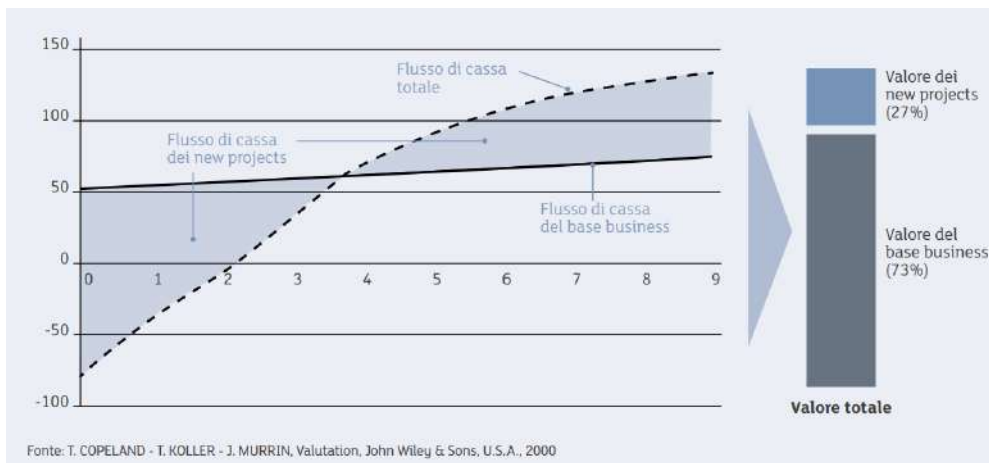


Figura 4

L'ultimo elemento da considerare con molta attenzione nella formula di applicazione del DCF è il valore finale meglio conosciuto come "Terminal Value".

Il Terminal value rappresenta una porzione molto rilevante del valore dell'azienda (Enterprise Value) ed il suo valore è fortemente influenzato dal flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione esplicita (con particolare riferimento al fatturato, ai margini operativi e agli investimenti in capitale fisso), e dal fattore  $g$ , ovvero dal tasso di crescita perpetuo.

Poiché non esistono aziende che continuano ad avere tassi di crescita del fatturato indefiniti e buona norma tener conto di un declino fisiologico della crescita nel corso del tempo ed è buona norma far assumere valori prudenziali ai flussi di cassa dell'ultimo anno di previsione esplicita.

Anche tali fattori vanno attentamente ponderati sulla base dell'esperienza dei valutatori di PE e sulla base delle loro intuizioni sulle valutazioni prospettiche in termini di dinamiche concorrenziali, evoluzioni tecnologiche, percorsi di maturità settoriale.

### L'EVA – ECONOMIC VALUE ADDED

L'EVA è una metodologia utilizzata per misurare il valore creato che è rappresentato dal profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto.

Il ricorso a questo ulteriore metodo trova il suo fondamento nel fatto che in un'azienda i semplici dati contabili presentano vari limiti impliciti dovuti sia all'approccio con cui vengono espressi sia alla loro incompletezza.

Il metodo dell'EVA si fonda sul principio che un'impresa crea valore solo quando i profitti realizzati sono superiori al costo delle fonti di finanziamento, nel loro complesso.

La formula per determinare l'EVA è la seguente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CE})$$

dove:

**NOPAT (Net Operating Profit After Tax) =**  
risultato operativo netto d'imposta;

**WACC (Weighted Average Capital Cost) =**  
costo medio ponderato del capitale investito;

**CE (Capital Employed) =**  
capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

L'EVA è un metodo versatile di valutazione in quanto è legato alle aree di decisione manageriale quali:

- le decisioni operative;
- le decisioni d'investimento;
- le decisioni di finanziamento.

Sono queste decisioni che hanno un'influenza diretta sui fattori che possono creare valore perché incidono sui costi che ad esse sono associati. Per tale motivo si tratta di un metodo molto utilizzato nella pianificazione strategica dell'azienda, nella strutturazione dei sistemi di rewarding, nella valutazione di operazioni di finanza straordinaria e nelle analisi finanziarie comunicate ad analisti esterni ed investitori.

Per determinare il valore di un'impresa mediante l'EVA si deve definire una grandezza intermedia chiamata MVA (market value added) che altro non è che l'attualizzazione di tutti gli i Eva futuri.

La formula per calcolare il valore dell'impresa attraverso la nuova MVA è data da:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+c)^t}$$

La relazione tra Eva, MVA e prezzo di mercato è rilevabile dalla figura 5:

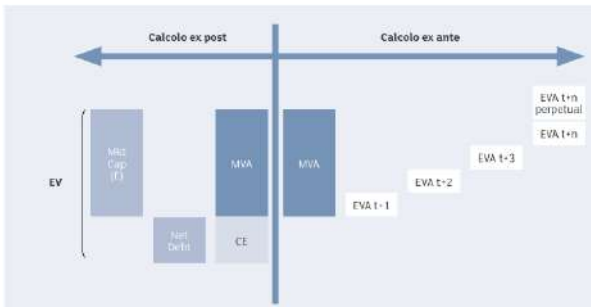


Figura 5

Questa valutazione è utile per considerarla sia come un benchmark di riferimento sia come valore di mercato.

In definitiva l'EVA serve a capire meglio il valore aziendale perché si basa sulle performance conseguite fino ad un determinato momento a cui si aggiungono quelle attese a medio termine calcolate sulla base di tutte le informazioni estrapolate dal piano industriale.

In questo modo il valore dell'impresa viene espresso prevalentemente in funzione delle leve più dipendenti dal diretto controllo del management ed il valore tiene conto dei risultati con esso determinato tiene conto sia dei dati storici, sia dei dati futuri dell'azienda.

## I METODI DI VALUTAZIONE PIU' UTILIZZATI NELL'INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY

Nelle operazioni di PE data la loro peculiarità e la loro finalità il metodo principale utilizzato è quello dei multipli. Ciò avviene principalmente nelle operazioni di LBO dove viene supportato anche da una LBO analysis. Nelle operazioni di PE l'LBO analysis si adatta meglio a determinare il valore che l'azienda avrà al momento del disinvestimento in quanto consente di stabilire quanto un investitore può effettivamente investire in un deal al fine di realizzare il ritorno atteso sul suo investimento.

Il valore dell'impresa nelle operazioni di LBO è strettamente dipendente dal livello massimo di indebitamento che l'impresa target potrà sostenere e dal rendimento del capitale proprio investito nell'operazione.

Si può determinare seguendo due modalità:

La fissazione di un IRR target (IRR target method);

La determinazione del costo del capitale mediante il CAPM aperta (backward induction method).

La modalità più utilizzata è quella IRR target che si basa su queste fasi:

- 1) vengono stimati i flussi di cassa generabili su un arco di tempo di 3 -5 anni così come avviene nel DCF;
- 2) viene stimato il livello massimo di indebitamento che l'impresa può assumere;
- 3) viene stabilita una struttura finanziaria ottimale a supporto dell'operazione.

L'entità dei flussi di cassa che l'impresa può generare viene utilizzata per stabilire il livello di leverage assumibile e la sua conseguente sostenibilità.

In seguito attraverso il metodo dei multipli viene stimato il valore che l'impresa potrebbe avere al momento del disinvestimento. In linea generale nelle operazioni di LBO per motivi prudenziali si utilizza un multiplo di uscita di livello uguale a quello pagato al momento dell'entrata nell'investimento. Successivamente, una volta fissato l'Equity Value di uscita questo valore viene attualizzato al tasso di rendimento atteso dagli investitori (IRR).

Tale parametro per investimenti su imprese mature, viene fissato normalmente intorno al 15-20%, ed il suo livello dipende da vari fattori quali: la dimensione dell'impresa, la fase del ciclo di vita, il settore di appartenenza, l'area geografica, il livello di leva finanziaria.

L'ultimo passaggio è quello della determinazione del prezzo massimo sostenibile che viene determinato dalla somma del livello massimo dell'indebitamento sostenibile sommato all'Enterprise Value attuale:

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

dove:

- $EV_t$  è l'enterprise value attuale;
- $D_{max}$  è il livello di indebitamento assunto dall'impresa;
- $EQ_t$  è il valore dell'equity attualizzato.

Tutto questo lavoro richiede un'accurata analisi di sensitività effettuata considerando varie ipotesi di multipli in entrata e in uscita e tutte le varianze sui driver più importanti utilizzati.

Nel metodo "backward induction", il prezzo finale (Terminal Value) dell'impresa viene determinato con l'utilizzo del CAPM che prende in considerazione la variabilità della struttura del capitale.

In pratica non si utilizza un tasso di rendimento obiettivo richiesto dagli investitori ma un tasso dato dalla somma del rendimento degli investimenti privi di rischio e del rendimento correlato al rischio d'impresa:

$$i = r + K_e$$

$r$  = rendimento in titoli risk free

$K_e$  = remunerazione del rischio d'impresa.

Il rischio d'impresa si determina con il metodo CAPM che si basa sui seguenti principi:

maggiore è il rischio maggiore dovrà essere il rendimento atteso;

Il rischio dipende dalla variabilità dei rendimenti attesi.

Il rischio viene valutato in relazione a due sottocomponenti:

il rischio sistematico legato all'andamento del sistema economico nel suo complesso;

Il rischio specifico che rappresenta il grado di diversificazione che l'azienda possiede per attenuare i rischi di contesto.

Il tasso CAPM si determina pertanto mediante la seguente formula:

$$K_e = r_s + B ( r_m - r_s )$$

dove:

- $r_m$  - rappresenta il rendimento del settore di appartenenza dell'azienda;
- $r_s$  - rappresenta il rendimento dei titoli di Stato;
- $r_m - r_s$  è differenziale tra i due rendimenti;
- $B$  - misura il grado di esposizione dell'azienda al rischio sistematico e può essere  $> 1$  se risente molto dell'andamento dell'economia uguale  $= 1$  se è neutrale,  $< 1$  se poco influenzato dall' andamento generale del quadro macro economico.

Il metodo del CAPM si adatta bene alla valutazione delle imprese di medio grandi dimensioni ma non a quelle di piccole dimensioni perché queste ultime sono molto esposte al rischio sistematico.

## ➤ PARAGRAFO 2.3 IL RISK MANAGEMENT

Come abbiamo potuto osservare dalle analisi riportate nel capitolo 1, il Private Equity continua a registrare una crescita molto importante come asset class richiesto dagli investitori al fine di diversificare i propri investimenti.

In modo particolare le grandi istituzioni come i fondi pensioni e le compagnie di assicurazione stanno accrescendo significativamente le loro quote di PE in portafoglio.

Questi investimenti sono intermediati da strutture (fondi di PE) con elevati livelli di specializzazione ed esperienza in quanto le tipologie di investimento richiedono queste expertise per garantire investimenti efficienti ed efficaci.

In tale contesto la misurazione dei rischi assunti o da assumere hanno acquisito nel tempo sempre maggiore importanza.

Per identificare e misurare tali rischi occorre anzitutto considerare che i fondi di PE hanno almeno due caratteristiche che li differenziano da altri investimenti più tradizionali come le azioni e i bonds che rendono la gestione del rischio più complesso.

In primo luogo gli investimenti in PE sono illiquidi e di lungo termine. La durata di un equity fund oscilla tra i 10 ed i 14 anni, ed il mercato secondario delle quote di tali fondi è ancora altamente inefficiente.

In secondo luogo gli investimenti in PE implicano specifiche dinamiche nei tiraggi dei capitali da investire e nella distribuzione dei ritorni.

Il tempo e la consistenza dei tiraggi di capitale non sono conosciuti in origine e normalmente intercorre un tempo non breve fra il momento in cui il capitale viene impegnato ed il momento in cui il capitale viene utilizzato mediante i "capital calls".

Peraltro anche i "cash buyout" (liquidazione degli investimenti) sono incerti nell'ammontare e nel tempo di realizzo.

Di conseguenza il capitale investito cambia in modo dinamico durante il ciclo di vita del fondo, e ciò implica una gestione attiva del cash flow legato ai capital calls e alla distribuzione dei ritorni.

Queste peculiari caratteristiche di un investimento di PE rendono necessario misurare tre principali categorie di rischio:

- Il Market Risk;
- il Liquidity Risk;
- Il Cash Flow risk.

Il Market Risk rappresenta il rischio di variazione dei prezzi del mercato delle imprese possedute dal fondo;

Il Liquidity Risk rappresenta il rischio derivante dalla messa sul mercato degli asset del fondo per far fronte a situazioni di liquidità del fondo stesso a condizioni non vantaggiose.

Il Cash Flow Risk rappresenta il rischio legato all' imprevedibilità del momento e della consistenza della richiesta di fondi da parte dei GPs del fondo che può esporre gli investitori al rischio di non essere in grado adempiere agli impegni assunti.

Alla base del modello di misurazione dei rischi nel PE ci sono tre componenti che corrispondono alle fasi principali del ciclo di vita del fondo:

il tiraggio dei capitali impegnati per il funding del fondo;

la realizzazione delle performance degli investimenti effettuati dal fondo;

la distribuzione dei ritorni (dividendi ed altre entrate realizzate dal fondo).

In relazione a questi presupposti, sono stati elaborati tre modelli per misurare le tre tipologie di rischio:

- il VaR – Value at Risk;
- il LVaR-Liquidity Adjusted Value at Risk;
- il CFaR- Cash Flow at Risk.

Il VaR è definito come la perdita massima potenziale del valore di un portafoglio di investimenti con una data probabilità su un determinato orizzonte temporale. In pratica indica l'ammontare della perdita massima che un investitore può subire in un orizzonte temporale con una data probabilità.

L'implementazione del metodo ha come assunzione di base che il mix di investimenti non cambia durante il periodo considerato e che non ci sono flussi di cassa di nessun genere nello stesso arco di tempo.

Per adattare il VaR alle caratteristiche del PE si usa il LVaR.

La principale differenza tra i due parametri è che il LVAR contempla il costo della liquidità legato al ricorso al mercato secondario per reperire liquidità e allo sconto che tali operazioni richiedono sul valore dell'asset ceduto.

Per considerare l'imprevedibilità delle dinamiche del mercato secondario, lo sconto viene determinato utilizzando i modelli di misurazione correlate agli andamenti dei mercati azionari primari (mean reverting Ornstein-Uhembek process).

Ed infine per misurare il funding risk viene usato il Cash Flow at Risk (CFaR) che misura il cambiamento/perdita nella posizione di cassa dell'investitore che si realizza solo quando si eccede una data probabilità in orizzonte temporale dato.

Il VaR nell' orizzonte temporale dell'investimento inizia a crescere rapidamente poi raggiunge un picco e decresce fino allo zero durante il ciclo di vita del fondo. Si tratta di un andamento coerente con il tipico ciclo vitale di un fondo.

Man mano che il fondo gradualmente utilizza i capitali impegnati dagli investitori e costruisce il proprio portafoglio di investimenti l'esposizione al rischio degli investitori cresce, raggiunge quindi il livello massimo di perdita che si può verificare quando i capitali sono stati tutti investiti e la creazione di valore non è ancora stata espressa.



Dopo il raggiungimento del picco massimo di rischio, l'orizzonte temporale del fondo tende allo zero, l'esposizione al rischio decade via via più velocemente.

Le simulazioni pratiche evidenziano comunque che il valore massimo del VaR nel suo orizzonte temporale resta sempre al di sotto dell'impegno di capitale assunto dall'investitore per tutti gli intervalli temporali considerati. Il principale motivo di questa dinamica è data dal fatto che il capitale impegnato dall'investitore nella realtà pratica non viene, in genere mai interamente investito in un fondo.

Il confronto delle le simulazioni tra il Var ed il LVaR evidenzia che gli effetti di liquidità sull'esposizione al rischio dell'investitore possono essere rilevanti nel corso della vita di un fondo.

Tuttavia, in concreto si riscontra che la liquidità aumenta l'esposizione al rischio dell'investitore solo se l'orizzonte temporale in esame è inferiore alla durata residua di un fondo, in quanto il rischio di liquidità si azzerà con la liquidazione del fondo.

Il rischio di liquidità è pertanto un rischio specifico dell'investitore.

Si tratta pertanto di una tipologia di rischio che non può essere trascurato dagli investitori in fondi di PE in quanto in caso contrario comporterebbe una seria sottovalutazione della rischiosità dell'investimento.

Le dinamiche CFaR mettono in evidenza la stretta correlazione tra rischio di cassa e fasi di sviluppo del fondo.

Nella prima fase di vita del fondo cioè quando i GPs cominciano ad effettuare i capital calls, il CFaR è elevato e fornisce la misura del rischio di funding che per l'investitore è dato dall'ammontare massimo di cassa che un investitore è impegnato a detenere come riserva al fine di essere in grado di rispettare l'impegno di capita call, tenuto conto di una probabilità data.

Nelle fasi successive, dato che i fondi cominciano a uscire gradualmente degli investimenti effettuati e le somme incassate ritornano agli investitori del fondo il CFaR si riduce e dà la misura della distribuzione del rischio in essere durante la vita del fondo.

Il valore del CFaR ad un certo punto diventa negativo e ciò fornisce l'indicazione che il rischio di cassa per l'investitore in quell'orizzonte temporale residuo con una data probabilità si è azzerato e l'investitore avrà un flusso di cassa positivo.

## **LE MODALITA' DI MISURAZIONE DEL RISCHIO**

Data la particolarità degli investimenti in fondi di private equity, un quadro analitico di gestione del rischio deve catturare diverse fonti di rischio.

Gli investitori dei fondi di investimento come abbiamo già evidenziato sono esposti a tre principali fonti di rischio:

- Rischio di mercato, che rappresenta il rischio di perdite nei prezzi di mercato delle società detenute da un fondo espone gli investitori al rischio di mercato;

- Rischi di liquidità, che indica l'illiquidità della partnership dei fondi di PE ed espone gli investitori al rischio di vendita delle attività del fondo sul mercato secondario che normalmente avvengono a sconto e deprezzano in questo modo il valore delle quote detenute nel fondo;
- Funding risk che rappresenta l'imprevedibilità tipica dei flussi di cassa nella gestione di un fondo crea rischi collaterali rilevanti sui flussi di cassa degli investitori; poiché gli impegni degli investitori a versare le quote di capitale sono vincolanti, qualora nel momento in cui vengono richieste dai GPs del fondo le stesse non siano eseguite dagli investitori, possono provocare perdite per tutta la partnership del fondo.

Le misure di rischio per queste tre fonti sono date da: VaR; LVaR e CFaR.

Il VaR è la misura di rischio più utilizzata attualmente. Questa tecnica è stata sviluppata da JP Morgan nei primi anni 90 dopo alcuni rilevanti disastri finanziari come quelli di Barings Bank, Orange Country e Metallgesellschaft.

Tale tecnica fu in seguito accettata dalla comunità finanziaria internazionale quando il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha permesso agli istituti finanziari di quantificare i loro rischi con i modelli VaR.

Nell'industria finanziaria la definizione standard di VaR è la seguente: VaR è la perdita di una posizione finanziaria o di un portafoglio che viene raggiunta con una data probabilità Alfa in un dato orizzonte temporale, in normali condizioni di mercato.

Se si assume un orizzonte temporale pari ad :

$$\text{Prob}(P_t - P_{t+h} < - \text{VaR}_t, h \leq C) = 1 - \alpha$$

dove:

$P_t$  è il valore della posizione dell'investitore con dinamiche date.

Intuitivamente questo VaR può essere interpretato come la maggior perdita che si verifica per l'investitore di Private Equity in un determinato intervallo di tempo- h, in normali condizioni di mercato.

Va evidenziato che il fattore t nel  $\text{VaR}_t$ ,  $\beta(\alpha)$ , serve a considerare il fatto che i tiraggi di capitale nel Private Equity avvengono gradualmente e ciò porta a creare una varianza del VaR nel tempo.

Per contro il calcolo del VaR standard assume una impostazione statica in quanto i pesi relativi di tutte le posizioni dell'investitore non si modificano nel tempo.

## LVAR- LIQUIDITY VALUE AT RISK

La misurazione del VaR si basa sull' ipotesi implicita che un investitore possa vendere la sua posizione nel fondo in qualsiasi momento il valore netto del fondo ( $V_t$ ).

Nella realtà le partecipazioni nei fondi di private equity sono altamente illiquide appunto e ciò significa che non esiste un mercato organizzato in cui le quote dei fondi possono essere negoziate al miglior prezzo del momento.

Gli investitori che hanno una esposizione sui fondi di Private Equity e che necessitano di liquidare al più presto le loro quote devono andare sul mercato secondario di Private Equity.

Di conseguenza queste vendite vengono sempre a sconto sul valore del patrimonio netto corrente del fondo.

Generalmente la misura dello sconto è elevata e dipende dalla tipologia specifica di asset e dalla situazione di mercato.

Ne deriva che gli investitori sono esposti ad un rischio di liquidità elevato qualora siano costretti a vendere le loro quote prima della liquidazione del fondo.

Non si può pertanto ignorare questo tipo di rischio.

Per tener conto di questo elemento il calcolo del VaR può essere integrato tenendo conto del rischio aggiuntivo della liquidità. Questo risultato si raggiunge tenendo conto degli sconti che l'investitore può subire sui mercati secondari come rischio esogeno al VaR.

In buona sostanza mentre la misura standard del VaR considera il peggior valore patrimoniale netto di un fondo per un certo intervallo temporale, LVAR considera il peggior prezzo di transazione che potrebbe essere ottenuto per investitori di PE sui mercati secondari di PE per un certo intervallo temporale.

La formula del LVAR è quindi:

$$\text{Prob}(P_t - [1 - \pi_{t+h}]V_{t+h} - C_{t+h}) \leq \text{LVaR}_{t,h}(\alpha) - 1 - \alpha, \alpha \in [0, 1]$$

dove  $\pi_{t+h}$  è lo sconto di mercato secondario per il fondo al momento  $t + h$ . Poiché la posizione di cassa dell'investitore  $C_{t+h}$  non è influenzata da sconti sul mercato secondario, il termine  $[(1 - \pi_{t+h})V_{t+h} + C_{t+h}]$  è uguale al valore della posizione totale dell'investitore dopo la liquidazione del fondo sui mercati secondari.

Poiché la posizione di cassa dell'investitore  $C_{t+h}$  non è influenzata da sconti sul mercato secondario il  $[(1 - \pi_{t+h})V_{t+h} + C_{t+h}]$  corrisponde ad un valore della posizione totale dell'investitore dopo la quotazione del fondo sui mercati secondari.

L' LVAR richiede quindi di stabilire una ipotesi sulla dinamica degli sconti nel mercato secondario e poiché gli scambi sul mercato secondario variano nel tempo in funzione delle condizioni di mercato, nella formula viene introdotto un processo stocastico esogeno per determinare il tasso di sconto ( $\pi_t$ ).

## IL CFaR – CASH FLOW AT RISK

Per gli investitori dei fondi di private equity assume una importanza rilevante anche l'entità e la tempistica con cui il fondo si finanzia di capitale in termini di tiraggi e i tempi con cui esegue le distribuzioni dei ritorni sugli investimenti. Per tale ragione una terza importante componente di rischio correlata agli investimenti in fondi di PE è data dai rischi legati alle dinamiche dei flussi di cassa attesi.

La misura CFaR è definita come il cambiamento- perdita nella posizione di cassa dell'investitore che viene raggiunta con una data probabilità Alfa in orizzonte dato di tempo.

la formula per il suo calcolo è data da:

$$\text{Prob}(C_t - C_{t+h} \leq \text{CFaR}_{t,h}(\alpha)) = 1 - \alpha, \quad \alpha \in [0, 1]$$

Il livello di questa misura è strettamente correlata alla fase del ciclo di vita del fondo.

Nei primi fasi della vita di un fondo, quando i GPs iniziano a prelevare gradualmente il capitale dagli investitori e formano il portafoglio di investimenti, il  $\text{CFaR}_{t,h}(\alpha)$  è positivo e indica l'importo massimo di cash che l'investitore deve tenere in riserva nell'orizzonte temporale h per poter soddisfare le richieste di capitale per la gestione del fondo.

Nell'ultima fase di vita di un fondo allorché i GPs cominciano gradualmente ad effettuare i loro investimenti e distribuiscono i proventi agli investitori, il CFaR diventerà negativo ed il suo valore assoluto darà l'indicazione dell'importo di liquidità distribuita dal fondo di Private Equity nell'orizzonte temporale h.

Il VaR ed il CFaR diventano uguali quando sono calcolate sulla vita totale del fondo:

$$\text{VaR}_{0,T}(\alpha) = \text{CFaR}_{0,T}(\alpha).$$

Questo accade perché la variazione del valore dell'investitore sulla vita totale del fondo,  $P_0 - P_T$ , equivale alla variazione della sua cassa  $C_0 - C_T$ , in quanto i fondi sono totalmente liquidati alla fine della loro vita ( $T_e$ ) e di conseguenza  $V_0 - V_T$  è uguale a zero per definizione.

➤ PARAGRAFO 2.4 -I DISINVESTIMENTI NEL PRIVATE EQUITY

Lo scopo dell'attività di disinvestimento in un fondo di PE è quello di trasferire valore dal fondo stesso agli investitori.

Si tratta di una fase molto critica del processo di gestione di un fondo in quanto può influenzare fortemente il ritorno finale dell'investimento.

Una pianificazione non accurata della strategia di uscita può trasformare un buon deal ben gestito efficacemente nelle fasi precedenti dell'investimento in uno di valore mediocre.

Questa fase è diventata nel tempo sempre più delicata e sfidante in quanto nonostante la crescita dei multipli di riferimento gli acquirenti sono diventati molto sofisticati e molto esigenti.

La rapidità dei cambiamenti tecnologici hanno peraltro reso più difficile il raggiungimento di una condivisione tra acquirente e venditore dei rischi legati alle operazioni e alle fonti di creazione del valore.

Molti gestori trovano grandi difficoltà a creare valore dopo i primi tre anni di entrata nell'investimento in cui le potenzialità di miglioramento gestionale dell'impresa vengono sfruttate in modo profondo ed incisivo.

Tutte queste criticità hanno reso la fase di uscita dall'investimento più complessa e di conseguenza si sono ridotti i disinvestimenti eseguiti con successo, inoltre si è allargato il range che separa le uscite di elevato successo da quelle meno performanti.

Nonostante questo contesto molto più sfidante gli investitori di Private Equity possono raggiungere comunque eccellenti performance di uscita attraverso tre fondamentali azioni.

In primo luogo la presentazione dell'impresa e delle sue potenzialità deve essere sempre preparata con un congruo tempo di anticipo rispetto al momento dell'uscita programmata. Il tempo preferibile di preparazione deve essere di 18 mesi. In secondo luogo occorre stimolare il management a porre un focus su tutti i miglioramenti di performance che l'impresa può ulteriormente attuare per continuare a creare valore mentre si preparano le fasi di uscita.

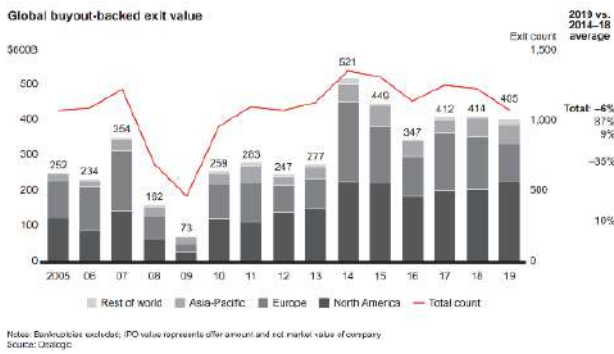
Questo passaggio può contemplare comunque la possibilità di lasciare volutamente inattuati alcuni interventi utili a creare nuovo valore per incentivare i potenziali nuovi acquirenti a sfruttare questo spazio di manovra ed effettuare di conseguenza l'operazione di acquisto.

Infine, occorre prepararsi a dare risposte convincenti a tutte le domande più difficili che gli acquirenti presenteranno.

Preparare bene queste fasi può migliorare notevolmente le potenzialità di realizzazione di un buon risultato di uscita o a ridurre i rischi di insuccesso del disinvestimento.

Negli ultimi anni come visto nel capitolo uno i disinvestimenti a livello globale sono stati di: (vedi figura 1.15, figura 6 e figura 7).

Figure 1.15: The favorable environment for exits persisted in 2019



Capital contributions and distributions for global buyout funds

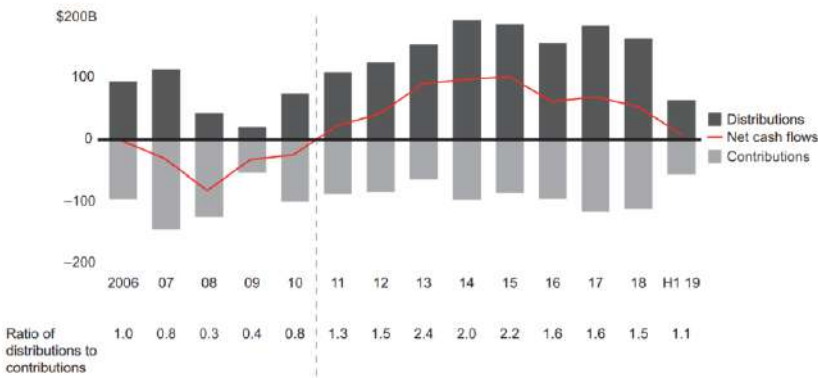


Figura 6

Distribution of global buyout-backed exits, by length of time held in fund portfolio

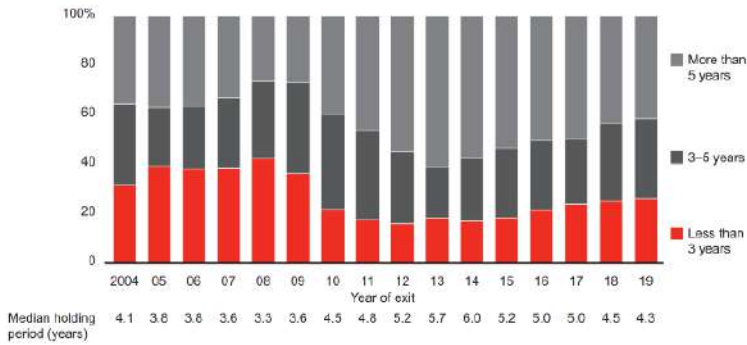
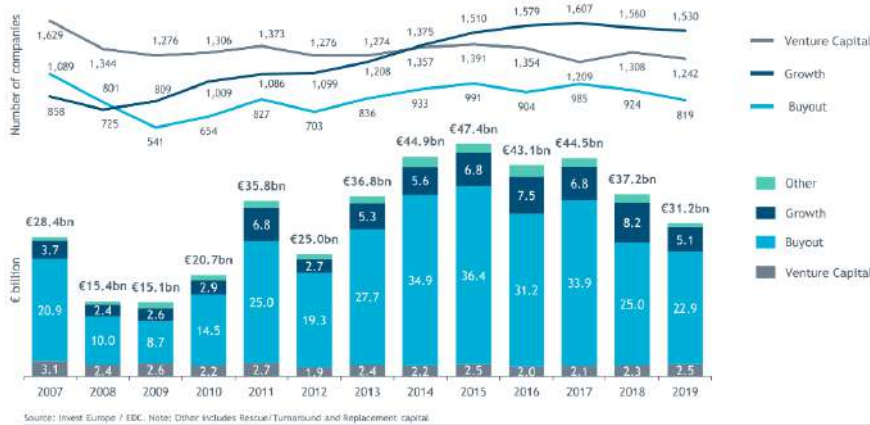


Figura 7

A livello europeo di: (vedi figura 8, figura 9 e figura 10)

## Divestments at cost at a glance

2007-2019 - Market statistics - Amount & Number of companies



Source: Invest Europe / EDC. Note: Other includes Rescue/Turnaround and Replacement capital

Figura 8

## Divestments at cost by exit route - All Private Equity

2019 - Market Statistics - % of Amount

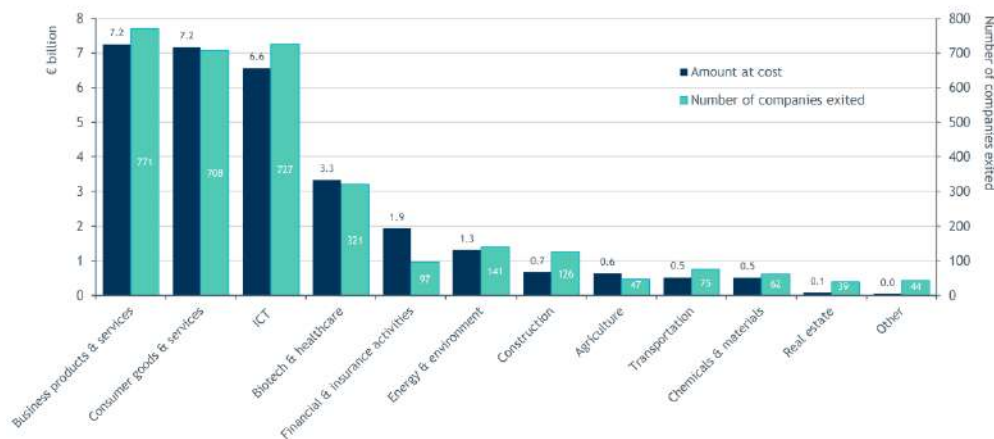


Source: Invest Europe / EDC

Figura 9

## All Private Equity - Divestments at cost by sector

2019 - Market statistics - Amount & Number of companies (excluding write-offs)

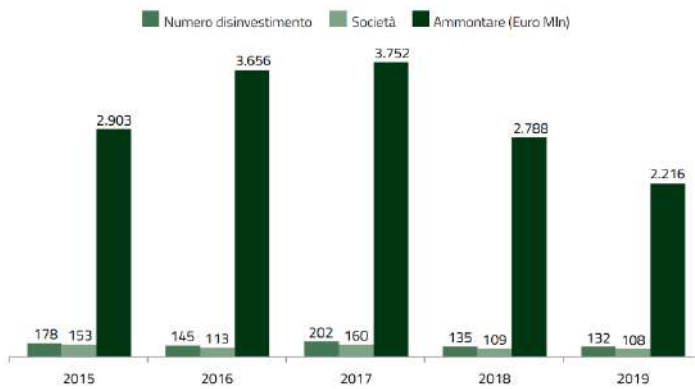


Source: Invest Europe / EDC

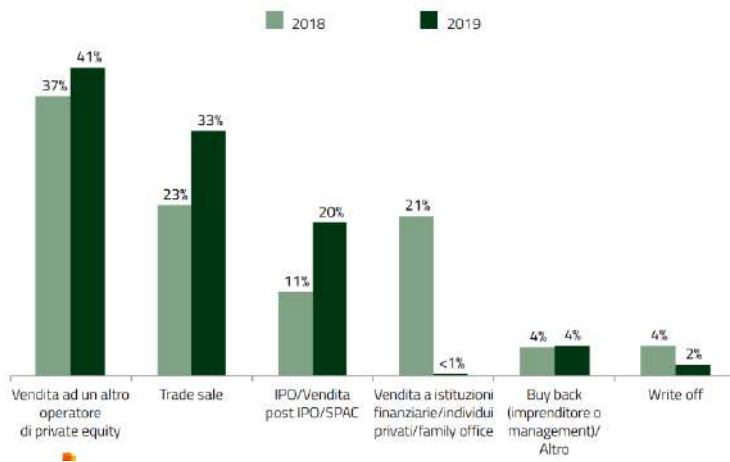
Figura 10

ed in Italia di: (vedi grafico 32, grafico 33, grafico 34 e grafico 35)

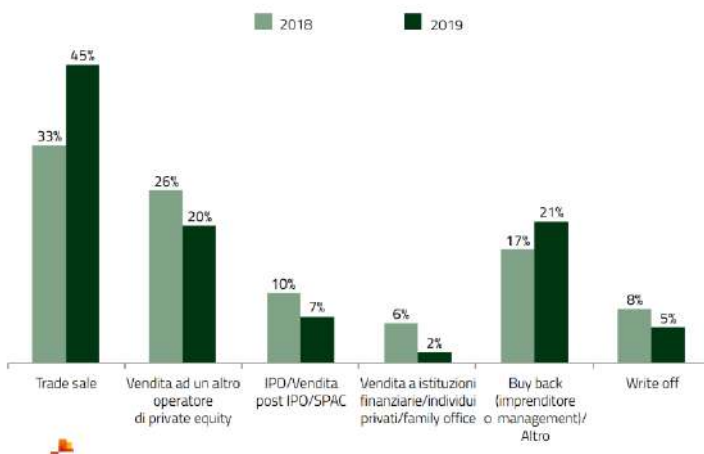
**GRAFICO 32** Evoluzione dell'attività di disinvestimento



**GRAFICO 33** Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia

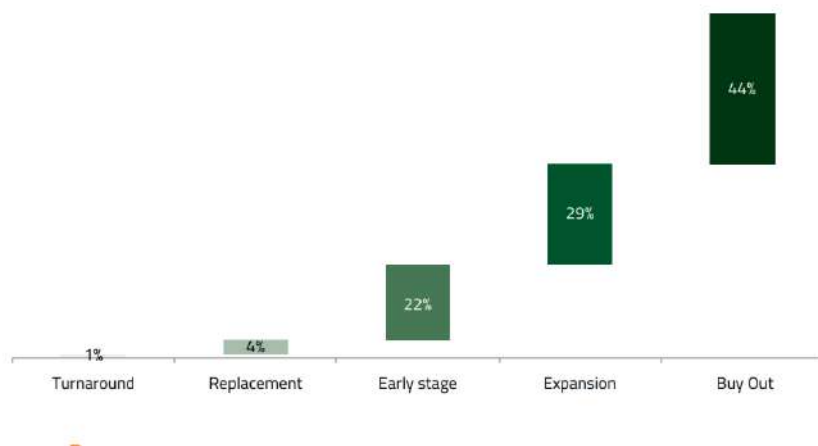


**GRAFICO 34** Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia





**GRAFICO 35** Distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia di investimento originario nel 2019



Da questi dati si evince che il mercato dei disinvestimenti è rimasto dinamico e caldo ma gli esperti del settore sanno bene che queste analisi se lette superficialmente possono dare indicazioni ingannevoli e fuorvianti.

Infatti, realizzare disinvestimenti che consentono di cogliere a pieno la creazione di valore di un'impresa è sempre più una sfida impegnativa e complessa.

I multipli come abbiamo visto nel capitolo 1 tendono a crescere ma insieme ad essi scala verso l'alto anche la difficoltà per l'uscita di successo. Questa situazione è determinata dal fatto che il livello di specializzazione che si è raggiunto nell'industria del PE, man mano che il settore tende ad evolvere, porta gli acquirenti a ricercare affari su realtà che conoscono bene evitando quelle dove le incognite sono più elevate.

Inoltre, questo livello di esperienza elevato si sta ripercuotendo sui processi di due diligence che vanno sempre più in profondità nell'analisi dettaglio e ciò implica domande sempre più impegnative a cui rispondere per i sellers.

Spesso peraltro, acquirenti e venditori hanno visioni diverse sugli scenari futuri rendendo estremamente complicato condividere le valutazioni sia sui rischi che sulle potenziali fonti di creazioni di valore.

Quello che si osserva nell'industria a livello globale, in Europa ed anche sul mercato italiano in misura ancora più accentuata è che la casistica che comprende vari casi di disinvestimenti che superano le aspettative, altri che non riescono a raggiungere ai multipli conformi a quelli espressi dal mercato ed altri che falliscono del tutto l'obiettivo, è sempre più ampia.

I venditori di successo sulla base delle analisi dei migliori osservatori del mercato seguono le best practices che determinano una uscita di successo.

In proposito uno studio recente di McKinsey elenca tre best practices per ottimizzare la fase di uscita da un investimento di PE.

La prima è quella di avere chiaro già ad inizio di un processo di investimento una visione chiara del percorso di uscita e dei tempi necessari per perfezionarlo ma nello stesso tempo di sottoporla a

riesame periodico normalmente ogni sei mesi, su tutto l'arco dell' "holding period", dato che i fattori che possono influenzare la scelta della strategia definitiva di crescita sono in continua evoluzione .

Oltre a queste periodiche revisioni i venditori di successo procedono già 18 mesi prima dell'uscita programmata a verificare lo stadio di preparazione dell'impresa ad affrontare la strategia di uscita programmata e lo stato delle condizioni ambientali che circondano la tipologia di percorso immaginato.

La scelta del tempo di verifica delle condizioni per l'uscita è necessaria per avere una maggiore chiarezza possibile e la migliore visibilità sulla situazione di mercato e sull'andamento del ciclo economico ed è utile per superare debolezze ancora presenti nella storia dell'investimento e completare il track record delle performance funzionali ad attrarre acquirenti.

Tale periodo può essere utile inoltre a superare le fasi critiche in atto relativo al lancio di nuovi prodotti o ad accrescere il trend di sviluppo della base dei clienti dell'azienda ed evitare in tal modo di allontanare acquirenti potenziali interessati.

In questa fase devono essere sottoposti a continui monitoraggio:

- Il tempismo programmato per l'uscita;
- La situazione del mercato di riferimento nel suo complesso;
- L'immagine dell'azienda che si sta formando sul mercato;
- Le valutazioni di uscita presenti nel settore specifico ed i loro trend;
- le performance dell'azienda sulle aree di miglioramento individuate nel corso dell'investimento.

A tal fine è buona regola istituire un comitato di uscita per seguire costantemente ed efficacemente questi aspetti chiave.

La seconda pratica di eccellenza da seguire secondo Mckinsey è quella di intensificare gli interventi gestionali sui fattori critici della creazione di valore.

Generalmente è più agevole riuscire a creare valore nei primi anni di gestione dell'investimento mentre dopo una prima fase di buone performance si instaura una tendenza alla stabilità delle prestazioni.

I gestori di successo devono invece contrastare questa tendenza e trovare il modo di introdurre nuovi stimoli per continuare a spingere sui miglioramenti in modo tale da potenziare ulteriormente il valore creato.

Tra l'altro gli acquirenti guardano logicamente con molta attenzione alle performance degli ultimi 12- 18 mesi di vita aziendale, pertanto anche per tale ragione il management in questa fase deve riuscire ad esprimere il miglior track record possibile, soprattutto in termini di velocità di miglioramenti espressi.

La capacità di migliorare ulteriormente le prestazioni dipenderà dalla capacità e dalla motivazione del management di individuare nuove ed ulteriori vie per agire sulle leve del valore, cercando di focalizzare l'attenzione su quelle che possono identificare miglioramenti stabili e di lungo termine, e capace quindi di catturare l'interesse dei potenziali acquirenti.

Questi ultimi saranno infatti attratti solo se si convinceranno che sulla base dell'implementazione gestionali effettuate si potranno realizzare performance più consistenti nel futuro.

Affinché ciò accada chi vuole uscire da un investimento deve essere pronto a presentare agli acquirenti le motivazioni e le opzioni di ulteriori miglioramenti in atto che giustifichino un percorso di sviluppo futuro ancora più interessante di quello già realizzato.

A tal fine i venditori devono essere pronti e ben preparati a fornire tutti gli elementi per giustificare il perché gli ultimi incrementi di performance non sono stati acquisiti in precedenza.

La terza componente di eccellenza è costituita, secondo Mckinsey, dalla preparazione di risposte da offrire agli acquirenti sugli aspetti maggiormente critici dell'impresa da vendere.

Tale lavoro deve concentrarsi principalmente sulla esposizione chiave ai rischi potenziali.

La mancanza di disponibilità a fornire risposte convincenti su: possibili passività latenti, concentrazioni delle vendite su pochi clienti; e/o dipendenza da pochi fornitori; problemi finanziari in sospeso; dispute su controversie legali; può costituire il principale motivo del successo di una transazione.

Gli acquirenti sono esperti nell'individuare queste aree di criticità e la mancanza di prontezza nel fornire risposte esaustive possono indurre gli acquirenti ad allontanarsi rapidamente dalle trattative.

Il metodo migliore per i venditori per conquistare la fiducia degli acquirenti è quella di fare piena disclosure di tutte le opportunità ma anche di tutti i problemi potenziali, offrendo già le vie d'uscita possibili per coglierle o superarle.

Spesso sono i problemi operativi e quelli riconducibili alla ITC, le preoccupazioni più ricorrenti per gli acquirenti strategici.

La sottostima degli investimenti in queste aree possono scoraggiare seriamente gli acquirenti o potrebbero posticipare l'uscita.

Pertanto, su questi temi è opportuno che i venditori siano molto ben preparati ad offrire risposte convincenti. Ed in definitiva è opinione generalizzata che i disinvestimenti di PE sul mercato non sono mai facili.

Tuttavia un impegno ben concertato nel preparare le trattative incentrato sulla prontezza di risposta, sulla trasparenza dell'informazione, sulla chiarezza dei percorsi tracciati, sulla creazione di valore ancora da estrarre, possono avere un impatto decisivo sull'efficacia dell'uscita e quindi sul ritorno complessivo dell'investimento.

La scelta delle strategie di uscita da un investimento dipende da vari fattori, tuttavia c'è una fase propedeutica molto importante prima di affrontare con decisione questo aspetto.

Questo è rappresentato dalla creazione di valore.

I managers adottano tre metodi primari per aumentare il valore di uscita realizzato dal fondo di private equity:

- 1) la generazione del Free Cash Flow (FCF)

- 2) la crescita dell'Ebitda;
- 3) l'espansione dei multipli.

L' FCF rappresenta il valore della cassa che un'impresa genera dopo aver effettuato investimenti per consolidare sia la base patrimoniale che i livelli produzione. Maggiore è l'FCF che viene realizzato nel compimento del ciclo produttivo aziendale, maggiore diventa il valore teorico dell'azienda.

L'aumento del coefficiente beta, può essere realizzato attraverso l'incremento delle vendite, la riduzione delle spese generali, l'aumento del margine lordo. Se il multiplo a cui viene pagato l'acquisto di una società è stabile, per esempio sei volte l' ebitda, risulta evidente che l'incremento del valore della società passa attraverso una crescita del valore assoluto del margine operativo lordo prodotto dall' impresa.

I multipli di valutazione come l' Ebitda-ratio, sono legati al contesto generale del mercato di riferimento, le prospettive di crescita specifica dell'impresa, alle sue prestazioni operative, al panorama competitivo che circonda l'azienda. Pertanto, un gestore di PE può tentare di agire su queste variabili per creare le condizioni affinché migliori il valore dei multipli a cui gli acquirenti possono essere disposti a rilevare l'impresa.

Operando in un mondo ideale un gestore di private equity dovrebbe acquistare le imprese in un momento di mercato in cui multipli sono bassi e rivenderle quando i multipli espressi sono più elevati.

Ragionando in concreto i gestori di Private Equity devono tendere ad ottenere un'espansione dei multipli, spostando le attività produttive dell'impresa in un mix di prodotti più remunerativi o concentrando le attività su linee di business più profittevoli.

Qualunque sia il metodo scelto per monetizzare la creazione di valore occorre ricorrere alla vendita di strumenti finanziari per realizzarlo.

Un manager di PE utilizza normalmente i seguenti strumenti finanziari:

- le azioni ordinarie;
- le azioni privilegiate che non hanno diritto di voto ma sono privilegiate nella distribuzione dividendi;
- le obbligazioni convertibili che sono strumento ibrido, ovvero un bond convertibile in azioni;
- I warrant che danno il diritto ad acquistare azioni e condizioni determinate;
- le ricevute di deposito che sono titoli emessi da una banca garantite da azioni di società operanti in paesi esteri, e che sono denominati nella moneta dell'investitore.

I percorsi classici per realizzare l'uscita dall'investimento sono rappresentati da:

- l'IPO;
- il Trade Sale;
- la vendita ad un altro sponsor o nel mercato secondario del PE.

Le modalità di uscita comunque non dipendono solo dalla libera scelta dei gestori, ma spesso sono fortemente influenzate dalle condizioni ambientali che le condizionano fortemente come:

l'andamento dei mercati borsistici;

la presenza nel paese di un efficiente e dinamico mercato secondario di PE;

la presenza di un vasto e diversificato ed evoluto panorama industriale.

Tuttavia, sussiste anche una quarta via d'uscita rappresentata dal wright-off che si realizza allorchè l'azienda va in default. In questo caso gli investitori subiscono delle perdite più o meno pesanti sul capitale investito ed il processo di rientro segue le procedure fallimentari presenti nel paese in cui è radicata l'impresa.

**IL TRADE SALE.** Questa tipologia di disinvestimento si realizza quando gestori vendono una società presente sul loro portafoglio ad un acquirente strategico.

L'acquirente strategico, di solito un'impresa non appartenente al settore del Private Equity, che è interessato ad una impresa di proprietà di un fondo ha questo interesse per accrescere il proprio spazio di mercato, per acquisire nuovi brevetti o prodotti innovativi, oppure per sfruttare le sinergie che possono derivare dall'unione con altre imprese del settore già possedute.

L'acquirente in tal modo vuol aumentare i suoi vantaggi competitivi e le sue quote di mercato.

E per tali ragioni è normalmente disposto ad offrire un prezzo vantaggioso ai venditori di PE in quanto in quel prezzo vengono incorporate le loro aspettative.

Un altro vantaggio di questa formula d'uscita è che le trattative si svolgono con un singolo interlocutore e ciò generalmente implica un processo più rapido rispetto ad altre vie d'uscita.

Per tale ragione questa è la strada normalmente perseguita dai gestori di Private Equity.

Tuttavia, questo tipo di uscita può presentare alcune criticità come:

la possibilità che i manager dell'impresa oggetto di cessione siano contrari per ragioni legate al rischio di sostituzione:

e che durante la fase negoziale possono essere acquisite informazioni commerciali riservate che potrebbero danneggiare il futuro delle imprese in caso di mancato perfezionamento del deal.

## **L'IPO**

L'IPO (Initial Public Offering) è un'altra via d'uscita molto seguita nell'industria del Private Equity che si realizza attraverso la quotazione in Borsa dell'impresa.

Tale soluzione può risultare ottimale quando il mercato azionario si trova in una fase rialzista in quanto è evidente che in tale contesto il prezzo realizzabile può essere più elevato.

Si tratta tuttavia di una via adatta a società di dimensioni medio grandi in quanto i mercati azionari notoriamente privilegiano questo tipo di investimenti. Inoltre, le attività di preparazione sono

molto impegnative e costose e le norme regolamentari che le disciplinano sono molto rigide e stringenti.

Peraltro, nelle IPO l'uscita integrale dell'investimento non è la strada ideale poiché in questo caso si offrirebbe un'immagine negativa al mercato in quanto gli acquirenti sarebbero portati a pensare che gli attuali proprietari non credono nelle prospettive di sviluppo dell'impresa.

Infine, la probabilità che il prezzo venga scontato rispetto al suo valore teorico è abbastanza elevato in quanto è prassi di mercato che ciò accada.

In definitiva si tratta pertanto di un percorso lungo e costoso.

## **IL MERCATO SECONDARIO**

La vendita di un'impresa di proprietà di un fondo ad un altro fondo avviene quando un team di gestione ritiene che il trasferimento in un altro fondo con caratteristiche diverse come ad esempio la dimensione, possa aiutare ad aggiungere valore alla società man mano che questa procede verso fasi di sviluppo successive.

La motivazione della vendita può essere legata anche a fattori di carattere finanziario, come la necessità di monetizzare il ritorno sull'investimento presenza, oppure quando si sta avvicinando il periodo di chiusura delle "Capital Calls", periodo denominato "dry powered".

Questa tipologia di vendita oltre ad essere più snella rispetto alle altre può offrire anche vantaggi di flessibilità in quanto può essere realizzata in forma parziale, quando per esempio si vuole conservare la possibilità di continuare a partecipare alla creazione di valore futuro, nei casi in cui c'è molta fiducia su queste aspettative.

In altri casi questa soluzione può essere una strada semplicemente residuale.

Ciò accade quando non sono perseguibili le vendite ad un operatore strategico e/o sono precluse le possibilità dell'IPO.

Inoltre, questa soluzione interviene quando insorgono dei conflitti tra gli investitori ed i gestori di Private Equity .

## **LA RICAPITALIZZAZIONE DEI DIVIDENDI**

Questo metodo si realizza normalmente mediante l'utilizzo della leva finanziaria.

Si tratta anche di una forma di uscita parziale dell'investitore che avviene col ricorso dell'impresa al debito bancario o alle emissioni di obbligazioni, e con le somme ricavate si dà corso ad una distribuzione speciale di dividendi ad un azionista attraverso il riacquisto da parte società di quell'investitore di azioni della società da egli possedute.

Questa tipologia si adatta ai casi in cui l'azienda presenta livelli di indebitamento preesistenti non elevati rispetto al cash flow prodotto.

Tuttavia va utilizzata con molta cautela poiché la crescita della leva finanziaria può ridurre notevolmente lo spazio di azione futura della società, nonché la sua flessibilità nel poter investire sui suoi programmi di crescita.

L' IPO richiede la sua preparazione con largo anticipo e prevede cinque passaggi chiave.

Il primo passo consiste nello scegliere i partner esterni, tra cui gli auditor indipendenti ed i consulenti legali che provvederanno ad aiutare l'azienda nel revisionare la propria governance e la propria struttura per soddisfare le regole previste per le società quotate.

Il secondo passaggio riguarda la preparazione della documentazione necessaria e tutti i prospetti previsti dai regolamenti per ottenere le autorizzazioni propedeutiche alla quotazione.

Con il terzo passaggio si avvia il processo di richiesta di registrazione alla 'autorità finanziaria che regola il mercato borsistico.

Il quarto passo prevede l'annuncio al pubblico dell'IPO che avviene dopo l'approvazione dell'autorità finanziaria e la programmazione di vari road show con gli analisti che rappresenta cosiddetta fase di pre-marketing.

Il quinto passaggio riguarda la presentazione dell'operazione a gruppi qualificati di investitori che rappresenta la fase di vera commercializzazione, ed è in questa fase che si valuta il livello di domanda di azioni e si fissa una forchetta di prezzo.

Solo dopo aver completato queste cinque fasi con successo si passa dall' effettiva quotazione in borsa.

I motivi principali che spingono a scegliere la strada dell'IPO sono dovuti al fatto che questa strada coinvolge tutti gli stakeholders, Investitori, clienti, fornitori; e l'impresa viene generalmente supportata anche da loro per realizzare il proprio obiettivo.

L' IPO consente all'impresa di beneficiare di notevoli risorse finanziarie nuove che l'aiutano a realizzare con più facilità i propri progetti di crescita e ad avere fonti di finanziamento più diversificate.

La crescita dei mercati azionari agevola fortemente le IPO. I tassi di interesse molto bassi e i mercati del debito accomodanti facilitano le ricapitalizzazioni dei dividendi e le operazioni secondarie di LBO;

Viceversa, in periodi di restrizione creditizia gli interventi a leva diventano molto più impegnative e a volte proibitive.

Il contesto giuridico, fiscale e normativo è un altro fattore che influenza le modalità di uscita.

In conclusione, l'obiettivo centrale di tutti i gestori di Private Equity è quello di realizzare un congruo ritorno sull'investimento dopo un dato periodo di tempo. L'uscita è il processo attraverso il quale i fondi di private Equity liquidano i loro assets e costituisce una fase naturale, fisiologica di un ciclo di vita di una transazione di PE.

Il numero delle uscite di successo raggiunto da un fondo di PE influenza fortemente la sua capacità di attrarre investitori e di raccogliere fondi.

Sussistono in teoria diverse modalità di uscita per i gestori dei fondi per materializzare i propri investimenti.

Ogni percorso d'uscita presenta vantaggi e svantaggi.

Il contesto macroeconomico ed ambientale influenza decisamente il loro uso.

Le potenziali opportunità di uscita che un fondo di private equity prospetta ad un investitore costituiscono uno dei fattori più rilevanti nel determinare la sua decisione di investire in quel fondo.

#### **PREPARAZIONE PER L'USCITA**

La vita di un fondo è fissata tipicamente in una scansione temporale di 10 anni.

Alla fine di questo periodo il fondo viene chiuso ed i profitti realizzati durante la vita del fondo vengono distribuiti agli investitori e agli sponsor.

Per massimizzare il ritorno sugli investimenti gli sponsor normalmente pianificano e fissano due intervalli temporali di cinque anni all'interno dei quali vengono effettuati gli investimenti e realizzati i ritorni per recuperare i capitali investiti .

Spesso questo recupero coincide con il nuovo periodo in cui lo sponsor che sta provando a raccogliere nuovo capitale per finanziare nuove operazioni.

Pertanto, lo sponsor è incentivato a pianificare l'uscita già dalle prime fasi dell'investimento realizzato.

Questa pianificazione organizzata già dalle prime fasi aiuta lo sponsor a massimizzare il ritorno dell'investimento.

Per perseguire bene l'uscita è necessario che lo sponsor possieda un controllo adeguato sulla liquidità necessaria a gestire l'investimento e non commetta errori di sottovalutazione.

Per assicurarsi il pieno controllo sull'investimento è importante inoltre che lo sponsor negozi in modo efficace i propri diritti di controllo sull'investimento.

Questi sono:

- il "board control o veto rights" - con questa clausola lo sponsor si riserva il diritto di veto sulle operazioni straordinarie dell'impresa oggetto di investimento per controllare che non siano intraprese attività non coerenti con i suoi obiettivi;



- la “redemption right “ - con questa clausola lo sponsor si riserva il diritto di monetizzare la sua quota di partecipazione nell’ impresa chiedendo che sia la stessa impresa ad acquistare la propria quota;
- “drag along right” - con questa clausola lo sponsor si riserva la facoltà di costringere gli investitori di minoranza a vendere le loro quote di partecipazione nella società;
- “tag along right” con questa clausola nel caso della presenza di un club deal o di un investimento congiunto tra più soggetti, lo sponsor si riserva il diritto di costringere alla vendita agli altri partecipanti all’investimento.
- Dopo che un investimento di private equity si è concluso ci sono due importanti steps da seguire per giungere ad una uscita appropriata e profittevole.

Questi passaggi riguardano:

- la corretta individuazione delle criticità e delle modalità per affrontarle;
- la definizione di strategie chiare per creare valore;
- Il mantenimento di una governance appropriata e di pratica amministrative corrette.

Quando questi tre passaggi sono eseguiti in modo efficiente ed efficace ed emerge in modo evidente che l'impresa ha creato valore, lo sponsor decide l'uscita più idonea per massimizzare il ritorno dell'investimento.

Questa può avvenire tramite un'IPO, un Trade Sale, una vendita sul mercato secondario.

L'IPO viene spesso preferita dagli sponsor perché conduce a valorizzazione del portafoglio più rilevanti in periodi di mercati borsistici con apprezzabili trend di crescita.

Pertanto, nonostante l'IPO non consenta la completa monetizzazione dell'investimento del fondo lo stesso beneficio di incremento del valore realizzato post IPO si può realizzare per la quota di partecipazione residua quando gli accordi rendono possibile la sua vendita.

Si può inoltre avere la piena certezza del valore della quota residua dell'impresa rimasta nel portafoglio del fondo, in considerazione del prezzo delle azioni espresso dal mercato.

L' IPO incrementa altresì la qualità degli asset del fondo e fornisce al fondo un mercato su cui l'impresa può ottenere ulteriore liquidità, ove necessaria, attraverso la vendita di parte delle quote di partecipazione ancora detenute. Di conseguenza lo sponsor può trovare facilmente le modalità di realizzare l'uscita completa dall'investimento in un tempo relativamente breve e condizioni sempre ben conosciute.

Il manager della società supportano con più convinzione un'operazione di IPO, rispetto ad un Trade Sale, perché con questa soluzione vedono maggiore stabilità nelle proprie posizioni.

Inoltre, il management è molto ben incentivato perché solitamente riceve in premio quote di capitale dell'impresa in caso di successo dell'iniziativa.

Gli svantaggi di un IPO sono:

- L'investimento non viene liquidato completamente per molte ragioni;
- L'investimento del fondo di solito è troppo grande per essere collocato sul mercato in un'unica soluzione;

- L'uscita completa depone male sugli investitori della IPO perché presuppone che gli attuali proprietari non credono nelle buone prospettive della società;
- I sottoscrittori della IPO sarebbero preoccupati se la liquidità prodotta dalla IPO non affluisce nella società per potenziare le sue capacità di investimento e/o per ridurre il suo indebitamento;
- Inoltre, poiché il mercato sa che il fondo è normalmente interessato a liquidare al più presto il proprio investimento può essere preoccupato dal fatto che una quantità eccessiva di azioni vada sul mercato per un tempo molto breve facendo deprezzare le quotazioni di borsa;
- Per tale ragione gli investitori in IPO richiedono un lock up agreements che impegnano i fondi a non vendere le proprie quote residua per periodi medio lunghi;
- Le IPO presentano anche altri svantaggi in quanto essendo una procedura lunga e complessa, può distrarre il management dalle attività finalizzate alla creazione di valore.
- I costi di preparazione in tutte le sue fasi sono molto elevati;
- Gli obblighi di trasparenza e di reporting sono un altro non trascurabile impegno aggiuntivo che la IPO comporta durante e dopo la sua esecuzione;
- La perdita del controllo può anche essere un'altra conseguenza negativa per i manager del Fondo essendo peraltro previsto che le autorità preposte alla accettazione dell'IPO richiedano la nomina di rappresentanti indipendenti nei board delle società quotate;
- La perdita del controllo pieno sulla società può rendere più difficile per lo sponsor continuare a realizzare le proprie strategie di crescita del valore;
- Ed è frequente che dopo la IPO gli sponsor perdono i diritti di voto in precedenza acquisiti.
- Sussistono dei rischi di esecuzione nell'IPO in quanto, fattori interni ed esterni possono influenzare la possibilità di realizzare il livello di prezzo atteso dagli sponsor.

In questi casi di solito l'IPO non va a buon fine ed i costi sostenuti per portarla a termine vengono perduti.

Il fallimento di una un'IPO può risultare molto critica per un fondo di private equity in quanto, può generare la percezione sul mercato che la società è stata sopravvalutata o che ci sono problemi materiali non risolti al suo interno.

Queste situazioni si possono riflettere quindi negativamente anche nella ricerca di altre strade per monetizzare l'investimento.

### **VENDITA SUL MERCATO SECONDARIO**

Questa soluzione è meno impegnativa e costosa ma si tratta di un procedimento che richiede comunque un'adeguata preparazione.

Per attuare questo tipo di soluzione occorre comunque registrare l'intervento sul mercato secondario che è a sua volta un mercato regolamentato.

Si tratta di un percorso che a volte viene preferita all'IPO perché è più flessibile e veloce ed i passaggi burocratici da seguire sono meno complicati e stringenti.

Gli svantaggi ad essa associati sono comunque in parte speculari a quelli della IPO:

l'uscita integrale non è normalmente garantita a meno che non ci sia una forte domanda nella specifica transazione;

normalmente il valore della partecipazione globale è troppo elevata per trovare pieno assorbimento in questo mercato;

la registrazione dell'operazione comunque richiede impegno e focalizzazione da parte del management.

### **VENDITA AD UNA TERZA PARTE**

L'altra alternativa per uno sponsor è quella di vendere il suo asset ad un acquirente strategico come un concorrente, un cliente od un fornitore o ad un acquirente finanziario, come un altro fondo di private equity o un altro soggetto finanziario.

Questo tipo di cessione non differisce da altri tipi di transazione dello stesso genere se non per il fatto che l'obiettivo di un fondo di PE è quello di monetizzare il capitale investito e restituirlo agli investitori.

Per realizzare il maggior ritorno possibile sull'investimento investitori di PE devono avere l'abilità di negoziare la cessione di tutte le azioni della società e per questo devono anche esercitare i "drag ed along rights" detenuti.

Lo sponsor deve anche considerare il tipo di acquirente con cui negoziare la vendita della società.

Se si tratta infatti di un acquirente finanziario lo sponsor deve essere in grado di possedere un piano di trattenimento del management per assicurare l'efficace continuità della gestione aziendale.

Questo aspetto può contribuire a far elevare il prezzo della transazione e quindi il ritorno sull'investimento.

Durante questo tipo di vendita il venditore può scegliere di negoziare con un singolo acquirente o creare un processo di vendita rivolto a trattare con più potenziali acquirenti.

Mettere in gara più controparti significa impiegare molto più tempo per giungere al closing finale dell'operazione ma può portare a realizzare un prezzo più elevato.

Anche le condizioni di vendita in un processo con parti multiple possono risultare più vantaggiose per il venditore data la competizione che viene instaurata tra i vari acquirenti.

In questo tipo di vendita lo sponsor si pone l'obiettivo di realizzare un "clean break" con la transazione.

Ciò significa: liberare il fondo da tutti gli impegni assunti verso terze parti entro un periodo di tempo definito; fare in modo di limitare il rischio di indennizzo da riconoscere all'acquirente in caso di violazione di alcuni termini contenuti nei contratti della società venduta. Si tratta di aspetti molto rilevanti per un fondo al fine di essere in grado distribuire ai LPs tutte le somme incassate nel più breve tempo possibile.

Il fondo si deve anche prevedere di limitare i rischi di un ricorso dell'acquirente nei casi della presenza di conti vincolati che non vengono liberati secondo gli accordi assunti in origine. Infine, lo

sponsor deve proteggersi dai rischi connessi ai problemi di liquidazione riguardare alcuni asset presenti nel portafoglio della società vendute.

### **PROCESSO DUAL TRACK**

Le difficoltà finanziarie che si possono instaurare nel contesto economico in alcuni momenti storici possono spingere gli sponsor a preparare contemporaneamente due uscite come ad esempio una IPO ed un Trade Sale.

In questo modo si accrescono le chance che l'uscita dall'investimento vada a buon fine e inoltre nella fase finale si può scegliere la strada che assicura un risultato economico migliore.

In definitiva i vantaggi della vendita ad una terza parte sono:

la vendita completa della società;

maggior controllo sulle transazioni;

una maggiore velocità di esecuzione (2- 3 mesi).

Gli svantaggi di un Trade Sale sono:

la contrarietà del management che si può rendere indisponibile a favorire la transizione;

rischi di trasferire informazioni riservate ai competitor senza poi riuscire a concludere il deal;

ritardi dovuti ad aspetti regolamentari come le autorizzazioni dell'antitrust;

rischi finanziari, qualora l'acquirente non abbia un interesse strategico ma solo finanziario, che possono portare ad un prezzo meno elevato ed a ritardi legati all'ottenimento dei finanziamenti in cui normalmente questi acquirenti fanno ricorso.

### **USCITE PARZIALI**

Si realizzano normalmente attraverso la distribuzione speciali dei dividendi.

Queste possono avvenire in due forme:

1. non leveraged dividend;
2. leveraged dividend.

Nel primo caso si usa solo la cassa presente nella società senza ricorso a nuovo debito.

In questi casi l'uscita dal capitale della società è quasi sempre parziale dovuta al fatto che le risorse in cassa sono normalmente di dimensioni tali da non riuscire ad affrontare l'uscita totale dalla partecipazione del fondo nella società. Tuttavia il non leveraged dividend riduce i rischi legati al mantenimento di partecipazioni in società con un elevato grado di indebitamento ed evita in tal modo allo sponsor di essere messo sotto pressione nella gestione della partecipazione residua.

Le leveraged dividend recapitalization, sono spesso basate su interventi fatti da holding che detengono partecipazioni in società che usano l'assunzione di nuovo debito mettendo a garanzia le azioni della società su cui si interviene.

Sono spesso i finanziatori che preferiscono questa modalità tecnica per evitare di appesantire di troppo debito la società oggetto della transazione.

I vantaggi di questa modalità di uscita sono dati dal fatto che spesso è più consistente di una operazione non levereggiata e spesso può far realizzare la monetizzazione dell'intera quota di partecipazione.

Inoltre, diversamente da una IPO, spesso gli sponsor riescono a mantenere il controllo sulla società. Tuttavia, non mancano gli svantaggi in una leveraged dividend recapitalization che sussistono specialmente quando l'uscita è solo parziale .

In questi casi il rischio sul capitale residuo detenuto nella società aumenta per effetto del cambiamento qualitativo della struttura finanziaria che espone la società alla possibilità di non essere in grado nel tempo di generare i flussi di cassa sufficienti a rimborsare il debito assunto, oppure di generare flussi di cassa insufficienti a soddisfare anche le esigenze di remunerare adeguatamente il capitale residuo oltre che a rimborsare finanziamenti. Può anche comportare rischi di immagine dovuto al fatto che gli opinion maker possono considerare questo tipo di interventi troppo speculativi scalfendo così la reputazione del fondo.

Un'ulteriore rischio può essere di tipo legale connesso al fatto che se la società va in default a seguito della operazione distribuzione dividendi questa può essere considerata la causa principale del fallimento della società e tale circostanza può di conseguenza sottoporre gli sponsor ad azioni legali anche di natura penale .

#### **REDEMPTION RIGHT**

Lo sponsor può realizzare la liquidazione della propria quota di partecipazione forzando la società ad utilizzare la propria cassa per acquistare la propria quota di partecipazione al capitale.

Ciò può avvenire se il fondo di Private Equity negozia al momento dell'entrata nell'investimento i diritti di redemption in suo favore .

Questi diritti consentono al soggetto che li acquisisce di esercitare l'opzione di usare la cassa della società per liquidare, in tutto in parte, la propria quota di partecipazione e di ottenere anche il diritto di essere privilegiato rispetto agli altri soci nell'effettuare questo tipo di operazione .

Ciò normalmente avviene stabilendo un prezzo fisso predeterminato delle azioni nello stesso momento di acquisizione del diritto.

Questa via d'uscita conferisce agli sponsor del fondo la possibilità di monetizzare un momento da loro prescelto un investimento e di realizzarlo ad un prezzo che normalmente prevede un premio rispetto al prezzo di entrata, anche se in quel momento il valore reale del mercato della società è più basso. Comunque questo tipo uscita è una forma di uscita di ultima istanza che viene esercitata normalmente quando l'investimento si rivela non di successo.

Infatti, questo tipo di uscita implica un ritorno sull'investimento più basso di quello atteso ed una effettiva possibilità di realizzo correlata al volume di cassa realmente prodotto dall'azienda.

#### **TAG ALONG RIGHTS**

nei club deal o multi sponsor investment, più sponsor entrano nell'operazione di acquisto.

La Tag Along Right dà diritto allo stockholder che la detiene di pretendere che qualora un altro sponsor negozia la vendita della propria quota con una controparte, di richiedere di partecipare pro rata alla transazione allo stesso prezzo e alle stesse condizioni.

Tuttavia i vantaggi di questa modalità di uscita sono limitati in quanto normalmente queste transazioni sono riferite ai casi in cui gli acquirenti comprano quote limitate di società determinando di conseguenza, in caso di esercizio, una monetizzazione parziale del proprio investimento ed un minor potere di controllo rispetto agli sponsor che non esercitano il diritto.

Di fatto queste clausole servono a disincentivare i partecipanti ad un club deal ad intraprendere negoziazioni separate per vendere le proprie quote di azioni nella società.

Esse si potrebbero infatti risolvere a vantaggio di altri sponsor con quote di partecipazione più elevate rispetto a quelle detenute da coloro che instaurano le trattative.

# Capitolo III

## ➤ Paragrafo 3.1 - La situazione del mercato italiano

Analizzando i dati del 2019 (gli ultimi disponibili in forma organica) rilevabili da studi del mercato italiano molto qualificati come: AIFI - PEM - KPMG, si osserva, in termini di numero di deal portati ad effetto nel nostro paese, un dato aggregato di 221 operazioni con un incremento molto consistente (26% ) rispetto alle 175 operazioni concluse nel 2018.

Questo risultato consolida il trend di crescita dell'ultimo quadriennio e mostra segnali inequivocabili del crescente dinamismo in atto nel nostro mercato che al netto della situazione pandemica in atto lascia ben sperare per il futuro del settore.

Guardando questi dati più in profondità si rileva che in termini di offerta cresce significativamente il numero degli operatori attivi: 153 nel 2019 (considerando sia i deal che i coinvestitori ) contro i 119 del 2018 (+22% ), anche se tende a ridursi il rapporto tra operazioni concluse e il numero di operatori pari a 1,4 verso 1,6 del 2018.

Assume un rilievo più marcato il ruolo sempre più importante degli operatori esteri in quanto il 49% delle operazioni è stato realizzato da fondi non domestici.

Un altro valore segnaletico di rilievo è dato dal fatto che diminuisce il livello di concentrazione delle attività di investimento in quanto il numero dei principali operatori nel 2019 hanno realizzato volume di investimento inferiori a quelli realizzati nel 2018.

Nell'ambito delle tipologie di investimento si osserva che le operazioni di buyout continuano ad essere quelle più realizzate (75%) con un profilo medio che presenta le seguenti caratteristiche (vedi tavola 1)

**PROFILO MEDIO DELL'INVESTIMENTO NEL CORSO DEL 2019**

Tipologia d'operazione	Buy out
Quota acquisita	77%
Deal origination	Family & Private
Regione	Lombardia
Settore	Prodotti per l'industria
Volume dei ricavi (Mln €)	35,6
Enterprise Value (Mln €)	74,6
EV/EBITDA	9,1x

**tavola 1**

Tuttavia, tende a ridursi il valore mediano dell'Enterprise Value delle società oggetto di acquisizione che è passato dai 95,5 milioni di euro del 2018 ai 74,6 milioni di euro del 2019.

Questa situazione trova riscontro anche andando ad esaminare altri indicatori quali il livello del fatturato, il livello del numero di dipendenti, 112 nel 2019 contro 142 del 2018.

Il dato relativo ai multipli a cui vengono concluse le transazioni tendono a diminuire infatti l' EV/EBITDA passa da 10,1 del 2018 a 9,1 del 2019.

Le operazioni "expansion" tendono ad avere un'incidenza minore: rappresentavano infatti il 25% del totale nel 2017, il 21% nel 2018 e il 19% nel 2019.

Il turnaround nel 2019 ha raggiunto una quota del 4% su numero totale delle operazioni in flessione rispetto al 2018 (6%).

Il "replacement" mostra un sostanziale stabilità con il 2% di incidenza sul valore totale delle operazioni.

Per quanto concerne le "origination" queste continuano a provenire per il 77% da imprese private e familiari, continuando a rappresentare sul nostro mercato la opportunità di investimento prevalente.

Mentre crescono in misura marcata le cessioni di ramo d'azienda che passano nell' ultimo anno di osservazione dal 2% al 6%.

Sul fronte della distribuzione geografica, la Lombardia era e resta il principale bacino degli operatori attraendo circa il 40% degli interventi, seguita dall' Emilia-Romagna con circa il 15%, dal Veneto con il 13% e dalla Toscana con l'8%.

Nel sud si osserva una discreta crescita delle operazioni passate da 9 nel 2018 a 15 nel 2019, anche se resta un'area del tutto marginale.

I settori d'intervento privilegiati su cui gli operatori rivolgono il loro interesse sono quelli dei prodotti per l'industria che ha visto attrarre il 25% del numero delle operazioni del 2019 ed i beni



di consumo con il 22%. Si tratta di comparti storicamente considerati più attraenti e che tendono da tempo a costituire circa il 50% del mercato complessivo.

Il settore alimentare con il 12% resta un altro polo di attrazione interessante, insieme al terziario, con l'11%. L'industria ICT mostra segnali di ripresa dopo una fase di flessione per effetto della crescente richiesta di nuove applicazioni in nuovi ambiti industriali.

Il trasporto mantiene una certa stabilità mentre per contro registra un calo il settore finanziario.

Un dato estremamente importante ai fini delle valutazioni sulle dinamiche presenti nell'ambito del private equity sul mercato italiano è dato dal volume del fatturato delle imprese target.

Nel 2019 il 75% degli investimenti è stato indirizzato verso imprese che non superano il fatturato di 60 milioni, nel 2018 questo dato era pari al 58%.

La presenza in imprese con fatturato compreso tra i 60 e i 100 milioni tende a ridursi in modo accentuato passando dal 17% del 2018 al 10% del 2019.

Anche le operazioni sulle aziende di grandi dimensioni flettono in misura consistente attestandosi al 3% nel 2019 contro il 9% del 2018.

Passando all'analisi dei multipli, si rileva che dopo un triennio di multipli in ascesa il 2019 ha denotato una contrazione non trascurabile.

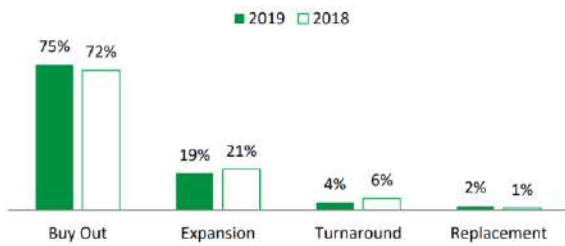
Tuttavia, i multipli rimangono elevati rispetto al confronto con altri mercati europei ed internazionali.

Tale fenomeno è riconducibile prevalentemente alla competizione tra gli operatori e alla crescita del loro numero, nonché alla presenza di investitori non domestici che dispongono di risorse finanziarie ingenti.

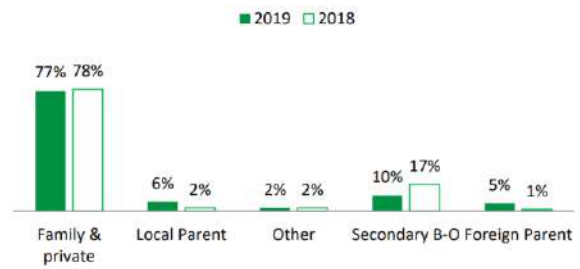
Gli altri fattori che hanno inciso sui multipli sono la realizzazione di investimenti in aziende con prospettive di crescita importanti nel loro settore e in cui erano presenti marchi attrattivi.

I grafici che seguono (fonte: PEM Private Equity Monitor Italia 2019) forniscono una rappresentazione immediata delle caratteristiche e delle dinamiche del mercato.

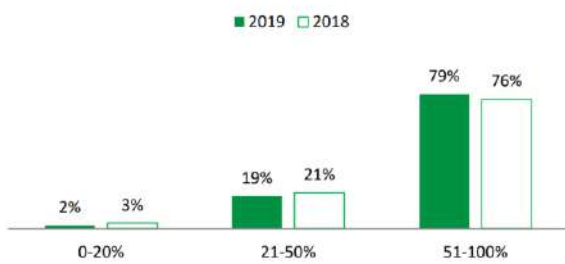
**2019 vs 2018: Distribution by stage of investment**



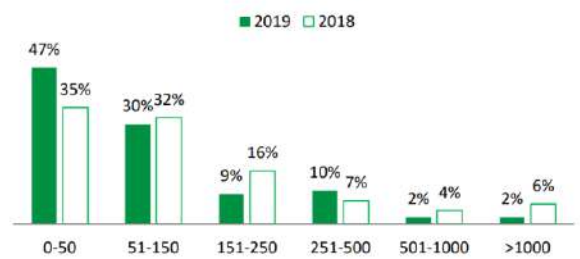
**2019 vs 2018: Distribution by deal origination**



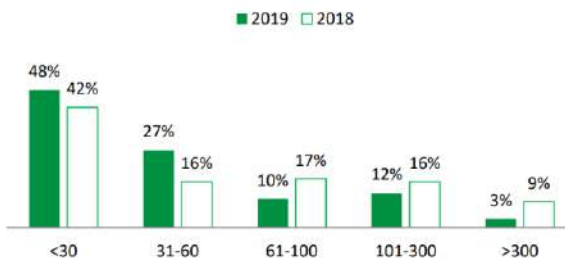
**2019 vs 2018: Distribution by lead investor acquired stake**



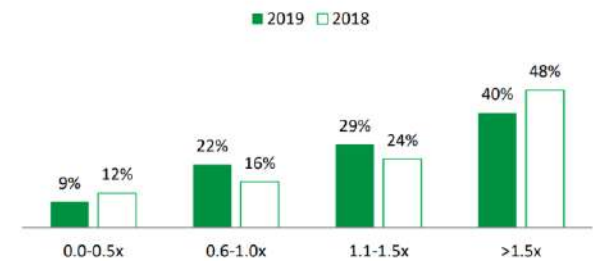
**2019 vs 2018: Distribution by Enterprise Value (€/mln)**



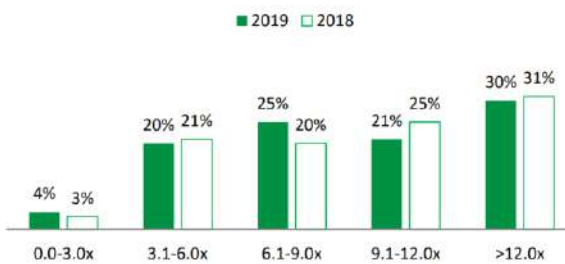
**2019 vs 2018: Distribution by target company sales (€/Mln)**



**2019 vs 2018: Distribution by target company EV/Sales**



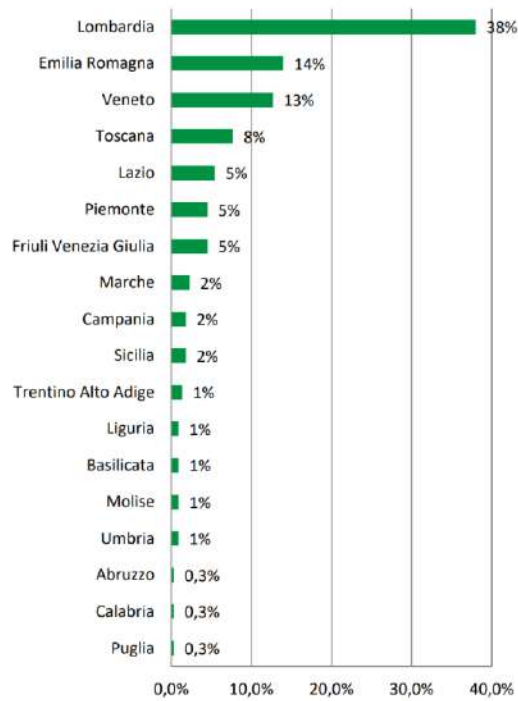
**2019 vs 2018: Distribution by target company EV/EBITDA**



**Net debt/Equity ratio**

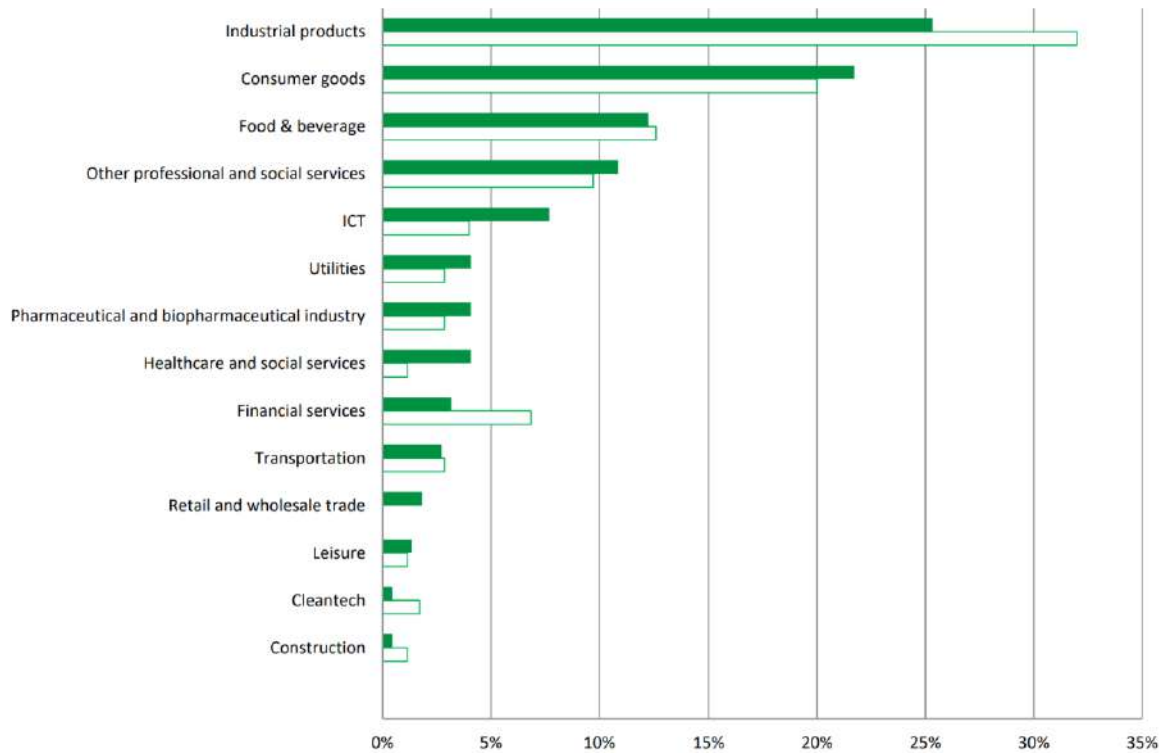


2019: Regional distribution of target companies



2000-2019: Total number of deals by region

Lombardia	740
Emilia Romagna	289
Veneto	226
Piemonte	171
Toscana	110
Lazio	97
Friuli Venezia Giulia	74
Liguria	53
Marche	47
Campania	41
Trentino Alto Adige	20
Umbria	18
Puglia	17
Sicilia	16
Abruzzo	15
Sardegna	5
Calabria	4
Basilicata	4
Molise	3



➤ Paragrafo 3.2 - I TARGET PER I FONDI DI INVESTIMENTO NEL MERCATO ITALIANO

L'Italia è il mercato con il numero più elevato in Europa di PMI. Questa caratteristica rende il nostro paese su base teorica il mercato potenzialmente più interessante per gli operatori di PE, i quali notoriamente hanno come missione quella di ricercare opportunità su cui investire per favorire il salto dimensionale sotto vari profili.

Al fine di individuare questo potenziale teorico Cerved nel 2019 ha condotto un'analisi per individuare le PMI che potrebbero costituire un potenziale obiettivo per i fondi di private equity.

Per identificare le imprese target Cerved ha preso in considerazione tre parametri principali:

- la crescita dell'azienda nell'ultimo quinquennio sull' aumento medio annuo dei ricavi di almeno il 10%;
- l'elevatezza dell'ebitda in rapporto al fatturato con un livello superiore al 10%;
- la capacità di generare cassa misurata dal rapporto tra cash flow e fatturato superiore al 10% sulla base dell'ultimo bilancio disponibile).

Sulla base del primo criterio Cerved ha selezionato tra le società non quotate e tra quelle non possedute da fondi di private equity circa 42.000 imprese. 35.000 di queste sono piccole imprese e 7.000 sono medie imprese, mentre 1237 sono le grandi imprese con crescita a doppia cifra nell'ultimo quinquennio.

Tra queste 42.000 imprese, 28.000 sono a completo controllo familiare, 14.000 imprese sono aperte a capitali esteri con quote di partecipazione superiore al 50%.

Tra le prime 15.000, nessuna di queste ha un membro esterno della famiglia come socio o amministratore, mentre 9.000 hanno almeno un socio o un amministratore esterno mentre le altre 4.000 hanno un AD esterno.

Combinando il primo criterio (crescita fatturato) con il secondo (livello dell'ebitda), il numero delle aziende selezionate scende a 4.672 di cui 3.965 piccole imprese, 578 medie imprese e 129 grandi società.

Tra queste 1.702 sono realtà totalmente chiuse a membri esterni nella compagine familiare.

Infine considerando anche il terzo criterio (sviluppo del cash flow), le imprese eligibile per i fondi di PE sono secondo Cerved 4.509 (vedi figura 1).

### PMI potenziali target per i fondi di Private Equity

Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio\*  
(tasso medio annuo di crescita ricavi >10%)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	3.771	7.274	13.179	24.224	11.238	35.462
Medie	699	1.463	1.618	3.780	3.033	6.813
<b>PMI</b>	<b>4.470</b>	<b>8.737</b>	<b>14.797</b>	<b>28.004</b>	<b>14.271</b>	<b>42.275</b>
Grandi	120	237	118	475	762	1.237
<b>PMI e grandi</b>	<b>5.169</b>	<b>10.200</b>	<b>16.415</b>	<b>28.479</b>	<b>15.033</b>	<b>43.512</b>

Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio\* ed alto EBITDA  
(tasso medio annuo di crescita ricavi >10% e Mol/ricavi >10%)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	415	853	1.526	2.794	1.171	3.965
Medie	69	167	178	414	293	707
<b>PMI</b>	<b>484</b>	<b>1.020</b>	<b>1.704</b>	<b>3.208</b>	<b>1.464</b>	<b>4.672</b>
Grandi	10	28	9	47	82	129
<b>PMI e grandi</b>	<b>494</b>	<b>1.048</b>	<b>1.713</b>	<b>3.255</b>	<b>1.546</b>	<b>4.801</b>

Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio\*, alto EBITDA ed elevata generazione di cassa  
(tasso medio annuo di crescita ricavi >10%, cashflow/ricavi >10%, MOL/ricavi >10%)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	381	800	1.423	2.604	1.101	3.705
Medie	67	165	170	402	279	681
<b>PMI</b>	<b>448</b>	<b>965</b>	<b>1.593</b>	<b>3.006</b>	<b>1.380</b>	<b>4.386</b>
Grandi	7	27	9	43	80	123
<b>PMI e grandi</b>	<b>455</b>	<b>992</b>	<b>1.602</b>	<b>3.049</b>	<b>1.460</b>	<b>4.509</b>

Figura 1

Tra queste 3.705 sono piccole imprese, 681 medie e 123 grandi.

Le imprese che presentano maggiore possibilità di aprire il proprio capitale a fondi di private equity, tra quelle in cui è considerato anche il criterio del cash flow, sono 1.380 e sono quelle in cui nessuna famiglia la maggioranza dei diritti di voto.

Anche le società familiari governate da una AD esterno sono considerate un target potenzialmente più aperto e più interessante per i fondi di private equity. Esse sono 448, mentre quelle che hanno un socio esterno, altrettanto considerate con potenzialmente sono 965.

1.593 imprese tra il cluster in cui è posto il focus sul parametro cash flow sono considerate aziende con un approccio molto conservativo ma tra queste circa 500 sono suscettibili di un prossimo cambio generazionale e pertanto sotto tale profilo possono rappresentare un bacino ancora più interessante (vedi figura 2).

# PMI target di Fondi di private equity vicine al passaggio generazionale

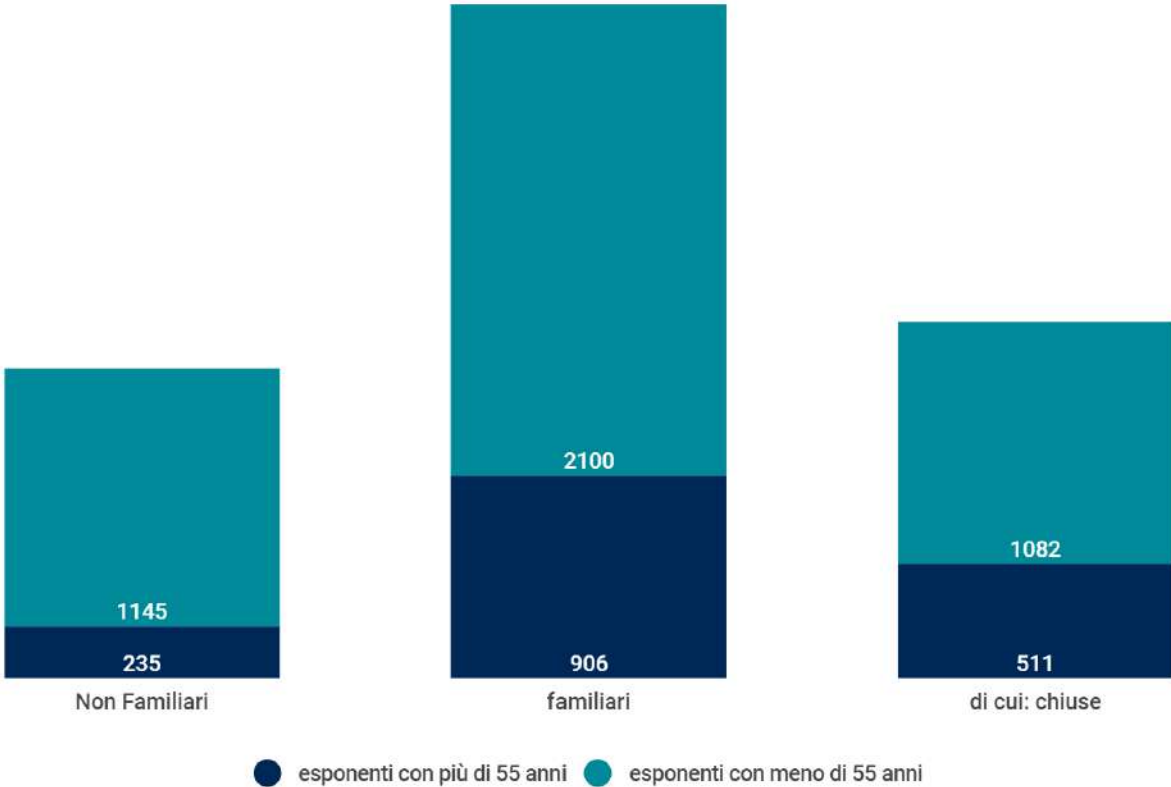


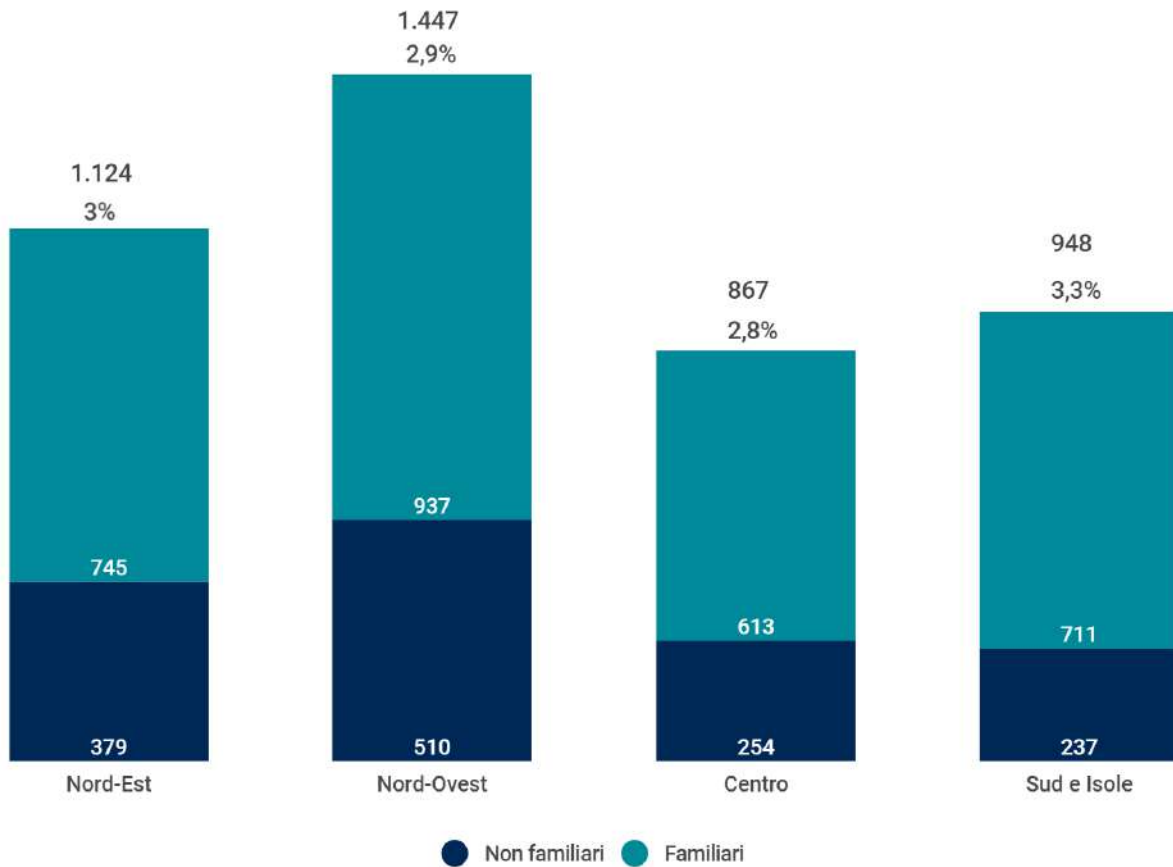
Figura 2

Su base geografica 1447 imprese (considerando il cluster delle 4386 PMI), sono localizzate nel nord- ovest 1.124 nel nord- est, 867 nel centro e 948 nel sud e nelle isole( vedi figura tre).

Figura 3

## PMI target di Fondi di private equity per area di appartenenza

Totale e in % rispetto alle PMI nell'area

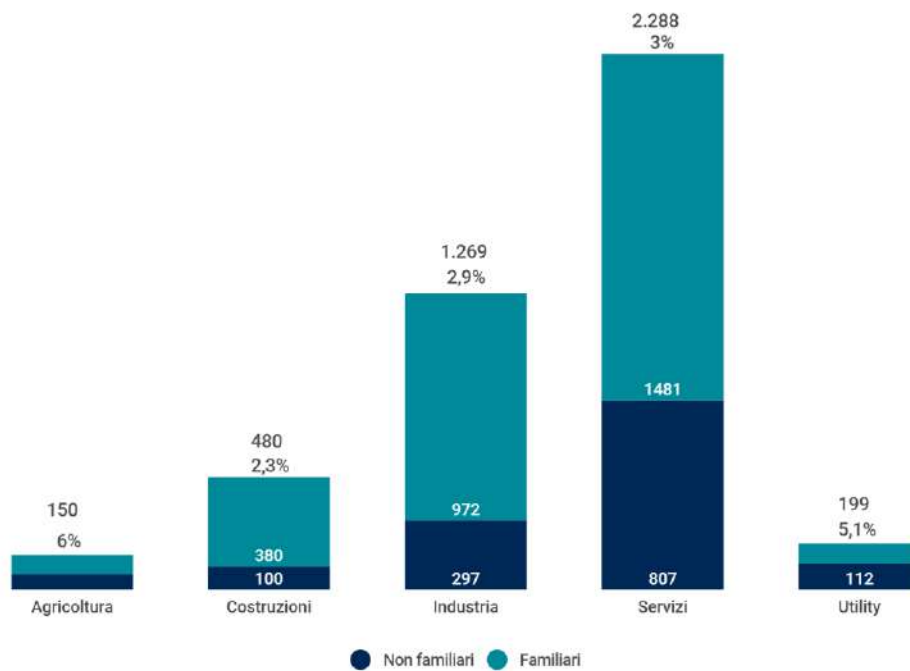


Osservando il settore di appartenenza, 2.288 sono imprese operanti nei servizi, 1.269 nell'industria, 480 nelle costruzioni, 199 sono Utilities e 150 operano nell'agricoltura (vedi figura 4).

Figura 4

## PMI target di Fondi di private equity per settore di appartenenza

Totale e in % rispetto alle PMI del settore



Il settore in cui opera l'impresa incide in modo rilevante sulle scelte di investimento dei fondi di private equity in quanto tale aspetto si riflette anche sulle aspettative di crescita future. Si tratta ad evidenza pertanto di un fattore chiave per un fondo di PE.

Anche la frammentazione presente nel settore è un fattore che influenza le scelte di investimento perché ad una elevata frammentazione, corrispondono più elevate opportunità di intervenire successivamente con operazioni di M&A.

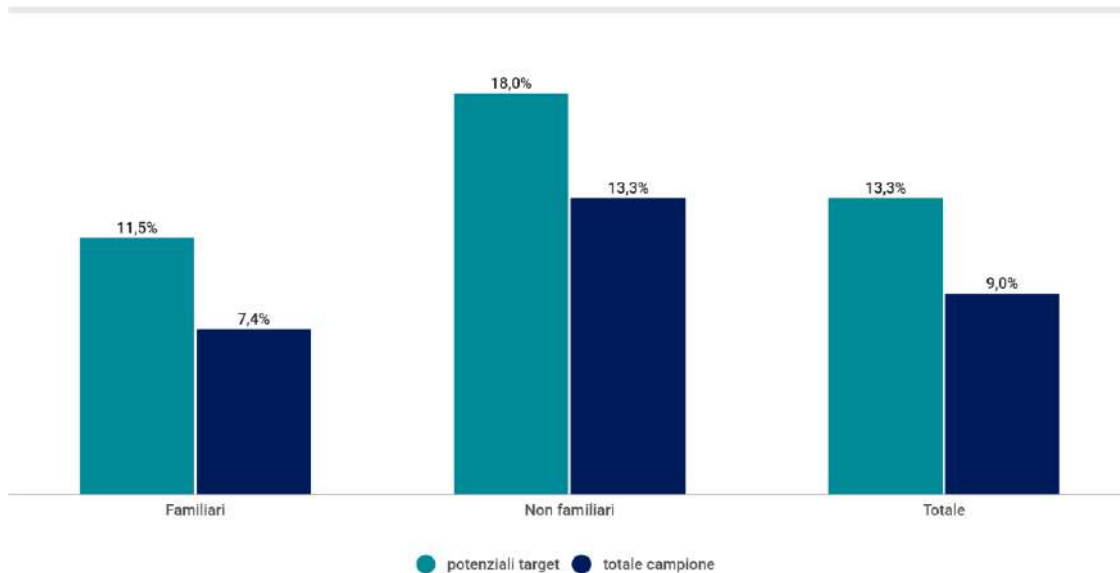
La propensione all'innovazione costituisce un altro importante elemento di influenza poiché esprime un' implicita maggiore capacità di crescita (vedi figura 5).



Figura 5

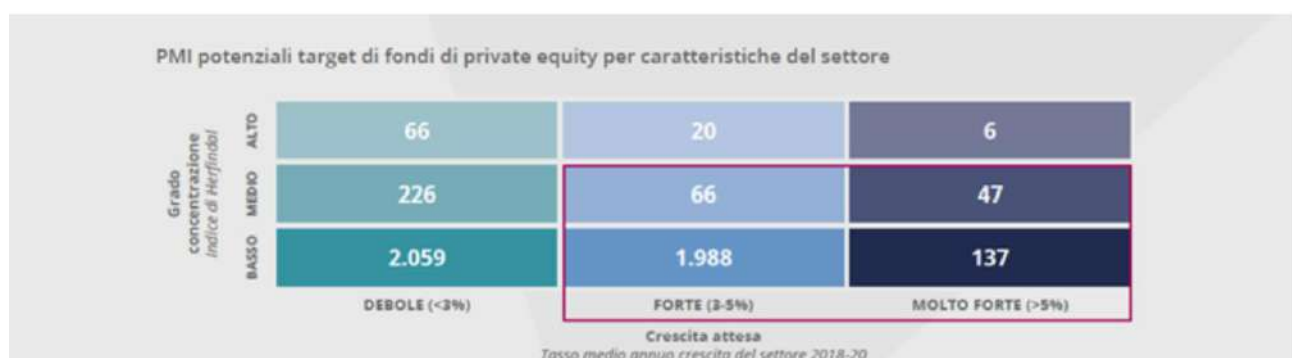
### Presenza PMI con elevata propensione all'innovazione: confronto tra potenziali target di fondi e totale campione

solo PMI con disponibilità score innovazione; % sul totale con score 'top innovative'



Cerved ha utilizzato le previsioni di crescita nei vari settori dell'economia italiana e gli indici di concentrazione degli stessi settori ed in tal modo ha collocato le 4.386 PMI eligible in una matrice che incrocia le previsioni di crescita con la frammentazione. Pertanto sono state individuate 137 PMI che operano in settori in forte crescita e con una alta frammentazione. Adottando criteri meno stringenti sono state individuate 2.338 imprese che operano in settori con crescite meno accentuate (3%) e con un livello di concentrazione più basso (vedi figura 6).

Figura 6



### ➤ Paragrafo 3.3 - LE PROSPETTIVE DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Dopo la fase più acuta della crisi sanitaria pandemica, secondo una ricerca condotta da AIFI, i fondi di private equity si stanno concentrando sulle strategie di add-on e sul consolidamento del mercato delle controllate.

Questo studio rivela che la crisi ritarderà le exit dalle società in portafoglio, i multipli scenderanno del 10 -20% , tuttavia questa fase potrà rappresentare anche un'opportunità di consolidamento sulle posizioni d' investimento che renderà le imprese target più forti e più capaci di affrontare il mercato.

Gli operatori di private equity, peraltro, si stanno impegnando a prestare attenzione agli aspetti di ESG (welfare, tutela ambiente e sicurezza sul lavoro).

Questa tendenza è più marcata nei fondi di emanazione internazionale (63%) operanti nel nostro paese mentre tra i fondi italiani la percentuale scende al 27%.

Per quanto riguarda il volume di attività nei primi sei mesi del 2020 i deal di private equity e venture capital sono diminuiti in misura limitata 175 contro 189 dello stesso periodo.

Anche il fund raising è proseguito senza traumi nel primo semestre del 2020 anche per effetto dell'esistenza di un elevato livello di "dry- powered".

Questo dato dimostra che l'industria del private equity rimane molto resiliente alla grave crisi vissuta nel 2020 e 2021.

Si tratta peraltro di un andamento in linea con l'andamento del M&A che nel primo semestre 2020 ha visto scendere il numero di operazioni del 17% rispetto allo stesso periodo del 2019.

In precedenza per contro questo comparto aveva evidenziato un raddoppio delle operazioni negli ultimi 5 anni 2014-2019.

In questa crisi molto peculiare in cui l'indebitamento delle imprese sta crescendo in misura consistente ed in forma più o meno generalizzata il private capital può rappresentare uno strumento ancora più utile di prima per consentire alle imprese di riequilibrare la propria struttura finanziaria e patrimoniale.

L'aspetto cruciale per favorire questo processo è dato dalla necessità di far progredire di pari passo l'intervento pubblico a quello privato, facendo in modo che la strada maestra resti comunque sempre il mercato e che non si verificano fenomeni di spiazzamento per gli operatori privati (Vedi l'intervento del presidente dell' AIFI, professor Innocenzo Cipolletta presso la commissione finanza della Camera dei deputati 20 luglio 2020) ciò anche al fine di evitare che lo stato diventi un imprenditore stabile generando rischi di distorsione del mercato.

Il mercato italiano peraltro rappresenta per gli operatori di PE un mercato potenzialmente ricco di opportunità data la vastità e la validità delle imprese operanti.

Tuttavia, il mercato italiano nonostante gli sviluppi riscontrati nel quinquennio 2014 2019 risulta ancora troppo piccolo ove si consideri che la Francia nel 2019 ha realizzato un funding 10 volte

superiore a quello dell'Italia ed un valore degli investimenti di circa tre volte superiore, mentre il Regno Unito mostra numeri ancora più rilevanti.

Per dare un adeguato impulso all'attività dell'industria del PE occorre quindi introdurre alcuni cambiamenti strutturali idonei a colmare il gap che ci separa dai paesi europei più evoluti.

A tal fine, in primo luogo occorre favorire l'afflusso del risparmio verso forme di investimento in capitale di rischio d'impresa.

Tale scopo può essere realizzato cercando di condividere l'obiettivo di un'equa remunerazione del risparmio previdenziale nel medio lungo termine con quello del sostegno dei fondi pensione al sistema imprenditoriale e a quello dell'innovazione che può a sua volta far crescere l'occupazione e di riflesso i volumi dei contributi previdenziali ed assistenziali alimentando un prezioso circolo virtuoso.

L'intervento governativo in tale ottica risulta indispensabile per introdurre forme di incentivazione giuridico fiscale utili ad attivare il citato circuito.

Un altro intervento richiesto dagli operatori del settore per eliminare gli svantaggi competitivi verso gli altri paesi e quello della semplificazione del quadro regolatorio.

In tale ambito l'istanza più sentita è quella di evitare l'assimilazione del settore specifico e quello bancario.

Un altro intervento che darebbe uno slancio molto più robusto settore quello della creazione di favorire il partenariato pubblico- privato attraverso lo strumento dei fondi dei fondi.

È questa la via per creare un effetto leva alla raccolta dei fondi di PE consentendo in tal modo di moltiplicare risorse per le imprese sia investendo su professionalità già sviluppate nel settore che favorendo la nascita di nuove.

Il terzo intervento auspicato è quella della leva fiscale, proposta nella forma del credito d'imposta da dare agli investitori istituzionali (fondi pensioni, enti previdenziali, compagnie assicurative) che investono sui fondi di private equity al fine di far emergere tutto il potenziale inespresso su questi soggetti.

In questo modo si compenserebbe la perdita di liquidità che tali investitori subiscono investendo in questa tipologia di investimento offrendo loro l'opportunità di realizzare rendimenti molto più rotondi rispetto ad altre tipologie di allocazione di risorse.

Il paese ha un estremo bisogno di accrescere le proprie ricchezze ed i livelli di occupazione e questo potrebbe costruire un canale certamente produttivo per dare ritorni allo Stato utili a migliorare il proprio rapporto debito/pil.

La quarta area d'intervento auspicata dai rappresentanti del settore è quella delle garanzie assicurative.

Il settore necessita di strumenti idonei a ridurre gli assorbimenti di capitale. Tale obiettivo può essere ottenuto attraverso l'acquisizione di appropriate garanzie rilasciate dalle compagnie di assicurazione.

Per favorire questo mercato risulta necessario produrre norme e regolamenti che rendano più agevole per le compagnie assumere queste forme di rischio, per esempio portando il “risk capital charge” a livelli più bassi di quelli attualmente previsti, come già avvenuto in altri paesi europei.

Anche questo intervento potrebbe essere ripagato ampiamente dai benefici sull’economia reale che ne deriverebbero.

La quinta area d’intervento richiesta è quella da attuare nell’ambito degli investitori di fascia alta dell’industria il private equity.

In questo ambito l’auspicio è quello che siano introdotti miglioramenti regolamentari idonei a favorire queste tipologie di investimenti, soprattutto in termini di soglie minime attualmente previste in euro 500.000, da ridurre al livello minimo di 100.000 euro e dal vincolo di concentrazione sul singolo investitore, attualmente fissato al 10%. Inoltre, l’AIFI ‘ha proposto di eliminare il vincolo dell’investimento di private equity da attuare nell’ambito di un rapporto di consulenza finanziaria non essendo tale vincolo contemplato in altri contesti comunitari.

La sesta ed ultima istanza proveniente dagli operatori di PE è quella di legittimare il “fronting-structures” per sbloccare il mercato delle acquisizioni.

La sentenza numero 12777 del 22 Marzo 2019 della Corte di Cassazione ha introdotto dubbi di legittimità su questa tipologia di operazione bloccando di fatto il mercato delle acquisizioni attuate con questa tecnica.

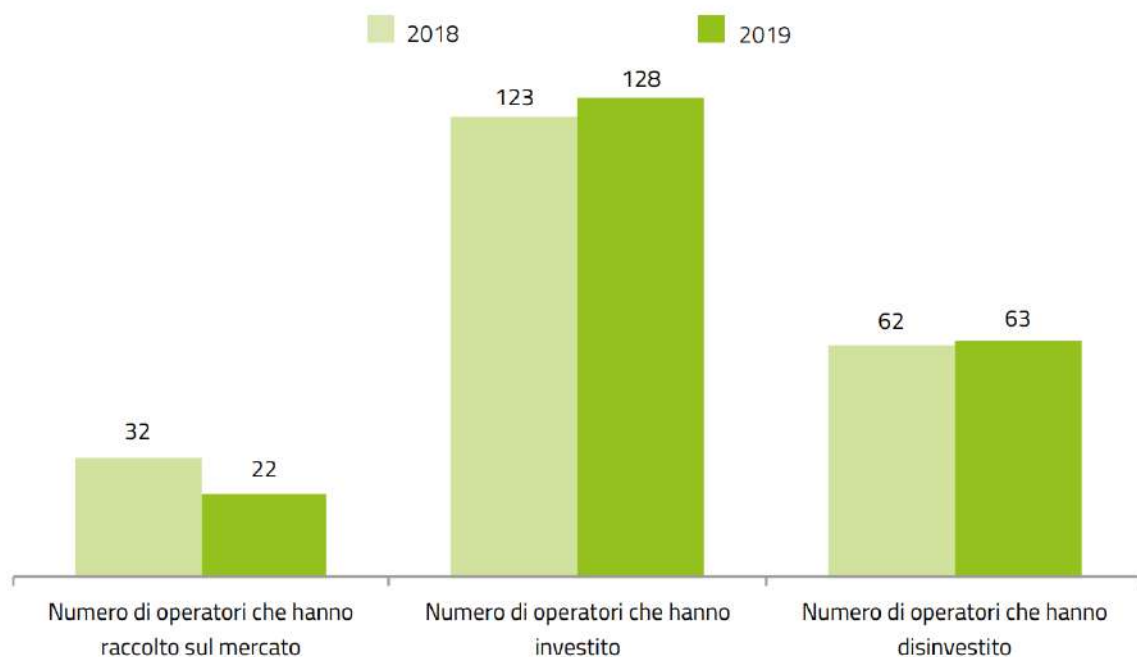
Pertanto, per migliorare la chiarezza del contesto occorre definire un quadro giuridico certo che assicuri la legittimità delle citate operazioni.

### ➤ Paragrafo 3.4 – I DATI DEL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY

in questo paragrafo esponiamo le dinamiche evolutive che hanno contrassegnato il mercato italiano del private equity negli ultimi 5 anni 2015- 2019 al fine di cogliere le tendenze di fondo e comprendere di conseguenza quali sono le sue reali prospettive di sviluppo nei suoi diversi profili.

Il numero degli operatori tende a crescere a ritmi molto contenuti (vedi grafico 1).

**GRAFICO 1** Evoluzione degli operatori attivi nelle diverse fasi di attività



Il dato non riflette un'apertura del mercato conforme alle aspettative di crescita che queste industrie dovrebbero avere in un'economia moderna di un paese avanzato come il nostro.

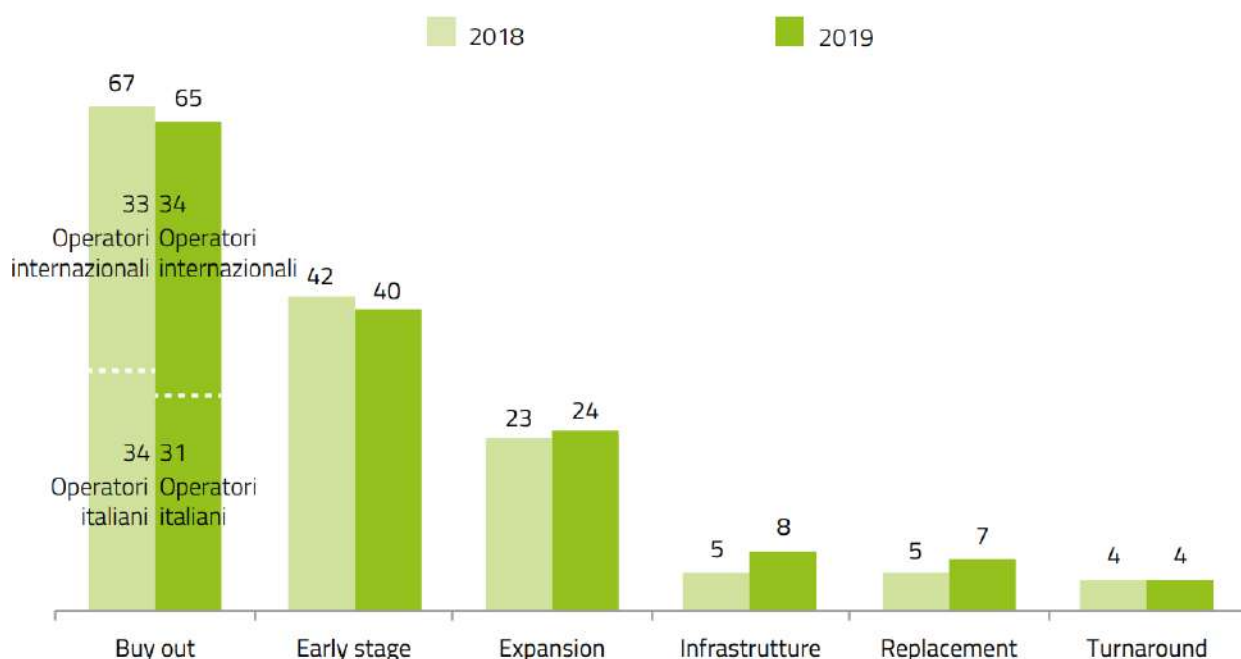
La tipologia di segmenti su cui intervengono gli operatori denota una tendenza alla polarizzazione sul Buy out, ed una scarsità permanente di deal negli altri segmenti: early-stage, expansion, infrastrutture, replacement e turnaround.

Tale dinamica è un segnale sintomatico di un sistema imprenditoriale troppo poco incline a considerare il PE come dovrebbe effettivamente essere e cioè un acceleratore, un modernizzatore ed un rilanciante dello sviluppo industriale.

L'accentuata concentrazione sul Buy- out invece riflette una concezione più affaristica nell'uso dello strumento sia dal lato da domanda che dell'offerta ( vedi grafico 2).

**GRAFICO 2**

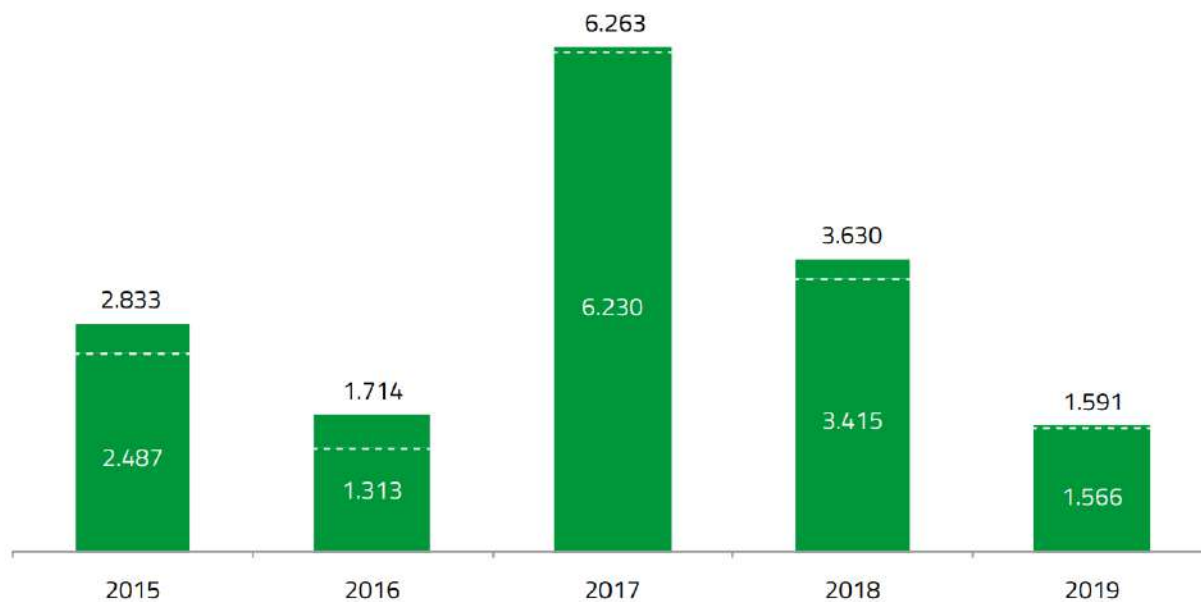
**Evoluzione degli operatori che hanno effettuato investimenti nei diversi segmenti**



Dal lato della raccolta il mercato evidenzia un andamento piuttosto erratico.

La sua evoluzione altalenante in termini di crescita e decrescita fa risaltare la sostanziale mancanza di fluidità di parte da parte degli investitori istituzionali nell'orientare le proprie scelte di investimento su questa asset class e la mancanza cronica di interventi strutturali idonei a superare questa criticità come per esempio la creazione dei fondi dei fondi sulla base del modello francese (vedi grafico 4).

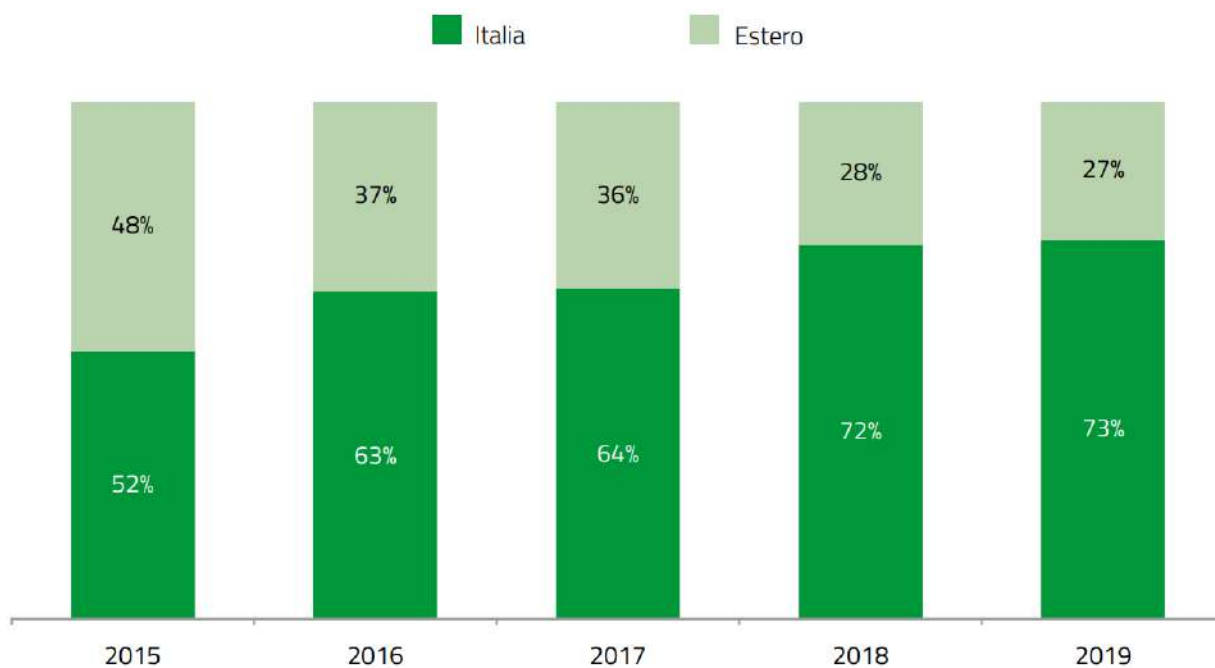
**GRAFICO 4** Evoluzione dei capitali raccolti (Euro Mln)



L'origine dei capitali raccolti tuttavia pone in evidenza un dato confortante rappresentato dalla crescita dell'interesse degli investitori domestici verso investimenti nel capitale di imprese private non quotate, ancorché ampiamente distante da quello di tutti gli altri paesi europei più grandi tra cui anche la Spagna (vedi grafico 6).

**GRAFICO 6**

Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato



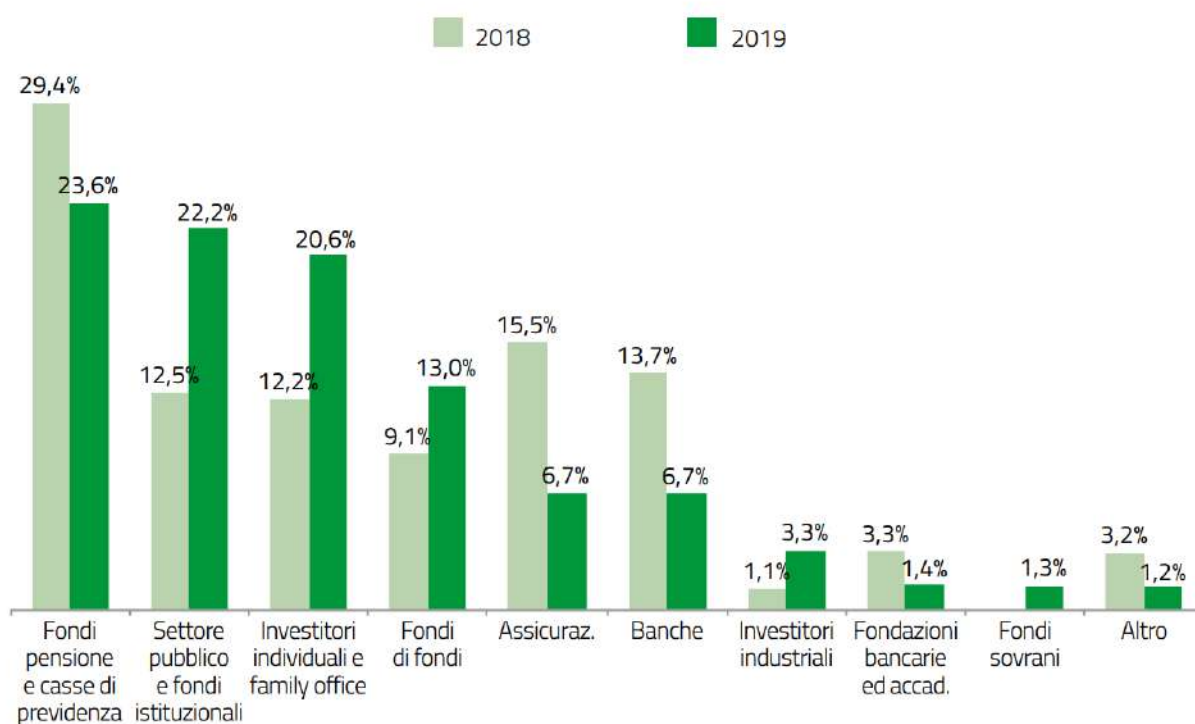
Sul versante delle fonti si osserva una crescita consistente dell'apporto fornito al settore pubblico dai fondi istituzionali, da parte dei gli investitori individuali e dai family Office, dai fondi dei fondi e dagli investitori industriali.

Per contro ristagnano gli investimenti da parte dei fondi finanziari e cala l'interesse da parte delle compagnie di assicurazione e banche (vedi grafico 7).

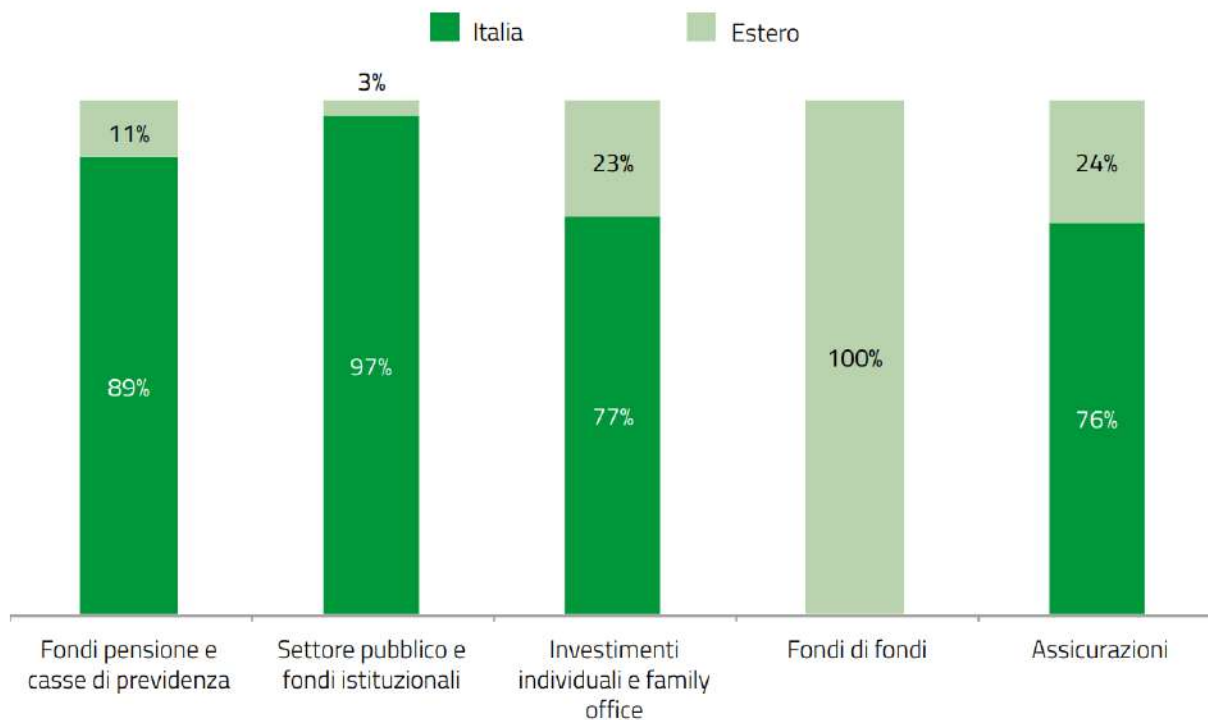


**GRAFICO 7**

Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte



L'origine delle fonti fornisce un altro punto di vista sufficientemente rivelatore degli aspetti critici del mercato italiano costituito in primo luogo dall' assenza totale di fondi dei fondi domestici (vedi grafico 8).

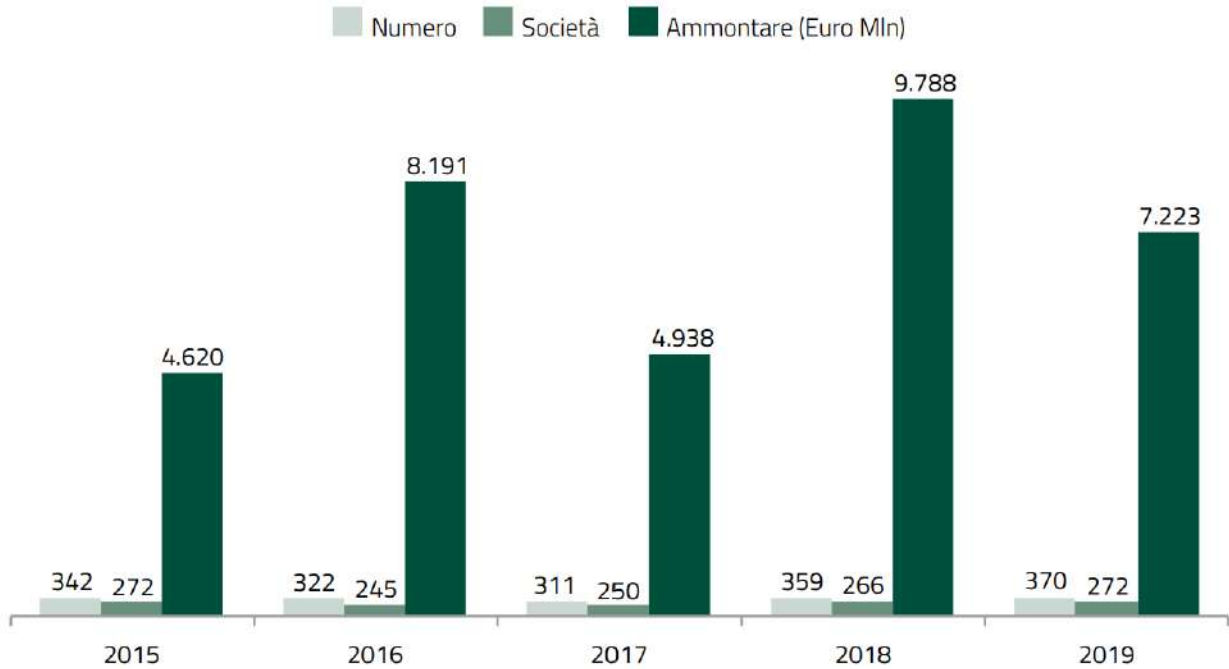
**GRAFICO 8****Origine geografica dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte nel 2019 (prime fonti)**

Guardando il mercato sul fronte degli investimenti si rileva che nel quinquennio 2015-19 il numero delle operazioni si mantiene sostanzialmente stabile intorno un valore medio di circa 350 investimenti per anno.

La stessa situazione si mantiene sul numero della società oggetto di investimento con un dato oscillante intorno alle 250- 270 unità, mentre il valore degli investimenti mostra situazioni più marcate con una tendenza ad un consolidamento degli ammontari investiti intorno ai 7/9 miliardi di euro nel biennio 2017 2019 dopo la crescita poderosa registrata nel 2016.

Il trend mostra quindi chiaramente una incapacità di delineare un processo di sviluppo coerente con le dinamiche in atto nel mercato globale (vedi grafico 10).

**GRAFICO 10** Evoluzione dell'attività di investimento



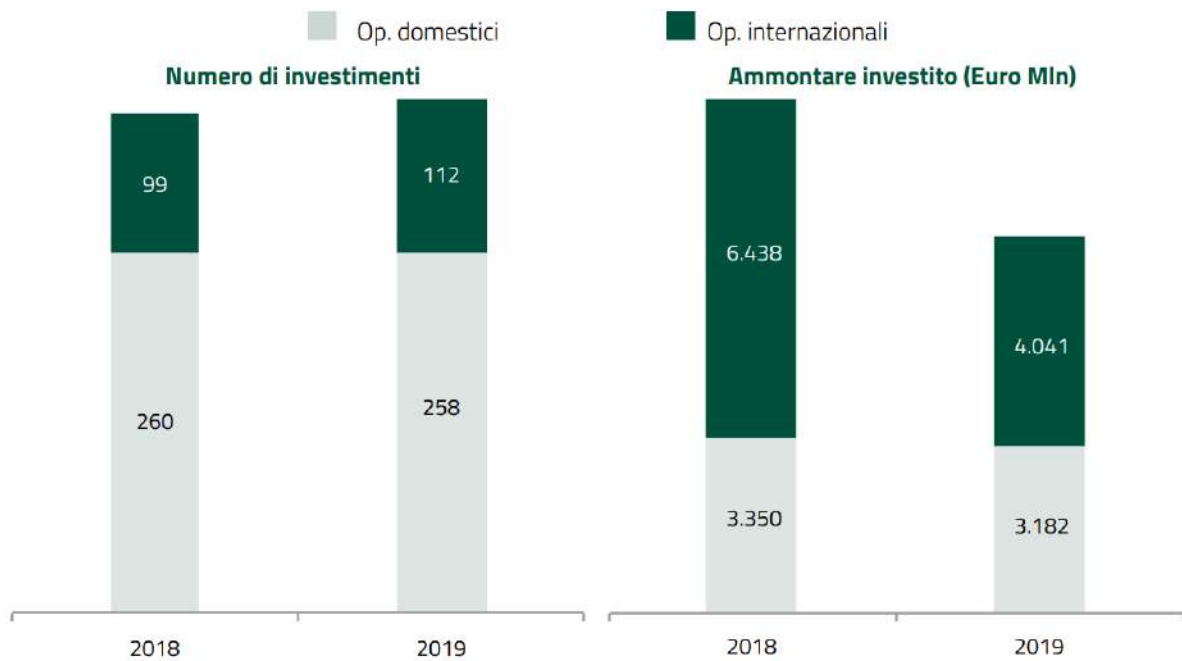
Le operazioni di investimento per dimensione mettono in evidenza una crescita degli interventi sui large e mega deal nel biennio 2018-2019 ed un sostanziale consolidamento sul livello di 3,8 billion sui segmenti small e medium (vedi grafico 12).

**GRAFICO 12** Evoluzione dell'ammontare investito per dimensione dell'operazione



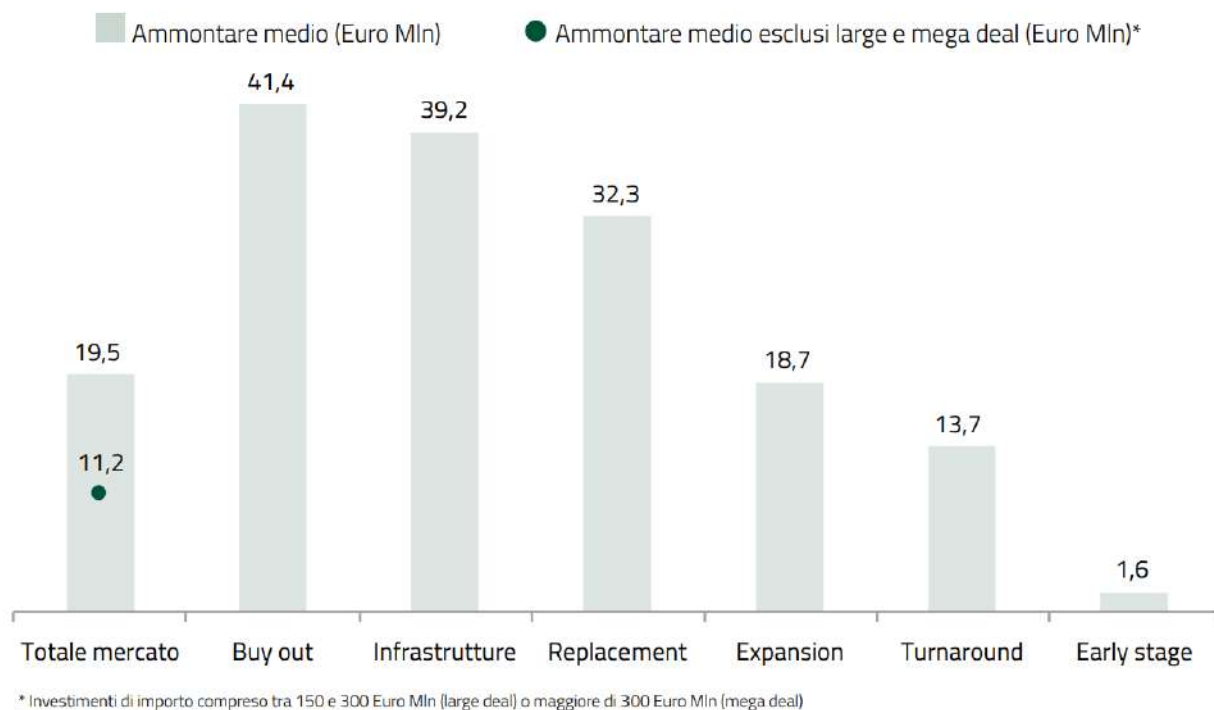
Anche se il mercato dipende ancora misure Levante degli operatori internazionali (vedi grafico 13).

**GRAFICO 13** Evoluzione degli investimenti per origine dell'operatore



L' ammontare medio per tipologia di operazione evidenzia un valore molto contenuto per l'early stage, il turnaround e l'expansion , mentre l'investimento medio nel buyout, nelle infrastrutture e nel eplacement oscilla su un range di 30 40 milioni di euro.( vedi figura 15).

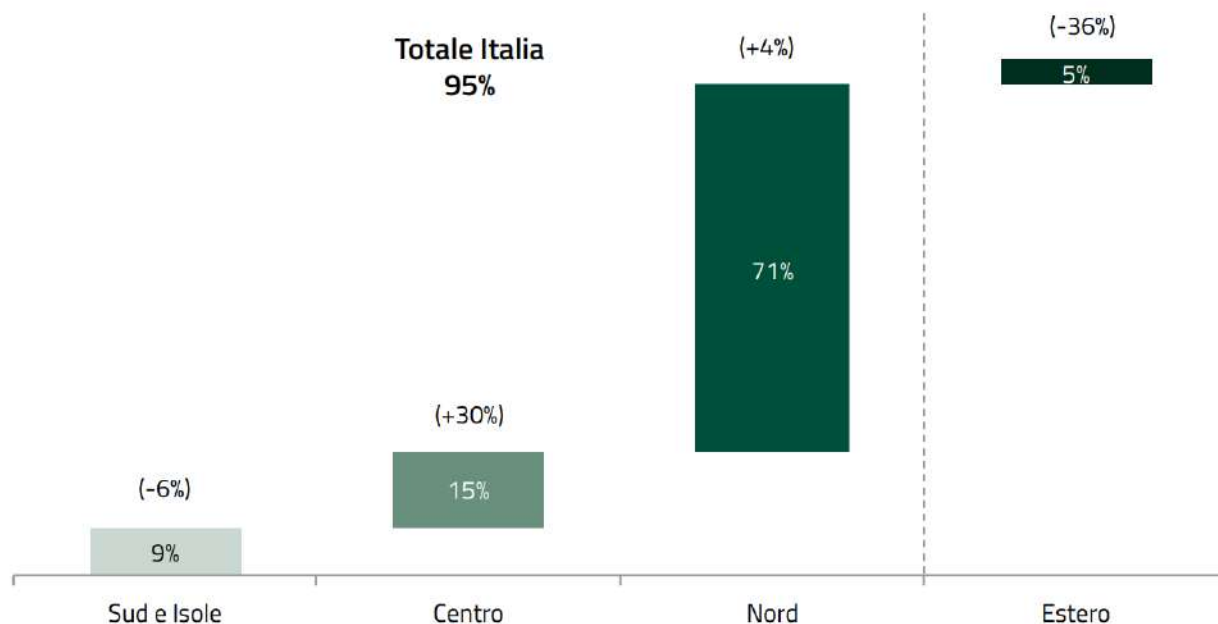
**GRAFICO 15** Ammontare investito medio per tipologia di operazione nel 2019



La distribuzione geografica degli investimenti realizzati in termini di numero vede il nord catturare il 71% delle operazioni con una crescita del 4% sull' anno precedente, sul centro si concentra il 15% e gli interventi con una crescita anno su anno del 30%, mentre nel sud la quota delle operazioni d'investimento è stata del 9%, con un delta negativo di -6% sul 2018.

Il 5% ha riguardato investimenti sull' estero (vedi grafico 24).

**GRAFICO 24** Distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati nel 2019

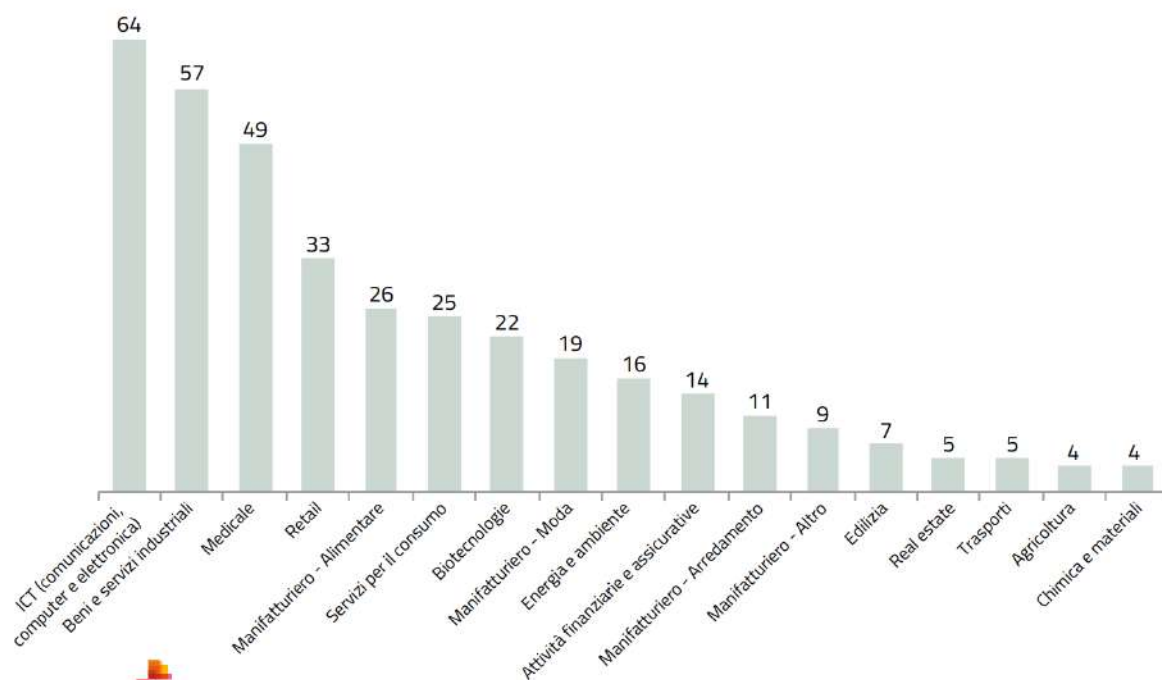


In termini di valore la situazione geografica degli investimenti evidenzia una polarizzazione con centrata verso il nord (78%), il centro si attesta sul 13% mentre nel sud la quota del valore investito è stata dell'8%, con una crescita molto rilevante sull' anno precedente (+ 121%).

Marginale è la quota del valore degli investimenti destinata all'estero (1%).

Osservando la distribuzione del numero di investimenti realizzati nel 2019 si rileva che settori su cui si sono concentrati gli interessi degli operatori sono stati: ICT (64 operazioni), i beni e i servizi industriali (57 operazioni), il medicale (49 operazioni), il retail (33 operazioni); vedi grafico 27.

**GRAFICO 27** Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2019



E' interessante osservare come gli investimenti si sono distribuiti sulle imprese target, osservando le classi di fatturato.

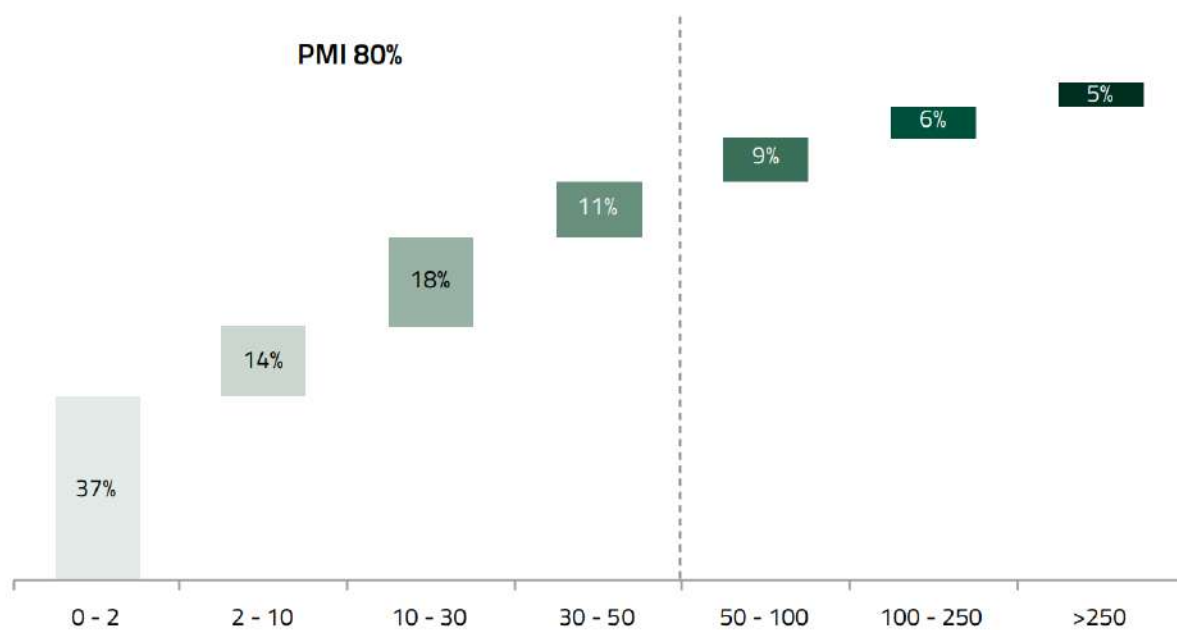
L'80% delle operazioni si è concentrata sulle PMI con fatturato fino a 50 milioni.

Peraltro, il 37% riguarda investimenti in startup con fatturato ovviamente molto contenuto da zero a due milioni.

Per contro, solo il 20% delle operazioni d'investimento sono affluiti su imprese medio grandi (vedi grafico 31).

**GRAFICO 31**

Distribuzione % del numero di investimenti per classi di fatturato (Euro Mln) delle aziende target nel 2019



Sulle dinamiche relative ai disinvestimenti rimandiamo al capitolo due paragrafo 2.4



### ➤ Paragrafo 3.5 - LE PERFORMANCE DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Gli indicatori di performance utilizzati per misurare il ritorno sugli investimenti dei fondi di proprietà equity si distinguono in due tipologie:

- IRR lordo aggregato “from inception” denominato anche nella terminologia internazionale: “gross pooled IRR on realized Investments; questo indicatore esprime la performance relativa ai disinvestimenti realizzati nel corso dell'anno, indipendentemente dal periodo in cui è stato effettuato l'investimento iniziale;
- L'IRR lordo aggregato by Horizon” denominato anche nella terminologia internazionale “gross pooled IRR on all Investments”; questo indicatore esprime le performance relative agli investimenti realizzati nell'orizzonte temporale di riferimento (1,3,5,10 anni) indipendentemente dal fatto che si siano stati successivamente disinvestiti o che siano ancora detenuti nel portafoglio; in quest'ultimo caso ai fini del calcolo della performance si prende come riferimento la valorizzazione della partecipazione a fine periodo.

KPMG insieme ad AIFI, fin dal 1996 conduce un'analisi sul mercato italiano del PE e nel 2019 su un campione qualificato di operatori emerge che il rendimento lordo (IRR lordo aggregato) è stato pari al 21,3%.

Lo studio evidenzia che si tratta di un risultato record con uno scostamento positivo considerevole rispetto al rendimento dell'anno precedente che era stato del 16,9%.

Si tratta peraltro del rendimento più elevato registrato negli ultimi 12 anni.

Le operazioni di disinvestimento analizzate sono state 56 per un controvalore pari a circa 2,2 miliardi di euro.

Tutte le operazioni monitorate hanno evidenziato rendimenti positivi e hanno riguardato operazioni con una vita di investimento inferiore 5 anni (nel 43% dei casi) con una permanenza media nel portafoglio da 2 a 5 anni.

Un elemento che ha pesato favorevolmente sulla redditività del 2019 è stata la minore incidenza del write-off, sia totale che parziale, nel 2019 le svalutazioni sono state 8 contro le 24 del 2018.

Da tali dati emerge che il mercato italiano si configura come molto remunerativo per gli operatori di private equity, situazione riscontrata peraltro su tutte le classi dimensionali.

Le operazioni che hanno evidenziato i rendimenti più elevati sono state quelle di management buy out con un rendimento lordo del 22,3%.

La categoria delle early-stage ha registrato una redditività media pari al 14,8%.

Il dato è da ritenere molto positivo considerata la volatilità dei rendimenti che caratterizza questo comparto (vedi tavola 2).

Tavola 2

## Il trend dell'IRR Lordo Aggregato, 2015 -2019

	2019	2018	2017	2016	2015
Numero operatori coinvolti nella ricerca	67	83	82	75	80
Operatori che presentano operazioni realizzate	28	40	39	40	43
Numero di transazioni dismesse	56	105	91	64	74
Dimensione media dell'investimento dismesso	17.7	9.6	24.5	23.6	18.7
Cash Out totale (Euro mln)	991	1,009	2,228	1,511	1,382
Cash In totale (Euro mln)	2,223	2,204	4,564	3,364	3,333
Cash multiple medio	2.2x	2.2x	2.0x	2.2x	2.4x
<b>IRR Lordo Aggregato</b>	<b>21.3%</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>17.8%</b>

Fonte: KPMG – AIFI

Le elaborazioni dello studio esprimono le performance considerando tutti i flussi di cassa in uscita (cash out) ed in entrata (cash-in), relative ai disinvestimenti effettuati nell' anno di analisi; in caso di vendite parziali i flussi relativi sono considerati pro quota.

In questo modo si vuole favorire l'oggettività della presentazione dei risultati da essa emersa (vedi Tab 1)

TAB. 1 – Il campione 'From Inception'

	2015	2016	2017	2018	2019
Operatori inclusi nella ricerca	80	75	82	<b>83</b>	<b>67</b>
Operatori che presentano operazioni realizzate	43	40	39	<b>40</b>	<b>28</b>
Numero transazioni dismesse	74	64	91	<b>105</b>	<b>56</b>
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	18,7	23,6	24,5	<b>9,6</b>	<b>17,7</b>
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.382	1.511	2.228	<b>1.009</b>	<b>991</b>
Cash In complessivo (Euro mln)	3.333	3.364	4.564	<b>2.204</b>	<b>2.223</b>
Cash multiple medio	2,4x	2,2x	2,0x	<b>2,2x</b>	<b>2,2x</b>

Il mercato dei disinvestimenti nel 2019 è stato caratterizzato da un numero elevato di operazioni di taglio medio.

Nel 2019 la dimensione media dei disinvestimenti è stata di 17,7 milioni, rispetto ai 9,6 milioni del 2018.

Nonostante il netto calo delle operazioni di disinvestimento il multiplo medio di uscita (“cash multiple”) è rimasto stabile a 2,2 x, un dato che conferma la buona performance del 2019.

Nel complesso i rendimenti in termini di IRR lordo aggregato sono cresciuti negli ultimi tre anni in misura davvero consistente e cioè di circa 9 punti percentuali (vedi Tab. 2).

**TAB. 2 – La performance ‘From Inception’**

	2017	2018	2019
IRR Lordo Aggregato	12,5%	16,9%	<b>21,3%</b>
Quartile superiore per performance	42,2%	49,3%	<b>46,9%</b>
Quartile superiore per ammontare investito	12,3%	16,4%	<b>21,3%</b>

Hanno contribuito al raggiungimento di questo risultato:

- un numero significativo di operazioni di media grandezza ma ad alto rendimento con una prevalenza del mantenimento nel portafoglio per un arco temporale inferiore ai 5 anni;
- alcuni deals di grandi dimensioni con rendimenti medio alti;
- un numero contenuto di operazioni con rendimento negativo e i wright-off.

Nella Tab. 3 possiamo rilevare il breakdown per classe di IRR realizzato.

**TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato**

	Cash Out			Cash In			N° transazioni		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Write-Off	1,4%	16,2%	<b>6,2%</b>	0,0%	0,9%	<b>0,9%</b>	8	24	<b>8</b>
Negativo	11,4%	6,9%	<b>0,7%</b>	0,5%	1,5%	<b>0,3%</b>	11	11	<b>2</b>
0% - 10%	20,5%	21,9%	<b>5,4%</b>	11,0%	14,5%	<b>2,8%</b>	35	29	<b>16</b>
10% - 20%	48,1%	12,9%	<b>12,3%</b>	62,6%	12,6%	<b>9,9%</b>	12	10	<b>5</b>
20% - 30%	6,3%	10,9%	<b>56,2%</b>	7,1%	10,8%	<b>49,6%</b>	11	7	<b>9</b>
30% - 40%	3,6%	11,7%	<b>10,7%</b>	3,7%	16,0%	<b>18,9%</b>	5	12	<b>5</b>
40% - 50%	4,4%	8,6%	<b>3,4%</b>	5,2%	15,0%	<b>8,8%</b>	3	5	<b>6</b>
>50%	4,3%	10,8%	<b>5,2%</b>	9,8%	18,2%	<b>9,2%</b>	6	7	<b>5</b>
<b>Totale (Euro mln)</b>	<b>2.228</b>	<b>1.009</b>	<b>991</b>	<b>4.564</b>	<b>2.204</b>	<b>2.223</b>	<b>91</b>	<b>105</b>	<b>56</b>

Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso tra zero e 10%) si sono ridotte notevolmente nell’ ultimo anno del triennio analizzato.

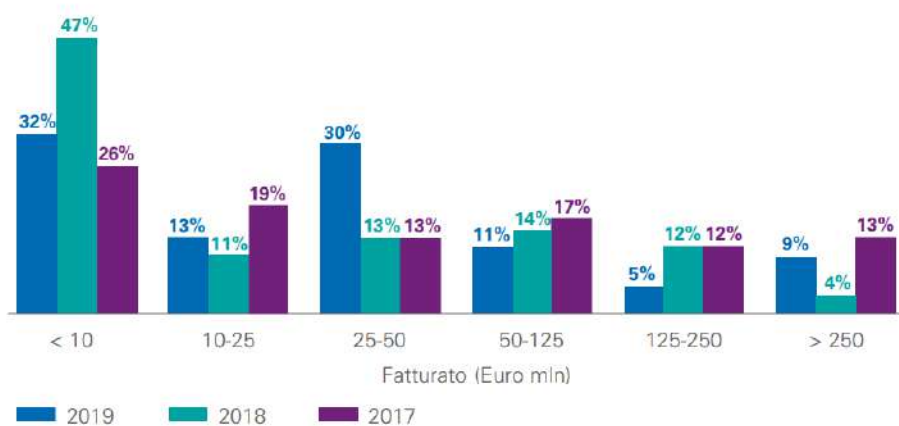
La classe di rendimento tra il 10 il 20% vede un’incidenza stabile rispetto al 2018, mentre cresce in misura cospicua quella con rendimento compreso tra il 20 e il 30%.

Le operazioni ad alto rendimento (IRR compreso tra il 30% ed il 50%) sono state abbastanza significative in termini di numero (11) ma più contenute in termini di incidenza percentuale sul 2018.

I rendimenti eccellenti (outstanding ) sono stati 5 in termini di numero e sono calati in modo evidente rispetto al 2018 ( 5,2% contro 10,8%).

L'analisi dell'incidenza relativa per fatturato delle imprese target, inteso come fatturato al momento dell' ingresso nella società, mostra che disinvestimenti si concentrano sempre di più su imprese di medio piccole dimensioni (fatturato inferiore a 50 milioni) e si confermano la tipologia di maggiore interesse per i fondi di private equity (vedi Grafico V).

**GRAFICO V – Breakdown per fatturato delle aziende target  
(incidenza relativa per numero)**



Il breakdown dell' IRR per fatturato mostrano rendimenti crescenti nelle aziende di piccole dimensioni.

Nelle aziende di medie dimensioni il rendimento 2019 (10,4%) subisce un netto ridimensionamento rispetto al 2018 (21,2%), ma si attesta comunque sui livelli superiori a quello del 2017. Il fenomeno è riconducibile sia alla caduta del numero delle operazioni sia ad alcuni rendimenti negativi registrati in questo cluster.

Per contro il cluster delle grandi imprese registra una impennata dei rendimenti (29,1% nel 2019 contro il 12,2% del 2018) dovuto principalmente a deal di grandi dimensioni ed IPO che hanno molto ben performato (vedi Tab. 4).

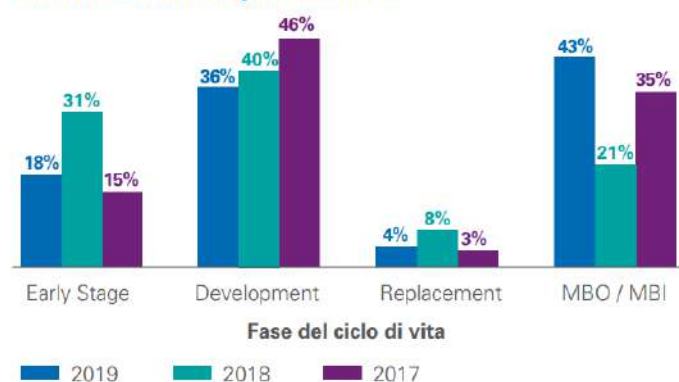
**TAB. 4 – Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)**

Fatturato (Euro mln)	2017		2018		2019	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	52	13,6%	73	16,0%	<b>42</b>	<b>18,8%</b>
50 - 250	26	8,6%	27	21,2%	<b>9</b>	<b>10,4%</b>
> 250	12	13,1%	4	12,2%	<b>5</b>	<b>29,1%</b>

Per quanto concerne le analisi condotte sulla base del ciclo di vita delle aziende target si osserva che si riducono i disinvestimenti nel segmento expansion, sull'early stage (rispetto al 2018) ed il replacement ritorna sui livelli del 2017.

Per conto crescono significativamente di operazioni in uscita sul buyout (vedi Grafico VI).

**GRAFICO VI – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero)**



Il ritorno sugli investimenti cresce in tutte le categorie osservate con particolare riferimento all'early-stage e all' LBO (vedi Tab 5).

**TAB. 5 – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)**

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
N° transazioni	33	<b>10</b>	42	<b>20</b>	8	<b>2</b>	22	<b>24</b>
IRR Lordo Aggregato	4,4%	<b>14,8%</b>	17,7%	<b>19,7%</b>	24,2%	<b>27,4%</b>	16,9%	<b>22,3%</b>

➤ Paragrafo 3.6- L'IMPATTO DEGLI INVESTIMENTI DI PRIVATE EQUITY SUL SISTEMA IMPRENDITORIALE ITALIANO

Per stabilire come gli investimenti di private equity possono contribuire a produrre benefici per il sistema economico italiano nel suo complesso è utile osservare alcuni KPI quali ad esempio :

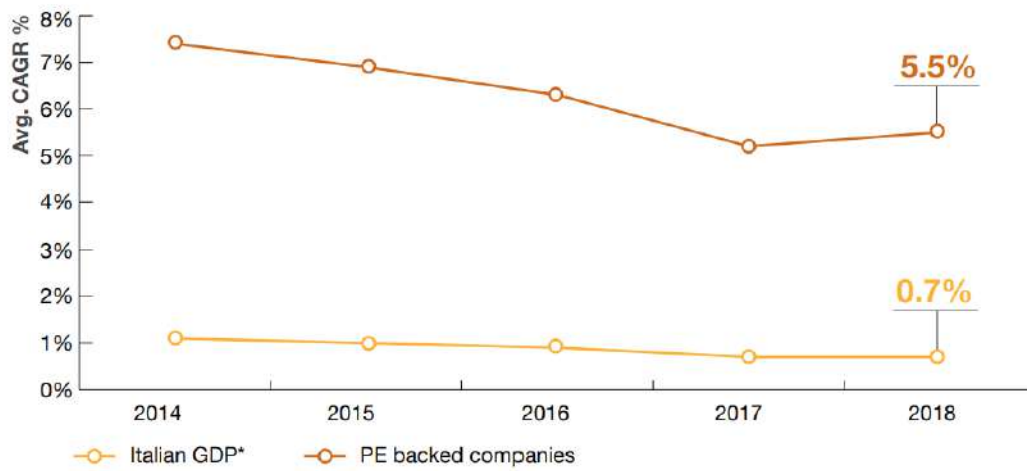
- a) il tasso di occupazione;
- b) lo sviluppo dei ricavi;
- c) le dinamiche della profittabilità;
- d) il grado di leverage;
- e) il livello di produttività;
- f) la crescita del GDP confrontata con la crescita del volume d'affari delle imprese gestite dai fondi di PE;
- g) l'incidenza geografica degli investimenti di PE;
- h) la distribuzione degli investimenti di PE nei settori industriali;
- i) l'andamento delle capex.

Il tasso di crescita dei ricavi nel PE mostra una dinamica molto più performante rispetto ai trend di sviluppo del pil in Italia.

Nel grafico 1 possiamo rilevare come la percentuale di Cagr media delle imprese controllate dai fondi PE cresce a ritmi molto superiori rispetto alla crescita del prodotto interno lordo: 5,5 versus 0,7%.

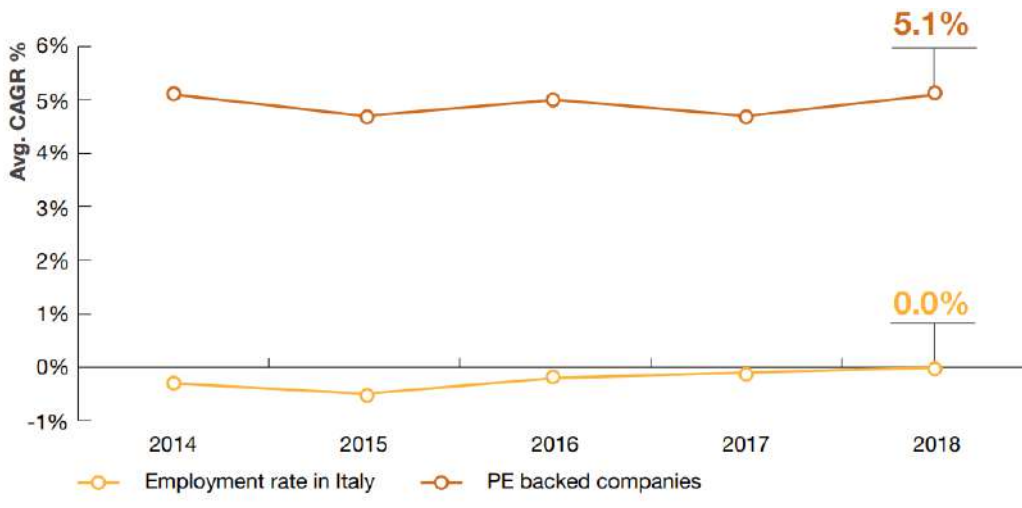
Grafico 1

Trend of PE backed companies revenues vs Italian GDP

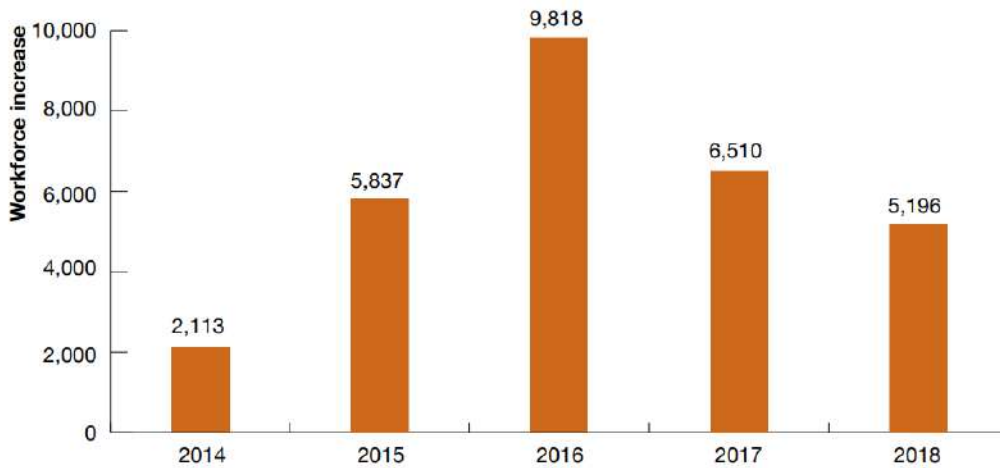


Nella figura 2 possiamo rilevare come la crescita percentuale media Cagr dell'occupazione delle imprese controllate dai fondi di PE si attesta nel quinquennio 2018 al 5.1% a fronte di un tasso di crescita dell'occupazione che passa dal -0.3% del 2014 allo 0,0 del 2018 (vedi grafico 2 e grafico 3).

Grafico 2



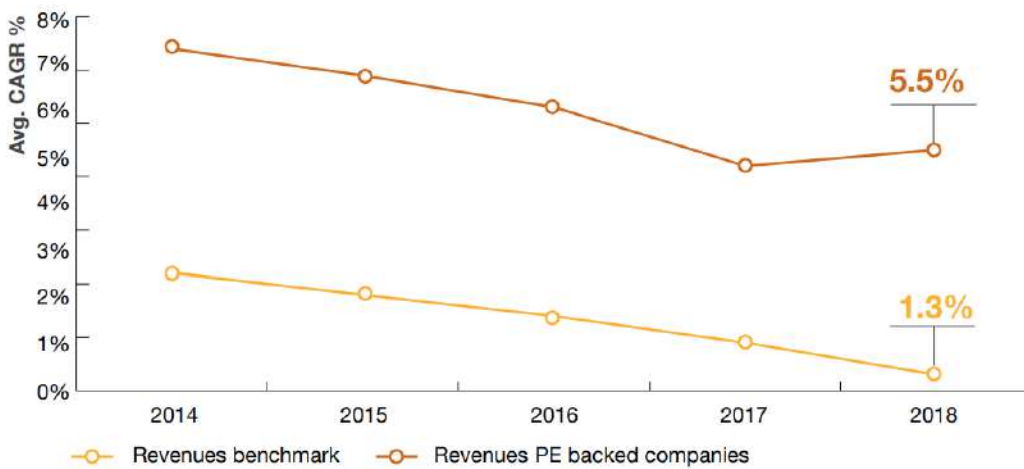
**Grafico 3**



Source: AIFI and PwC analysis

Nel grafico 4 e 5 possiamo rilevare come il tasso di crescita Cagr dei ricavi nel quinquennio 2014-2018 si sviluppa con un trend sempre ampiamente superiore al benchmark preso in considerazione e nel 2018 si attesta al 5,5 contro l'1,3% del benchmark.

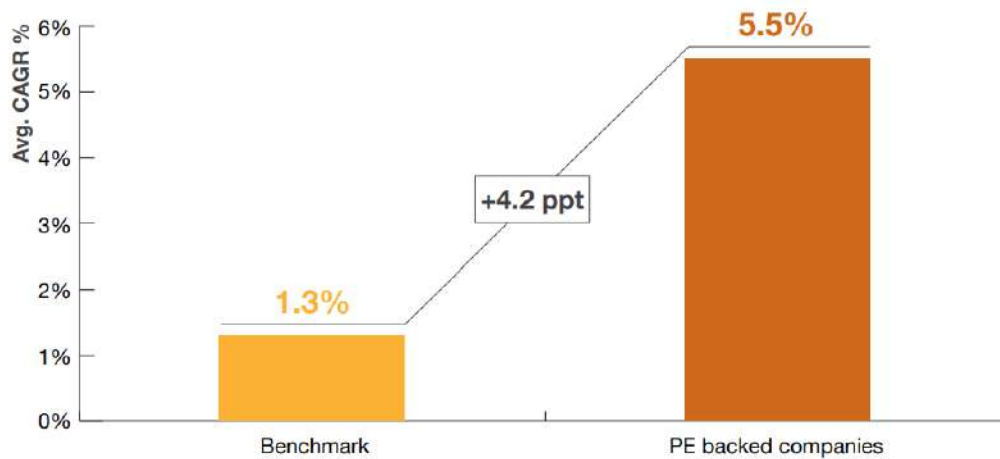
**Grafico 4**



Source: AIFI and PwC analysis



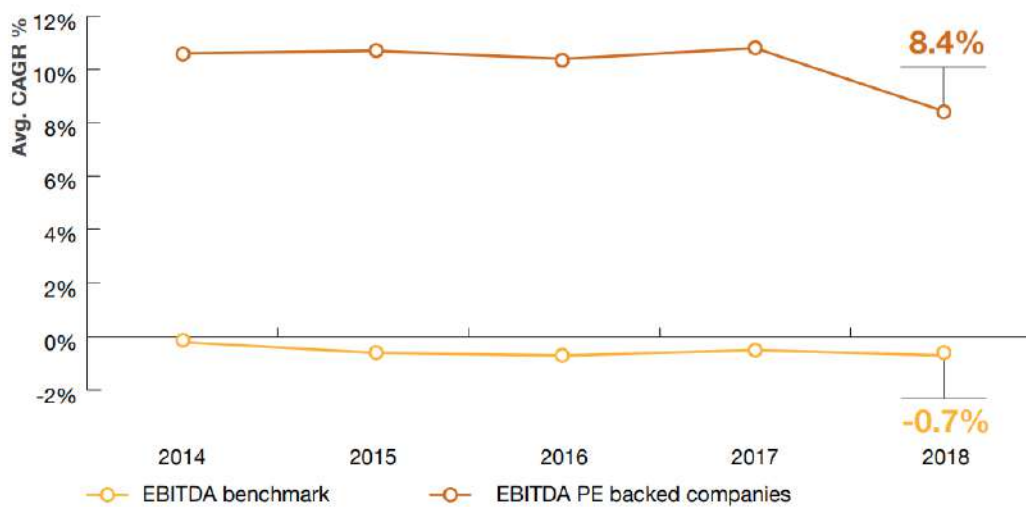
Grafico 5



Source: AIFI and PwC analysis

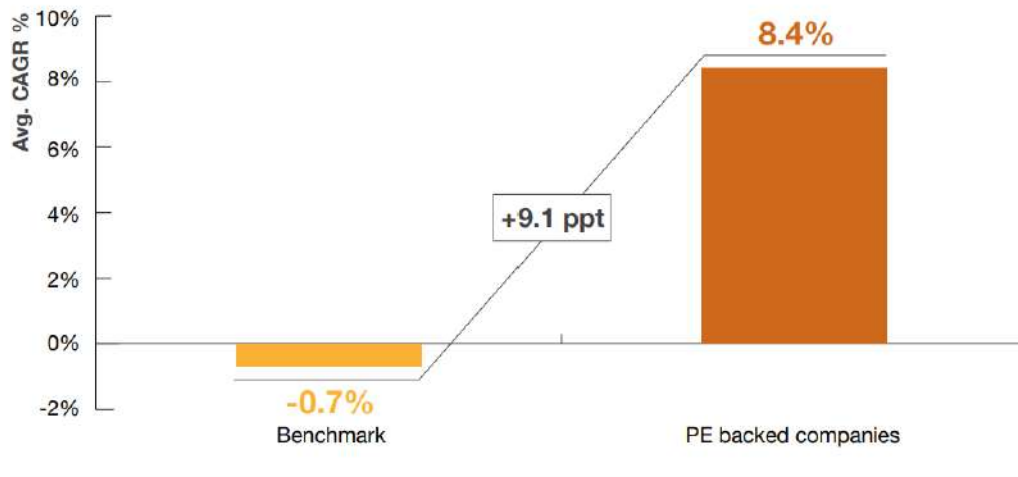
Nel grafico 6 e 7 possiamo rilevare come nel quinquennio 2014 -2018 la profittabilità delle imprese incluse nel perimetro PE generino un ebitda significativamente superiore a quello del benchmark di riferimento.

Grafico 6



Source: AIFI and PwC analysis

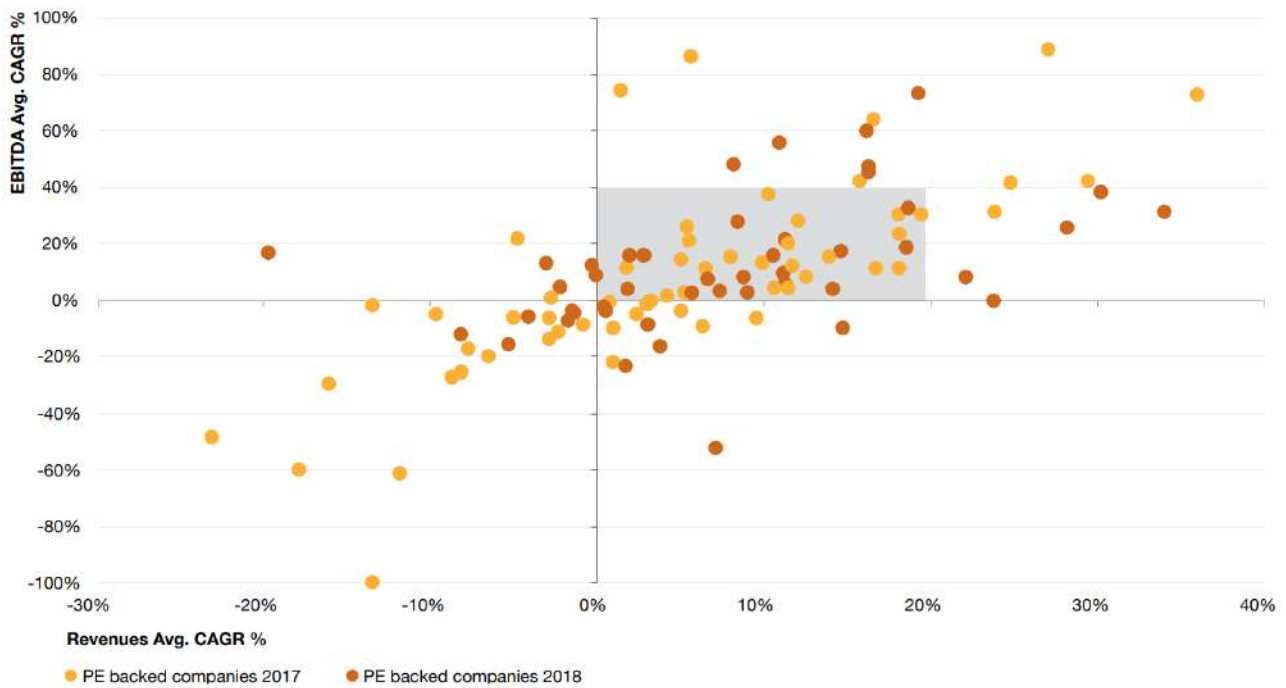
**Grafico 7**



Nel 2018 il tasso di crescita Cagr delle imprese di PE era dell'8,4% mentre il benchmark registrava un -0,7%.

Il grafico 8 mette in evidenza la crescita cagr media delle revenues e dell'ebitda, delle imprese incluse nel perimetro PE del campione esaminato oggetto di uno studio condotto da PWC da cui emerge l'elevata concentrazione delle imprese con un tasso di crescita dei ricavi compreso nel range 0- 20% e 0- 40% per l'ebitda.

**Grafico 8**

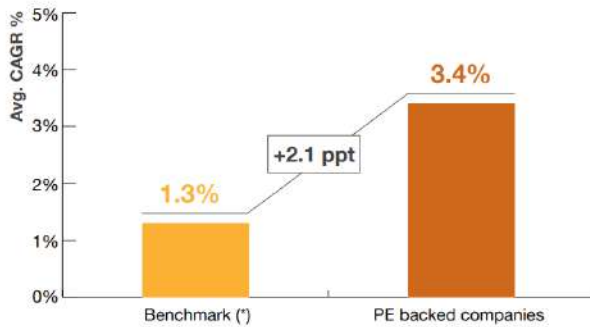


Source: AIFI and PwC analysis

Nel grafico 9 possiamo rilevare come la crescita Cagr media delle revenues e dell'ebitda delle imprese inserite del perimetro PE risulti significativamente superiore a quella del benchmark di riferimento, il divario peraltro è particolarmente accentuato nelle imprese oggetto di venture capital 15,6%.

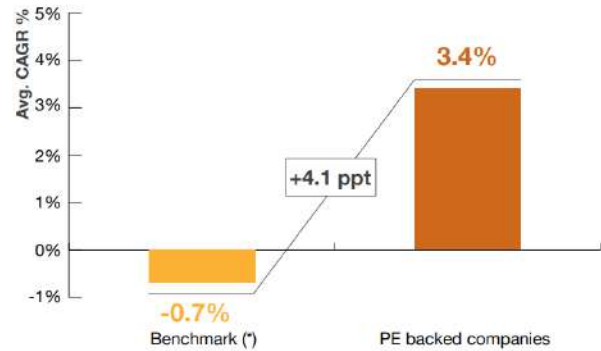
## Grafico 9

Buy-out - Revenues growth 2008 - 2018



Source: AIFI and PwC analysis

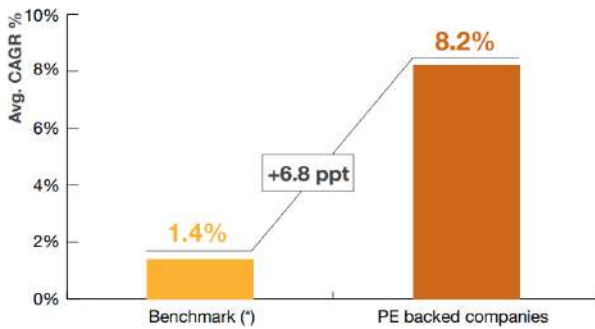
Buy-out - EBITDA growth 2008 - 2018



Source: AIFI and PwC analysis

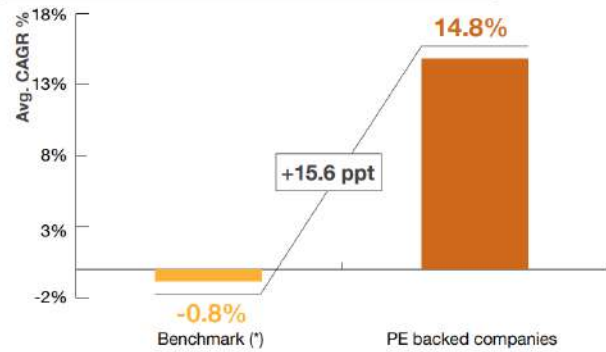
## Venture Capital

Venture Capital - Revenues growth 2008 - 2018



Source: AIFI and PwC analysis

Venture Capital - EBITDA growth 2008 - 2018



Source: AIFI and PwC analysis

La maggioranza delle transazioni di PE vengono effettuate nel Nord Italia.

Nel grafico 10 viene evidenziato come circa l'80% degli investimenti sono rivolti verso imprese operanti nell'Italia del nord il 15% riguardano imprese del centro Italia, mentre solo il 5% le imprese del Sud Italia.

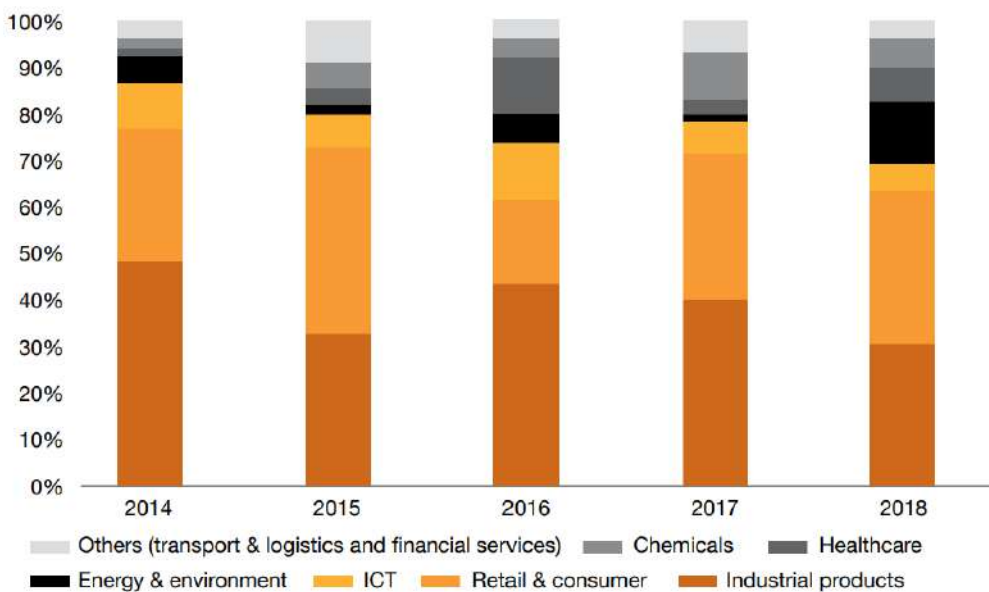
Grafico 10



Source: AIFI and PwC analysis

Nel grafico 11 si può rilevare che negli ultimi 5 anni il 39% degli investimenti di PE riguarda le imprese operanti nei prodotti industriali e il 30% nei prodotti di consumo retail.

Grafico 11



Source: AIFI and PwC analysis

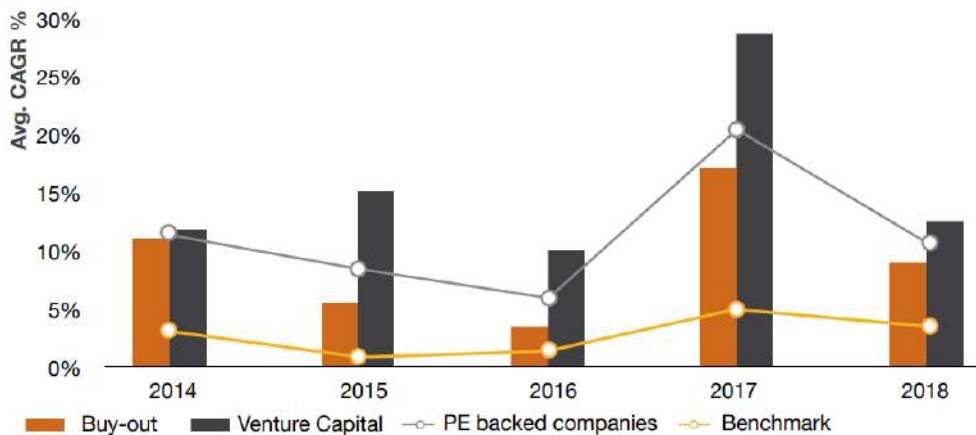
Il settore dell'information Technology attrae circa l'8% degli investimenti seguito dal settore dell'energia e dell'ambiente con il 6% insieme all'health care, mentre nella chimica confluisce il 5% degli investimenti totali.

Il sottosegmento del food all'interno dei protagonisti delle aree di consumo retail è comunque quello più impattato negli ultimi anni.

infatti l'incremento è stato molto consistente passando dal 2% del 2014 al 15% del 2018.

Nel grafico 12 si osserva l'andamento della crescita delle capex nelle imprese rientranti nel periodo del PE che oscilla tra un minimo del 7% nel 2016 ad un massimo 20% nel 2017, contro un valore minimo dell' 1% del benchmark nel 2015 e un valore massimo del 4% nel 2017.

Grafico 12



Source: AIFI and PwC analysis

Andando ad osservare il "leverage ratio" misurato dal rapporto tra posizione finanziaria netta e l'ebitda si può notare come nelle imprese possedute da fondi di PE il KPI decresce sensibilmente tra il momento dell' entrata nell' investimento ed il momento dell'uscita.

Per contro osservando cosa accade nel benchmark nello stesso periodo si rileva che il rapporto rimane sostanzialmente stabile oscillando tra il 3.6% ed il 4%.

Questa rilevazione mostra un minor uso progressivo dell'indebitamento da parte di imprese controllate dai fondi di PE.

# Capitolo IV

## Analisi di casi empirici

### UN CASO EMBLEMATICO DI LBO DI GRANDE RILEVANZA E DI ELEVATA PERFORMANCE

#### ➤ *Breve storia del Gruppo NTV*

Fondata nel 2006, Italo NUOVO Trasporto Viaggiatori ("NTV", "Italo" o il "Mutuatario") è il primo operatore privato di treni ad alta velocità (HSR) in Europa. Riesce a collegare 20 grandi città italiane e circa il 70% della popolazione italiana.

In Italia NTV ha una quota di mercato del 33% e opera in duopolio con la statale Trenitalia. La flotta NTV comprende 25 treni Alstom AGI/; NTV prevede di espandere la propria flotta con 22 nuovi treni Alstom EVO (di cui 11 già consegnati e i restanti 11 da consegnare entro IH20)

NTV è stata fondata nel dicembre '06 da un gruppo di imprenditori italiani esperti (ovvero, Luca Cordero di Montezemolo, Diego Della Valle, Mr. G. Punzo e G. Sciarrone); nel dicembre 2007 Intesa Sanpaolo è entrata a far parte di NTV azionista originario con una quota del 20%.

Nel 2007 è stata concessa dal Ministero dei Trasporti la Licenza Nazionale passeggeri (servizi ferroviari nazionali) e la Licenza Ferroviaria; nello stesso anno, NTV ha firmato con Alstom Ferroviaria un contratto di acquisto per una flotta di 25 treni AGV e un accordo O&M di 30 anni.

Nel 2008 la Società ha stipulato l'Accordo Quadro con RFI che consente l'accesso alla rete italiana.

NTV ha iniziato le operazioni commerciali nel 2trim12, con l'apertura del primo percorso e ha concluso la fase di ramp-up nel 2013. La rete è stata successivamente ampliata per servire #12 stazioni (Milano Garibaldi e Rogoredo, Napoli, Bologna, Firenze, Roma Tiburtina e Ostiense, Salerno, Padova, Torino, Venezia S. Lucia e Mestre).

Nel maggio 2013 NTV ha avviato una controversia legale con Trenitalia per abuso di posizione dominante, chiusa dall'Autorità garante della concorrenza ("AGCOM") a seguito dell'impegno di Trenitalia a rinunciare ai comportamenti anticoncorrenziali.

A causa di un effetto combinato dei volumi inferiori alle attese e della maggiore concorrenza sui prezzi da parte di Trenitalia, nei primi 4 anni di attività (2012-15) NTV ha registrato un importo complessivo di perdite di € 229 milioni; di conseguenza, nel marzo 2015 la Società ha presentato un nuovo piano industriale, tra cui un riposizionamento strategico volto a rendere l'offerta commerciale più attraente per i clienti e ad aumentare l'efficienza operativa. Le principali azioni del nuovo piano si basavano: su una maggiore efficienza operativa e su una riduzione dei costi, sull'aumento del numero di treni in servizio ogni giorno da 20 a 22 su una flotta totale di 25 treni AGV, su un aumento del numero di chilometri percorsi da ciascun treno, su una riduzione del "tempo di rimbalzo"; sulla introduzione del servizio intermodale "ItaLoBUS"; sulla riduzione dei costi del lavoro; sul miglioramento dell'accordo originale di manutenzione dei treni AGV con Alstom, e sul miglioramento dell'offerta commerciale.

Allo stesso tempo NTV ha rafforzato la propria posizione finanziaria attraverso una ricapitalizzazione pari a € 100 milioni, di cui € 60m (core equity) tramite aumento di capitale e i restanti € 40m (equity contingente) impegnati dagli azionisti.

Questi importi sono stati investiti per finanziare parzialmente l'acquisto della nuova flotta EVO e per aggiornare l'attuale flotta AGV Alstom 575 ad alta velocità ("ACV").

Nell'ottobre '15, NTV ha firmato con Alstom un contratto per l'acquisizione di 8 treni EVO Pendolino ad alta velocità e a dicembre sono stati lanciati nuovi servizi ferroviari per Milano Centrale, Torino Porta Nuova e Verona Porta Nuova, aumentando la capacità da 48 a 56 treni al giorno. Inoltre, è stato lanciato il nuovo modello intermodale strada-ferrovia "ItaloBus", che collega la rete esistente con nuove destinazioni.

Tale espansione della rete ha comportato (i) un maggior numero di passeggeri trasportati e (ii) un maggiore fattore di carico, che nel 2016 ha permesso a NTV di registrare un utile operativo positivo, € 62 milioni di EBITDA e € 2 milioni di EBIT per la prima volta nella sua storia.

### ➤ **Core business**

La rete NTV collega le città italiane più densamente popolate ed economicamente attive (tra cui Roma, Milano, Venezia, Bologna, Firenze, Napoli e Torino) del territorio italiano, passando per le Regioni più popolate ed economicamente attive (in particolare Lazio, Veneto e Lombardia) e coprendo un territorio in cui risiede circa il 66% della popolazione italiana.

NTV gestisce 88 servizi giornalieri su tre percorsi chiave che servono 13 grandi città italiane.

La Salerno-Torino è il percorso più importante; costruito tra il 1993 e il 2009 e lungo 1.000 km dove la flotta NTV viaggia alla sua velocità massima di 300 km/h, e dove NTV gestisce 40 (compresi i servizi non-stop tra Roma e Milano) servizi giornalieri, con treni in partenza tra Roma/Milano e tra Roma/Bologna ogni 60 minuti (30 minuti nelle ore di punta);

NTV prevede di aumentare la frequenza di 110 servizi giornalieri, al termine della consegna dei treni aggiuntivi entro il 2020.



### ➤ **Stazioni ferroviarie**

La disponibilità degli spazi utilizzati da NTV nelle principali stazioni ferroviarie è regolata da contratti di Leasing stipulati con RFI, Grandi Stazioni Rail SpA e Centostazioni SpA (che gestiscono un gran numero di stazioni ferroviarie in tutta Italia).

### ➤ **ItaLobus**

Lanciato nel 2015, ItaLobus è il servizio di autobus ferroviario intermodale che espande la portata della rete di linee NTV collegando le stazioni ad alta velocità che NTV serve con le vicine città secondarie chiave (non coperte dalla rete ferroviaria ad alta velocità) e consente ai passeggeri Italo di viaggiare con un unico biglietto per tutto il loro viaggio. Tra cui ItaLobus, i servizi NTV raggiungono oltre 30 città. Attualmente ItaLobus collega #19 città.

ItaLobus è un servizio dedicato solo ai clienti NTV.

ItaLobus attualmente parte da 4 hub. Reggio Emilia, Milano Rogoredo, Verona, Salerno;

Originariamente al servizio delle città di Piacenza, Cremona, Parma, Carpi, Mantova, Modena e Sassuolo, il servizio è stato recentemente speso per Firenze (verso Pisa e Siena), Venezia (verso Udine e Trieste, Torino ad Aosta e Napoli Afragola a Caserta. Su base stagionale ItaLobus raggiunge anche rinomate destinazioni sciistiche nelle Regioni Trentino (Canazei, Cortina d'Ampezzo) e Valle d'Aosta (Courmayeur) e costiera amalfitana turistica;

Le connessioni "ad hoc" sono offerte in caso di fiere o eventi specifici.

I servizi ItaLobus sono stati sviluppati in collaborazione con i fornitori di trasporto su strada (ad esempio Trotta, SIA): gli autobus non sono di proprietà di NTV ma sono gestiti in partnership con loro. I contratti principali includono:

- Accordo SIA (maggio '16, termine di 12 mesi automaticamente rinnovabile): Italiana Autoservizi S.p.A
- ("SIA") fornisce servizi di autobus che collegano la stazione ad alta velocità di Milano Rogoredo con Bergamo, Capriate e Orio al Serio e a Courmayeur e Cortina; il prezzo del contratto si basa sul numero di passeggeri trasportati;
- Accordo Trotta (dicembre '15) Trotta BUS Service S.p.A.. ("Trotta") fornisce servizi di autobus operanti dalle stazioni di Salerno e Reggio Emilia e durante l'inverno da Verona (a Canazei).

### ➤ **LA FLOTTA DI NTV**

La flotta NTV comprende: #25 treni Alstom AGV e #22 nuovi treni Alstom EVO (di cui 11 da consegnare entro il 20 giugno), inoltre NTV ha un'opzione per 4 treni EVO.

### ➤ **LA STORIA RECENTE DI NTV**

Nel 2017, a seguito di questi risultati positivi, la governance di NTV decise di avviare il processo di quotazione delle azioni delle Società sul sistema di trading screen-based (Mercato Telematico Azionario) gestito da Borsa Italiana SpA.

Le dinamiche dei tre anni precedenti alla cessione al fondo GIP III evidenziavano

un rilevante aumento dei ricavi (composto dalla vendita di biglietti treno e autobus, al netto di sconti, sconti e crediti assegnati ai clienti nell'ambito dei programmi Loyalty) passati da € 304m del 2015 a € 415m del 2017, dovuto principalmente a un forte aumento del numero di passeggeri.

<b>Italo-NTV</b>			
<b>Statutory financial statement</b>			
<b>INCOMESTATEMENT</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Net Sales</b>	<b>304</b>	<b>346</b>	<b>415</b>
% increase		13,9%	19,9%
<b>Ebitda</b>	<b>64</b>	<b>95</b>	<b>142</b>
% Ebitda	21,2%	27,4%	34,2%
Depr./Amort/Provis.	-51	-30	-29
<b>Ebit</b>	<b>13</b>	<b>64</b>	<b>113</b>
Net Financial Charges	-15	-14	-58
Exceptional Items	0	-2	0
Income Taxes	-14	-15	-21
<b>Net Profit (loss)</b>	<b>-15</b>	<b>33</b>	<b>34</b>

Guardando all'Ebitda margin, il suo trend è cresciuto, fino al 34,2% nel 2017, grazie a un incremento dei costi operativi notevolmente inferiore all'incremento dei ricavi. I costi operativi sono infatti aumentati fino al 16,1% nel 2017, principalmente composti da: (i) costi di accesso ed elettricità (€ 116,7 milioni), (ii) costi di gestione dei treni (€ 53,6 milioni).

Peraltra l'Ebitda 2017 include € 11,3 milioni di costi non ricorrenti relativi al costo dell'IPO, poi abbandonata.

Gli oneri finanziari netti registrano un incremento da € 15 milioni nel 2014 a € 58 milioni nel 2017, connessi alle due operazioni di rifinanziamento effettuate nell'ultimo anno. Nello specifico, gli oneri finanziari netti, pari a € 58,15 milioni, hanno registrato un incremento di € 43,73 milioni rispetto all'esercizio precedente, principalmente a causa degli oneri per la chiusura anticipata delle passività estinte dopo i due rifinanziamenti effettuati nel corso dell'esercizio.

Nel 2016 il Gruppo ha realizzato una perdita di capitale straordinaria di € 2 milioni, relativa alla vendita di un cespite. A seguito delle suddette variazioni, l'utile netto è passato da -€ 15 milioni nel 2015 a € 34 milioni nel 2017, raggiungendo il primo utile netto nel 2016, consolidando questo trend anche nel 2017.

Il patrimonio netto è aumentato da € 88 milioni nel 2015 a € 187 milioni nel 2017, principalmente grazie all'utile netto positivo registrato nel 2016 e nel 2017 (rispettivamente € 33m e € 34m) e all'aumento di capitale di € 15m effettuato nel 2017.

L'indebitamento netto è sceso da € 541 milioni nel 2015 a € 443 milioni nel 2017, principalmente a causa di un maggiore flusso di cassa generato dal Gruppo negli ultimi due anni, come discusso sopra.

All'inizio del 2018 gli azionisti hanno ricevuto un'offerta per la vendita del 100% della società. Il 26 aprile 2018, il fondo Global Infrastructure Partners III (GIP), un investitore globale e indipendente di infrastrutture ha portato ad effetto l'acquisizione di NTV per un corrispettivo complessivo di € 1.937 milioni.

La tabella seguente mostra le fonti e l'impiego delle risorse della transazione:

SOURCES	€m	%	USES	€m
GIP III Equity (Pro-forma)	1.558	-80%	Consideration for 100% of Italo	1.937
Co-investor Equity	240	-12%	Transfer Tax	3.7
Reinvesting shareholders	150	7.7% <sup>(2)</sup>	Transaction Costs	7.8
<b>Total Sources</b>	<b>1.948</b>	<b>100%</b>	<b>Total Uses</b>	<b>1.948</b>

Sei degli azionisti fondatori hanno reinvestito 150 milioni di euro portando la partecipazione di GIP al 92,3% (1,8 miliardi di euro di capitale investito) e il management della società ha mantenuto ed integrato la propria partecipazione, con un investimento aggiuntivo di 40 milioni di euro. Inoltre, a seguito del processo di diffusione del capitale a un piccolo gruppo di potenziali co-investitori, Allianz ha partecipato all'operazione con una partecipazione di minoranza.

Lo schema finanziario dell'operazione si è basato su una impostazione classica, fondata sulla creazione di un veicolo denominato GIP III, a cui sono state conferite le risorse finanziarie da parte della SGR GIP, che ha rilevato le quote di partecipazione dei soci fondatori di NTV, per poi procedere attraverso un reverse merger alla fusione di GIP III in NTV-ITALO.

Nell'agosto 2018 NTV ha stipulato un nuovo contratto di finanziamento con le banche da € 900 milioni con un tenor di 5 anni, di cui una parte utilizzato per rifinanziare il debito esistente (circa 700 milioni) e la parte restante per finanziare la futura espansione della flotta. I contratti di finanziamento sono stati sottoscritti da Banca IMI S.p.A., Banco BPM, Barclays, Mediobanca, Natixis e Unicredit.

Le linee di finanziamento sono ste di tre tipologie.

1. un prestito a termine di € 730 milioni;
2. uno strumento capex di € 150 milioni;
3. e una linea di credito rotativo di € 20 milioni.

## ➤ **La struttura del Gruppo GIP (Global Infrastructure Partners)**

Fondata nel 2006 da ex dirigenti di Credit Suisse e General Electric, GIP è un investitore istituzionale indipendente specializzato in infrastrutture, leader a livello globale con particolare attenzione ai progetti infrastrutturali su larga scala in tutta l'OCSE.

Detiene un valore di asset investiti per \$ 33 mld, 7 fondi attivi e 3 fondi di co-investimento.

GIP III è uno dei fondi della capogruppo, ed è completamente dedicato agli investimenti globali nei settori dell'energia, dei trasporti, dell'acqua e della gestione dei rifiuti.

Il fondo al momento dell'acquisto della partecipazione in NTV aveva un hard cap di \$ 15 miliardi e un IRR lordo target del 15-20%.

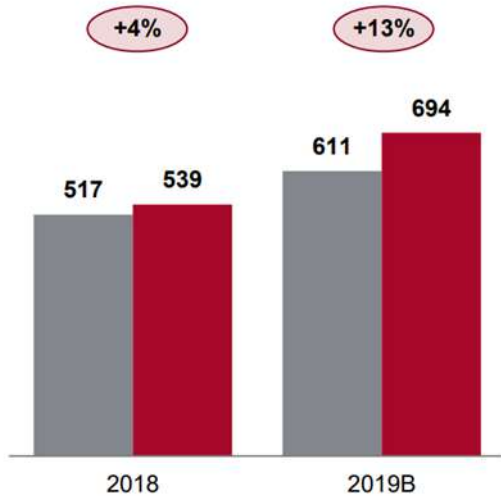
Per quanto riguarda i settori delle Infrastrutture e dei Trasporti, nel corso degli anni sono state chiuse le seguenti importanti operazioni:

- Aeroporto di Gatwick- acquisto di una partecipazione del 41.95%;
- Aeroporto dei Edimburgo – acquisto di una partecipazione del 809.9%;
- Terminal Investment Ltd – Svizzera;
- International Trade Logistic- Argentina;
- Porto di Melbourne- Australia.

➤ **LE PERFORMANCE OTTENUTE DAL FONDO DI PRIVATE EQUITY GIP A SEGUITO DELL'ACQUISIZIONE DI NTV**

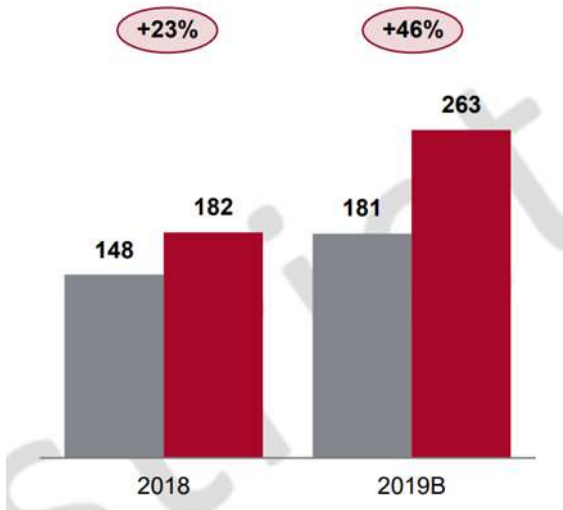
**Ticket Revenue (€M)**

---



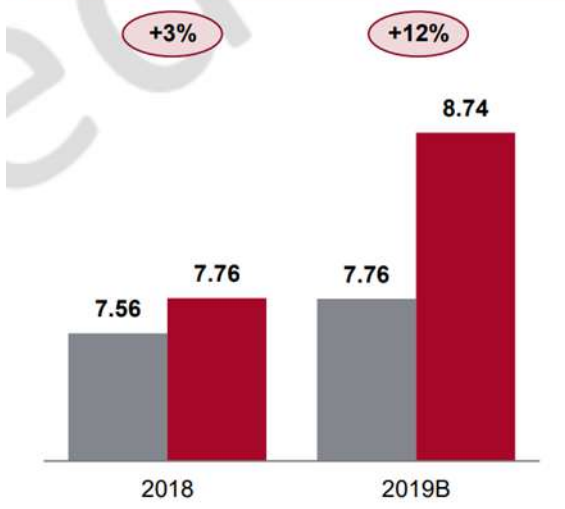
**Organic EBITDA<sup>(1)</sup> (€M)**

---



## Yield (€.cent)

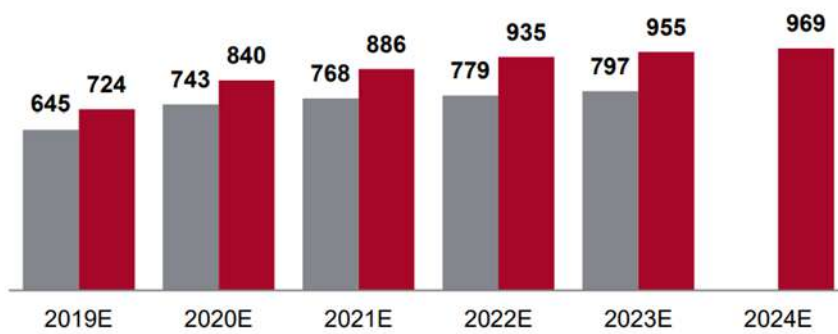
---



➤ **IL NUOVO PIANO DI SVILUPPO DI NTV PRESENTATO DALLA NUOVA GOVERNANCE**

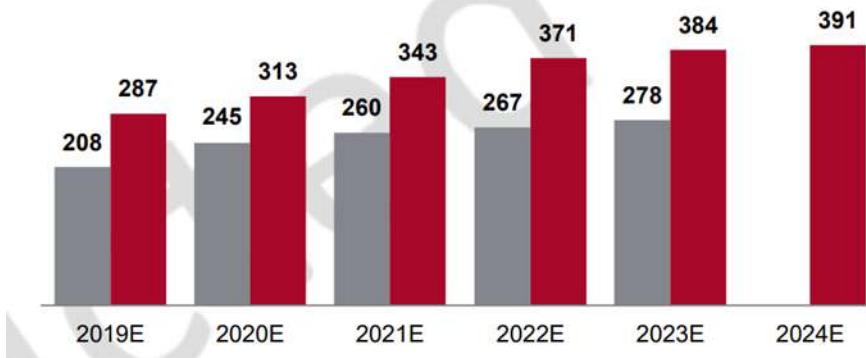
**Total Revenue (€M)**

---



**EBITDA<sup>(1)</sup> (€M)**

---



➤ **L'EQUITY VALUE DI NTV (NEL BANKING CASE) RAGGIUNTO A SEGUITO DELLE PERFORMANCE REALIZZATE DALLA NUOVA GOVERNANCE**

<b>Multiples Consideration (€ mln)</b>	<b>Banking Case</b>
Sales	670,6
EBITDA	234,7
Ebit	177,7
<i>Implied Multiples</i>	
<i>EV/Sales</i>	5,4x
<i>EV/EBITDA</i>	15,4
<i>EV/EBIT</i>	20,3x
<b>EV</b>	3.614,7
<b>NFP</b>	825,1
<b>Equity Value</b>	2.789,6

Questi dati evidenziano qual è stata la crescita di valore ottenuta dal fondo GIP in soli due anni di gestione a seguito dell'acquisizione nel 2018 di NTV valorizzata in 1.937 milioni di euro.

Naturalmente la crisi pandemica ha stravolto la situazione ma con il ritorno alla normalità le prospettive di Italo torneranno ad essere floride come prima del 2020 con un alto grado di probabilità, tenuto conto delle quote di mercato acquisite e della forza competitiva già evidenziata.



## **UN CASO EMBLEMATICO DI TURNAROUND ATTRAVERSO L'INTERVENTO DI UN FONDO DI PE.**

### **➤ LA STORIA RECENTE DEL GRUPPO FAGIOLI**

La società Fagioli spa è una società di ingegneria specializzata in trasporti pesanti, sollevamento, logistica di progetto e spedizioni. L'azienda è stata fondata nel 1955 da Giovanni Fagioli. Oggi con oltre 60 anni di esperienza il Gruppo offre soluzioni logistiche su scala mondiale.

In particolare, Fagioli possiede e gestisce una vasta flotta di attrezzature di trasporto specializzate, supportate dalla disponibilità di tutte le attrezzature accessorie necessarie che consentono al Gruppo di svolgere anche le attività di trasporto pesante più impegnative.

Il Gruppo Fagioli ha una presenza globale grazie ad una struttura organizzativa capillare. I ricavi provengono da: America (47,3%), Europa (25,1%); Medio Oriente (14%) Estremo Oriente (10,6%) e la restante porzione dall'Africa (3%)

La controparte operativa italiana è la Fagioli Spa mentre la holding del gruppo è la Fagioli Finance

Nell'agosto 2013 la società a seguito di una pesante crisi industriale e finanziaria dovuta agli shock avversi che avevano colpito l'economia mondiale nel 2007/2008 e poi nel 20011/2012 fece ricorso ad un accordo con i creditori finanziari ai sensi dell'art. 67 della legge fallimentare.

L'accordo prevedeva il rimborso integrale del debito finanziario con i proventi derivanti dalla cessione di una quota del capitale, mantenendo tuttavia la maggioranza, entro la scadenza del 31 dicembre 2016.

Negli anni successivi alla sottoscrizione dell'accordo con le banche creditrici, le performance economiche e finanziarie del Gruppo migliorarono notevolmente. Tuttavia, la società pur rispettando tutti i termini dell'accordo di ristrutturazione non riuscì a cedere parte del capitale per estinguere i debiti con le banche entro il 31.12.2016.

Le banche concessero comunque altro tempo alla società e nel giugno del 2017 il fondo d'investimento "QuattroR" presentò un'offerta per rilevare il 49% nella società operativa "Fagioli spa".

A causa della complessità del negoziato, la Fagioli spa chiese ed ottenne dalle banche l'estensione del periodo di moratoria per il rimborso delle linee di credito fino al 31.12.2017.

L'esposizione verso le banche alla data del 31.05.2017 era la seguente:

€/000				
	Total exposure 31.05.17	Interest due 30.09.2017	Reimbursement at closing	Final debt
<b>BANKS</b>				
Intesa San Paolo	9207	73	7386	1894
BPER	14540	122	11669	2992
BNL	216	2	218	0
Banca Popolare di Sondrio	906	7	727	186
	24869	204	20000	5072

L'accordo di ristrutturazione del debito di Fagioli Spa e Fagioli Finance Spa sottoscritto nel 2013 venne quindi rinnovato e revisionato nel 2016 e prevedeva:

- il rinnovo delle linee di credito per il finanziamento del working capital della Fagioli spa già concesso nel 2013;
- un waiver alla prevista cessione di una partecipazione in Fagioli spa entro il 31.12.2016 attraverso la concessione di una proroga al 31.12.2017.

Nel mese di luglio 2017 a Fagioli Finance giunse un'offerta vincolante dal Fondo QuattroR e il 3 agosto è stato sottoscritto un accordo per il passaggio delle quote azionarie della Fagioli spa. Il closing era subordinato comunque ad alcune condizioni e la scadenza venne fissata entro il 31.12.2017.

Il Fondo QuattroR è un fondo gestito dalla società di gestione di fondi di investimento "Fondo QuattroR SGR SpA".

Questa SGR ha asset in gestione superiori a 700 milioni di euro ed investe in imprese italiane. I sottoscrittori di QuattroR Fund sono importanti investitori istituzionali italiani, tra cui Cassa Depositi e Prestiti (anchor investor), Inail, Inarcassa e Cassa Forense.

L'Accordo con QuattroR prevedeva il rimborso completo dei debiti Fagioli Finance (25 mln) in due fasi, 20 milioni in contemporanea con la firma dell'Accordo e 5 milioni in una fase successiva.

L'operazione ha avuto la seguente struttura:

- concessione di una opzione "put" da "QuattroR" a Fagioli Finance per dare l'opportunità a quest'ultima di cedere il 2.4% del capitale della newco, dopo il previsto aumento di capitale; il prezzo della put è stato fissato in 3 milioni di euro e l'importo incassato era destinato alla estinzione dei debiti con le banche della Fagioli Finance;
- costituzione di una "newco" a cui conferire il 100% delle azioni della Fagioli spa;
- acquisto da parte di "QuattroR" del 30% delle azioni della newco per un valore di 21 milioni di euro;

- sottoscrizione di un aumento di capitale della newco per 4.5 milioni di euro;
- sottoscrizione di un POC emesso dalla newco per un valore complessivo di 10.5 milioni di euro, di cui 4 milioni versato immediatamente e 6,5 milioni in tranches.

A seguito di questi passaggi “QuattroR” avrebbe ottenuto una partecipazione del 49% della newco.

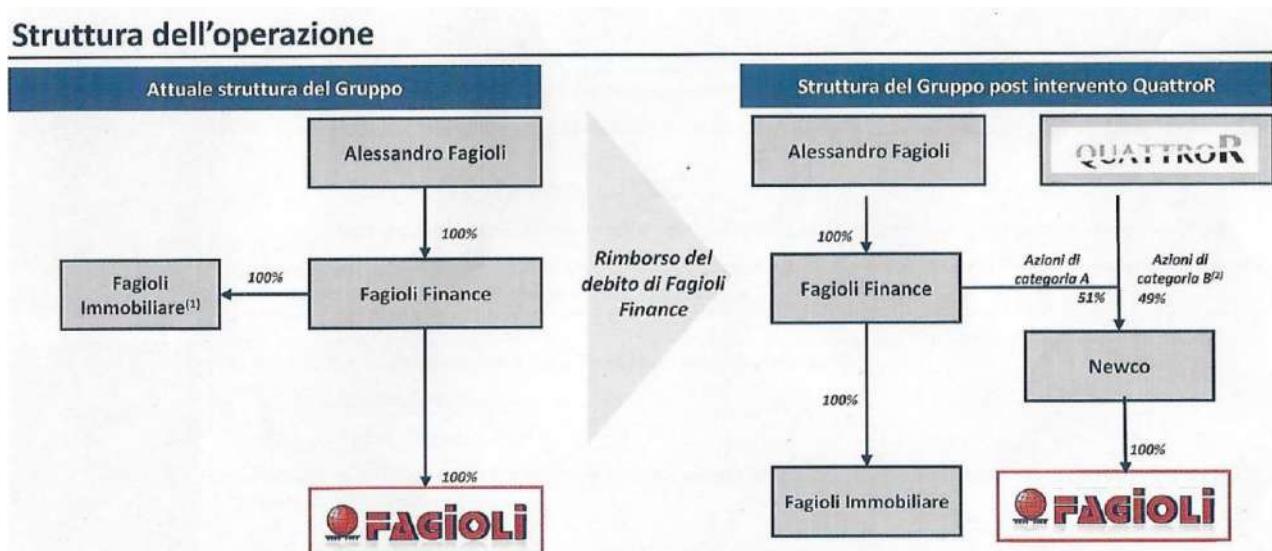
L'Accordo prevedeva un periodo di lock-up di 36 mesi per QuattroR e 60 mesi per Fagioli Finance.

Le condizioni poste per il closing erano:

- 1) completamento della due diligence;
- 2) completamento dell'analisi dei documenti legali e rinegoziazione del contratto di locazione con Fagioli immobiliare;
- 3) chiusura dell'accordo con le banche che prevedeva: a) la destinazione di tutti i proventi a seguito della vendita delle azioni della Newco per rimborsare i debiti bancari di Fagioli Finance, nonché lo sblocco del pegno sulle azioni Fagioli spa;
- 4) nessun cambiamento del modello di business e di struttura finanziaria della Fagioli spa;
- 5) approvazione dell'Antitrust.

L'accordo prevedeva anche l'aumento di capitale in Fagioli spa per un importo complessivo di € 15M sottoscritto dalla newco, di cui 8,5/M versato immediatamente e la parte restante collegata al POC (prestito obbligazionario convertibile). Tale aumento di capitale era interamente destinato allo sviluppo dell'impresa.

➤ **Sintesi offerta QuattroR**



## Exit, POC e governance

Prima Opzione Put	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Diritto di Fagioli Finance di vendita ("Prima Opzione Put") all'investitore:<ul style="list-style-type: none"><li>□ oggetto: quota del capitale sociale di Newco pari al 2,4% post aumento di capitale (ante conversione POC)</li><li>□ prezzo: pari a € 3 mln</li><li>□ periodo di esercizio: in un intervallo temporale compreso tra la data del <i>closing</i> e il 31 dicembre 2019</li></ul></li><li>▪ Impegno di Fagioli Finance ad utilizzare i proventi dall'esercizio della Prima Opzione Put per il rimborso del debito finanziario eventualmente ancora esistente a quella data</li></ul>
Exit	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Periodo di intransferibilità – <i>lock up</i> (salvo diverso accordo tra le parti):<ul style="list-style-type: none"><li>□ QuattroR: 36 mesi</li><li>□ Fagioli Finance: 60 mesi</li></ul></li><li>▪ Percorso di <i>exit</i> con una finestra per la possibile quotazione, diritti di prima offerta per Fagioli Finance e diritto di trascinamento e co-vendita</li></ul>
POC – casi di conversione	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ In caso di sottoperformance e al momento dell'<i>exit</i>, sempre all'<i>equity value</i> di riferimento al <i>closing</i></li></ul>
Governance	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Regole di <i>governance</i> ispirate a principi di <i>partnership</i> con adeguata rappresentanza dei soci nel consiglio di amministrazione e nel collegio sindacale</li></ul>
Dichiarazioni, garanzie ed obblighi di indennizzo di Fagioli Finance	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Sono in corso di negoziazione tra Fagioli Finance e QuattroR, congiuntamente alla possibile copertura assicurativa e garanzia finanziaria</li></ul>

Condizioni per la riuscita dell'investimento:

1. Completamento della Due Diligence ambientale
2. Completamento della documentazione contrattuale e del contratto di locazione degli immobili con Fagioli Immobiliare
3. Accordo con gli istituti di credito dell'Azionista, che preveda:
  - la destinazione dei proventi della vendita delle azioni di NewCo/Fagioli a rimborso dei debiti di Fagioli Finance verso le banche nonché la liberazione dal pegno gravante sulle azioni di Fagioli;
  - qualora i predetti proventi non siano sufficienti al rimborso integrale dei suddetti debiti di Fagioli Finance, l'accordo dovrà ulteriormente prevedere il riscadenziamento del debito finanziario residuo post-rimborso parziale secondo termini e condizioni coerenti con la continuità economico/patrimoniale di Fagioli Finance, ferma in ogni caso la liberazione dal pegno gravante sulle azioni di Fagioli
4. Assenza di cambiamento sostanziale nel business e nella situazione finanziaria di Fagioli |
5. Approvazione dell'operazione da parte dell'autorità antitrust, ove applicabile

6. Liberazione di Fagioli dall'impegno di subentro per il pagamento dei canoni di leasing a scadere di Alba Leasing (escluso Arluno)

La Proposta agli istituti di credito di Fagioli Finance era così costituita:

- Liberazione del pegno sulle azioni di Fagioli
- Concessione del pegno sulle azioni oggetto della Prima Opzione Put (2,4%, controvalore € 3 mln)
- Rimborso parziale dell'esposizione verso Fagioli Finance contestualmente alla chiusura, in misura pari a ca. € 20,0 mln con i proventi dalla vendita delle azioni di Newco/Fagioli
- Rimborso dell'esposizione residua di € 5,0 mln (su cui matureranno interessi PIK con spread 1%) entro il 31 dicembre 2020, attraverso possibili diverse combinazioni derivanti da:

1. impegno di canalizzazione dei proventi, pari a € 3 mln, derivanti dall'esercizio della Prima Opzione Put al più tardi entro il 31/12/2019. Al fine di garantire l'ottenimento di detti proventi entro tale data, Fagioli Finance del relativo periodo di esercizio (i.e. al 31/12/2019), qualora in quel momento tale opzione non fosse stata ancora esercitata e in assenza di un precedente integrale rimborso dei debiti di Fagioli

2. il rimborso del finanziamento soci da Fagioli a Fagioli Finance per ca. € 1,1 mln entro il 31/12/2020.

3. la cessione delle azioni BPER (controvalore pari a € 2,2 mln in base ai prezzi di borsa al 28 luglio 2017).

A seguito dell'intervento del Fondo QuattroR le performance del Gruppo sono cresciute in misura molto consistente: il fatturato nel 2019 ha superato i 100 milioni di euro con una crescita rispetto al 2017 di circa il 40% e la società dopo aver registrato perdite rilevanti, arrivate nel 2018 a toccare i 14 milioni di euro (circa il 20% del fatturato), è tornata a produrre un utile di bilancio significativo pari a oltre 2 milioni di euro.

# Conclusioni

Con questo lavoro si è voluto identificare e tracciare la recente evoluzione del Private Equity prima a livello globale ed Europeo per poi entrare più nel dettaglio nelle dinamiche che hanno caratterizzato il mercato italiano negli ultimi cinque anni.

Dall'analisi e dagli approfondimenti effettuati sono emerse indicazioni e dati di tendenze molto chiari.

A livello globale negli ultimi 5 anni l'industria del Private Equity ha visto crescere in misura molto consistente tutti i suoi comparti: la raccolta, gli investimenti e i disinvestimenti.

Il suo ritmo di sviluppo non trova riscontri per intensità in nessun altro periodo di osservazione precedente.

In tale contesto i prezzi degli asset, prima della pandemia, avevano raggiunto i loro massimi storici negli USA e si sono attestati vicino ai picchi massimi in Europa mentre il tempo di detenzione degli asset nel portafoglio dei fondi mostra una tendenza di riduzione.

Il fundraising a livello globale negli ultimi 5 anni si è rivelato in ottima salute ed il mercato degli investimenti si è ampliato in modo non trascurabile.

I ritorni sugli investimenti tuttavia, pur assestandosi su livelli elevati negli ultimi anni sono andati sotto pressione a causa di una competizione tra gli operatori più accesa.

In tutto il mondo in definitiva il mercato del private equity ha manifestato un forte dinamismo degli affari portati ad effetto.

Uno dei fattori che ha contribuito maggiormente a dare una carica propulsiva a tale dinamiche sono state certamente le politiche monetarie ultra espansive adottate in modo più o meno generalizzato a livello globale dalle Banche Centrali. L'enorme liquidità che ha inondato i mercati monetari infatti, da un lato ha contribuito a far affluire maggiori risorse in investimenti in capitali di rischio e dall'altro ha favorito la crescita economica di molti settori, agendo in modo molto positivo sulle performance dei gestori che hanno potuto a loro volta attrarre nuovi capitali di rischio.

Si è creato in tal modo un circolo virtuoso in cui gli elementi chiave mostrano una capacità considerevole di riuscire a consolidarsi nel tempo, in virtù degli alti livelli di specializzazione e di capacità di performance che gli attori in campo stanno evidenziando.

Per contro il mercato italiano del Private Equity pur mostrando chiari segnali di dinamismo e di sviluppo, continua a mostrare evidenti fattori che ne ha penalizzato la capacità di attestarsi su livelli di crescita correlati all'importanza dell'economia del paese nel suo complesso.

Tali fattori restano riconducibili da molti anni:

- all'eccesso di burocrazia del sistema economico che limita fortemente il favorevole sviluppo delle imprese;

- all' incertezza e alla complessità del sistema regolatorio;
- alle elevate inefficienze della giustizia civile e penale;
- all' avversione culturale di una buona parte del sistema imprenditoriale verso forme di finanziamento innovative.

Tuttavia, i recenti sviluppi a livello di governance del paese e la elaborazione di un Recovery Plan convincente in molti suoi aspetti lasciano ben sperare per il futuro.

Inoltre, appare sempre più evidente come sia il sistema industriale italiano, sia i policy makers stanno acquistando sempre più consapevolezza della importanza del Private Equity nel dare impulso allo sviluppo complessivo dell'industria italiana e di conseguenza al sostegno della crescita economica di tutto il paese.

In definitiva possiamo guardare alle prospettive di questa industria nel mercato italiano con convinta fiducia e fondato ottimismo.

## Riferimenti Bibliografici e Sitografici

- *Global Private Equity Report 2020 – Bain e Company*
- *Guida alla valutazione – Borsa Italiana 2014*
- *Human capital in Private Equity – Private Equity International, London 2007*
- *Il mercato italiano del Private Equity Ventur Capital e Private Debt – AIFI 2019*
- *Il Private Equity come strumento di Finanziamento – Enrico Cantone – Maggio 2020*
- *Il Private Equity in Italia – Questioni di Economia e Finanza – Banca d'Italia*
- *Invest Europe – Fundraising 2019*
- *Invest Europe – Investments 2019*
- *Invest Europe: Private Equity Activity 2019*
- *KPMG Italian Private Equity and Venture capital market: 2019 performance in cooperation with AIFI*



- *L'economia dei fondi di Private Equity – Rassegna degli studi Finanziari 2010 – Metrick A. and A. Yashuda*
- *La scelta dei metodi nella valutazione aziendale – Cloud Finance 2017*
- *Le operazioni di leverage buyout come funzionano? D. Colleoni 2021*
- *Le PMI pronte alla crescita : i target per i fondi di Private Equity – Cerved 2019*
- *Parametri e metodi di valutazioni di una PMI da parte di un fondo di Private Equity e Private Debt – Federico Palmieri BPH consulting*
- *Private Equity e Private Debt :i vantaggi della società partecipata – Anna Gervasoni Agosto 2020 – Scenari Macroeconomici*
- *Private Equity Monitor Italia 2019 – LIUC Business School*
- *Private Equity strategies for exiting a leveraged buyout – Rashida K. La Lande, Gibson, Dunn & Crutcher LLP.*
- *Private Equity trend report 2020 – PWC*
- *Quali saranno le mosse degli operatori di private capital post coronavirus? i risultati delle ricerche di AIFI & KPMG – Valentina Magri – Ottobre 2020 Be Beez*

- *Risk management for Private Equity Funds – Axel Buchner 2017*  
*University Of Passau*
- *The economic impact of Private Equity e Venture Capital in Italy – PWC*  
*2019*
- *The Private Equity investment process – Karin Ljuneberg, Sandra*  
*Svedman*
- *What is a Private Equity Deal? All you need to know – Kison Pazel -*  
*University*

## EXECUTIVE SUMMARY

Il presente lavoro è stato organizzato in 4 capitoli che hanno lo scopo: di esaminare l'andamento del Private Equity a livello globale, europeo ed italiano negli ultimi cinque anni; analizzare le fasi d'investimento nell'attività gestionale di un fondo; esplorare e valutare le tendenze evolutive in atto nel mercato italiano ed infine esaminare due casi pratici emblematici verificatisi nel nostro paese nel recente passato.

L'analisi dell'evoluzione del Private Equity nel mercato globale ha posto in evidenza che negli ultimi cinque anni l'industria del Private Equity ha registrato performance senza precedenti.

Nel 2019 il valore globale degli asset under management ha raggiunto il livello di 4,1 trilioni di dollari, 3524 fondi sono stati attivi sul mercato, 5102 sono state le operazioni di private equity supportate da buy out, il loro ritorno medio netto sugli investimenti realizzato negli ultimi tre anni è stato del 17%.

Dal report di Bain & Company "Global Private Equity Report 2020" si può rilevare che negli ultimi 5 anni, su base globale, sono cresciuti in misura rilevante: la raccolta, gli investimenti e i disinvestimenti, ad un ritmo superiore a tutti gli altri periodi storici precedenti.

Per quanto riguarda il mercato del PE in Europa, il quinquennio 2014- 2019 è stato un periodo particolarmente florido in termini di: crescita di numero di operazioni, creazione di valore e ritorno per gli investitori.

I dati rilevati nel Report di " Invest Europe" del 2019 indicano valori record sia nel fundraising che negli investimenti di Private Equity, rendendo l' Europa sempre più attrattiva per i maggiori operatori globali.

Il totale del fundraising nel 2019 ha toccato i 109 bilioni di euro con una crescita del 6% rispetto al 2018, il livello più alto dell'ultimo decennio.

Parallelamente le risorse investite sono cresciute del 10% rispetto all'anno precedente raggiungendo 94 billion, il livello più alto mai registrato nella storia del private equity europeo.

L'Italia per contro conferma di essere un paese con un'incidenza del PE sulla propria economia molto inferiore alla media europea e con valori molto distanti da quelli degli altri grandi paesi come la Francia la Germania e il Regno Unito.

Il principale fattore critico che penalizza fortemente la creazione di basi solide per fertilizzare lo sviluppo del Private Equity nel nostro paese è rappresentato da un ecosistema non evoluto e quindi disincentivante per gli investitori.

Questa arretratezza è riconducibile a quattro elementi ambientali molto penalizzanti:

- l'eccesso di burocrazia che limita fortemente il potenziale di sviluppo dell'impresa;

- l'incertezza e la complessità dei sistemi regolamentari;
- l'elevata inefficienza della giustizia civile e penale;
- l'avversione culturale di una buona parte del sistema imprenditoriale verso forme di finanziamento innovative.

Risulta pertanto necessaria una presa di consapevolezza da parte dei policymakers che il private equity è uno strumento essenziale per dare impulso la crescita economica di un paese così come dimostrato da vari studi qualificati sull'argomento e dall'attenzione che i maggiori paesi europei e mondiali pongono su questa industria per dare impulso al loro sviluppo imprenditoriale.

Nel terzo paragrafo del primo capitolo sono stati identificati e rappresentati i fattori distintivi che caratterizzano i fondi di PE rispetto agli altri investitori.

I drivers principali che contraddistinguono un fondo di private equity dagli altri investitori e che consentono loro di ottenere ritorni più interessanti sono dati da:

- a) l'accesso a tutte le informazioni necessarie a valutare l'impresa target;
- b) la possibilità di modificare e di ottimizzare la struttura del capitale dell'impresa;
- c) la possibilità di apportare competenze gestionali più qualificate nella capacità di creare valore;
- d) le exit strategies per massimizzare il return on equity.

E' un dato noto che gli Investitori in private equity possono beneficiare su alcuni elementi non disponibili per gli investitori nei mercati pubblici che eliminano le asimmetrie informative presenti nelle altre tipologie d'investimento corporate.

Il Secondo Capitolo è stato dedicato all'esame delle fasi d'investimento ponendo una attenzione particolare sulle strategie, sulla valutazione delle imprese target, sul risk management e sui disinvestimenti.

Gli operatori di private equity investono i loro capitali forniti da terzi investitori in partecipazioni di imprese detenute da privati, in divisioni e società sussidiarie di grandi gruppi conglomerati, ed in azioni di imprese quotate con l'intenzione di trasformarle in imprese private non quotate.

Gli operatori di private equity ed i loro fondi assumono quindi rischi elevati a fronte di potenzialità di ritorno sugli investimenti altrettanto elevati.

Tutti sono consapevoli che l'obiettivo del Private Equities business è universale in tutte le tipologie di operatori: generare ritorni sugli investimenti coerenti con le aspettative di chi possiede un'alta propensione ad investire in elevati profili di rischio.

Per tali ragioni è evidente che per realizzare questo obiettivo sussistono un range di strategie piuttosto ampio che a loro volta implicano per ognuna di esse una diversa struttura, organizzazione, cultura e team managers.

Di conseguenza quanto più chiaro e l'allineamento tra strategia, organizzazione, cultura e team, tanto più elevate sono le potenzialità che avrà il fondo di raggiungere gli obiettivi e di sovraperformare.

Sussistono quindi differenti modelli o percorsi per realizzare gli scopi.

Ciò che rileva a tal fine è l'approccio industriale distintivo che si traduce in un modello di valorizzazione dell'investimento basato sull'acquisto di un'impresa che sottoperforma rispetto al suo potenziale, lavorando a stretto contatto e in piena sintonia con il management al fine di migliorare sensibilmente la profittabilità di lungo termine.

Gli operatori di private equity che comprano imprese per renderle più forti, più competitive e più profittevoli devono essenzialmente avere una strategia ben definita per creare le migliori opzioni di disinvestimento rispetto alle condizioni offerte dal mercato dei capitali.

Date le premesse precedenti ne deriva che considerata l'estrema complessità ed articolazione dei vari settori industriali e dei loro mercati di riferimento si sono sviluppate una vasta gamma di fondi di private equity con specifiche specializzazioni e strategie classificabili in funzione di quattro elementi:

- ciclo di vita dell'impresa;
- focalizzazione geografica;
- settore industriale;
- approccio strategico.

Come per ogni tipologia di business per trasformare una strategia in una performance di successo concreto è necessario avere in primo luogo un'organizzazione che abilita il team con le skills richieste per applicare le strategie in modo efficace e per consegnare di conseguenza il risultato.

Gli stessi investitori in PE fondano le proprie decisioni di investimento sulla base dell'affidabilità dei fondi di PE di proporre strategie d'investimento convincenti e potenzialmente in grado di produrre elevati ritorni sui capitali impiegati. L'essenza di una strategia di PE. è quella di utilizzare una serie di leve finanziarie, operative, manageriali, organizzative, di governance e di profonda expertise nella gestione del day by day aziendale, per portare l'investimento nel corso del ciclo di vita ad una accelerazione dello sviluppo al fine di massimizzare la creazione di valore.

Si è ritenuto poi di affrontare il tema della valutazione delle imprese target, essendo questo un elemento tecnico di fondamentale importanza per un operatore del settore specifico.

La valutazione di una impresa consiste in un processo mirato a determinare il suo valore attraverso l'applicazione di uno o più metodi specifici.

I metodi utilizzabili per le valutazioni delle imprese sono molteplici e possono essere classificati in quattro macrocategorie:

- metodi basati sui flussi reddituali e finanziari;
- metodi patrimoniali;
- metodi misti;
- metodi dei multipli o dei moltiplicatori dei mercati.

A riguardo occorre comunque fare una precisazione. Il valore intrinseco di un'impresa derivante dall'applicazione di uno dei metodi di valutazione non coincide con il prezzo a cui avvengono le compravendite delle partecipazioni societarie.

Più precisamente, questa coincidenza rappresenta un'eccezione.

La determinazione del valore mediante l'applicazione di tecniche specialistiche di valutazione rappresenta una base su cui poi si sviluppano le negoziazioni tra compratori e venditori di partecipazioni societarie o asset aziendali.

I metodi patrimoniali valorizzano l'azienda sulla base della valutazione delle singole voci dell'attivo e del passivo patrimoniale, tangibili ed intangibili, giungendo quindi a rettificare opportunamente il valore del patrimonio netto.

Nei metodi basati sui flussi dei redditi o di cassa attesi, i fattori che giocano un ruolo chiave per determinare la valutazione sono:

- Il volume, ovvero la quantità dei flussi attesi;
- la velocità di crescita;
- Il grado di rischio.

Risulta di conseguenza intuitivo che il valore dell'impresa cresce correlativamente ad un maggior volume di flussi attesi, alla maggiore velocità di crescita degli stessi e diminuisce in relazione alla crescita dei fattori di rischio.

Con i metodi misti si cerca di giungere ad un valore medio tra il metodo patrimoniale e quello dei flussi, cercando in questo modo di mitigare i limiti che i due metodi possono avere in relazione a tipologie di impresa da valutare e al suo settore di appartenenza.

Nelle operazioni di PE data la loro peculiarità e la loro finalità il metodo principale utilizzato è quello dei multipli. Ciò avviene principalmente nelle operazioni di LBO dove viene supportato anche da una LBO analysis. Nelle operazioni di PE l'LBO analysis si adatta meglio a determinare il valore che l'azienda avrà al momento del disinvestimento in quanto consente di stabilire quanto un investitore può effettivamente investire in un deal al fine di realizzare il ritorno atteso sul suo investimento.

Il valore dell'impresa nelle operazioni di LBO è strettamente dipendente dal livello massimo di indebitamento che l'impresa target potrà sostenere e dal rendimento del capitale proprio investito nell'operazione.

L'entità dei flussi di cassa che l'impresa può generare viene utilizzata per stabilire il livello di leverage assumibile e la sua conseguente sostenibilità.

In seguito attraverso il metodo dei multipli viene stimato il valore che l'impresa potrebbe avere al momento del disinvestimento. In linea generale nelle operazioni di LBO per motivi prudenziali si utilizza un multiplo di uscita di livello uguale a quello pagato al momento dell'entrata nell'investimento. Successivamente, una volta fissato l'Equity Value di uscita questo valore viene attualizzato al tasso di rendimento atteso dagli investitori (IRR).

Nel terzo paragrafo del secondo capitolo è stato affrontato un altro tema cruciale, rappresentato dal Risk Management.

In un contesto di grande crescita dell'asset class del PE la misurazione dei rischi assunti o da assumere hanno acquisito nel tempo sempre maggiore importanza.

Per identificare e misurare tali rischi occorre anzitutto considerare che i fondi di PE hanno almeno due caratteristiche che li differenziano da altri investimenti più tradizionali come le azioni e i bonds che rendono la gestione del rischio più complesso.

In primo luogo gli investimenti in PE sono illiquidi e di lungo termine. La durata di un equity fund oscilla tra i 10 ed i 14 anni, ed il mercato secondario delle quote di tali fondi è ancora altamente inefficiente.

In secondo luogo, gli investimenti in PE implicano specifiche dinamiche nei tiraggi dei capitali da investire e nella distribuzione dei ritorni.

Il tempo e la consistenza dei tiraggi di capitale non sono conosciuti in origine e normalmente intercorre un tempo non breve fra il momento in cui il capitale viene impegnato ed il momento in cui il capitale viene utilizzato mediante i "capital calls".

Peraltro, anche i "cash buyout" (liquidazione degli investimenti) sono incerti nell'ammontare e nel tempo di realizzo.

Di conseguenza il capitale investito cambia in modo dinamico durante il ciclo di vita del fondo, e ciò implica una gestione attiva del cash flow legato ai capital calls e alla distribuzione dei ritorni.

Queste peculiari caratteristiche di un investimento di PE rendono necessario misurare tre principali categorie di rischio:

- Il Market Risk;
- il Liquidity Risk;
- Il Cash Flow risk.

Il quarto ed ultimo paragrafo del secondo capitolo è stato dedicato al tema dei disinvestimenti.

Lo scopo dell'attività di disinvestimento in un fondo di PE è quello di trasferire valore dal fondo stesso agli investitori.

Si tratta di una fase molto critica del processo di gestione di un fondo in quanto può influenzare fortemente il ritorno finale dell'investimento.

Una pianificazione non accurata della strategia di uscita può trasformare un buon deal ben gestito efficacemente nelle fasi precedenti dell'investimento in uno di valore mediocre.

Questa fase è diventata nel tempo sempre più delicata e sfidante in quanto nonostante la crescita dei multipli di riferimento gli acquirenti sono diventati molto sofisticati e molto esigenti.

La rapidità dei cambiamenti tecnologici hanno peraltro reso più difficile il raggiungimento di una condivisione tra acquirente e venditore dei rischi legati alle operazioni e alle fonti di creazione del valore.

Molti gestori trovano grandi difficoltà a creare valore dopo i primi tre anni di entrata nell'investimento in cui le potenzialità di miglioramento gestionale dell'impresa vengono sfruttate in modo profondo ed incisivo.

Tutte queste criticità hanno reso la fase di uscita dall'investimento più complessa e di conseguenza si sono ridotti i disinvestimenti eseguiti con successo, inoltre si è allargato il range che separa le uscite di elevato successo da quelle meno performanti.

Il Terzo Capitolo è rivolto ad approfondire le attività dei fondi di PE nel mercato italiano e le dinamiche evolutive in atto. E' stata quindi condotta una analisi approfondita delle imprese target , sulle performance dei fondi operanti sul nostro mercato e sull'impatto degli investimenti sul nostro sistema economico ed imprenditoriale.

Analizzando i dati del 2019 (gli ultimi disponibili in forma organica) rilevabili da studi del mercato italiano molto qualificati come: AIFI - PEM - KPMG , si è osservato, in termini di numero di deal portati ad effetto nel nostro paese, un dato aggregato di 221 operazioni con un incremento molto consistente (26% ) rispetto alle 175 operazioni concluse nel 2018.



Questo risultato consolida il trend di crescita dell'ultimo quadriennio e mostra segnali inequivocabili del crescente dinamismo in atto nel nostro mercato che al netto della situazione pandemica in atto lascia ben sperare per il futuro del settore.

L'Italia è il mercato con il numero più elevato in Europa di PMI. Questa caratteristica rende il nostro paese su base teorica il mercato potenzialmente più interessante per gli operatori di PE, i quali notoriamente hanno come missione quella di ricercare opportunità su cui investire per favorire il salto dimensionale sotto vari profili.

Al fine di individuare questo potenziale teorico Cerved nel 2019 ha condotto un'analisi per individuare le PMI che potrebbero costituire un potenziale obiettivo per i fondi di private equity.

Per identificare le imprese target Cerved ha preso in considerazione tre parametri principali:

- la crescita dell'azienda nell'ultimo quinquennio sull' aumento medio annuo dei ricavi di almeno il 10% ;
- l'elevatezza dell'ebitda in rapporto al fatturato con un livello superiore al 10%;
- la capacità di generare cassa misurata dal rapporto tra cash flow e fatturato superiore al 10% sulla base dell' ultimo bilancio disponibile).

Sulla base del primo criterio Cerved ha selezionato tra le società non quotate e tra quelle non possedute da fondi di private equity circa 42.000 imprese. 35.000 di queste sono piccole imprese e 7.000 sono medie imprese, mentre 1237 sono le grandi imprese con crescita a doppia cifra nell'ultimo quinquennio.

Tra queste 42.000 imprese, 28.000 sono a completo controllo familiare, 14.000 imprese sono aperte a capitali esteri con quote di partecipazione superiore al 50%.

Tra le prime 15.000, nessuna di queste ha un membro esterno della famiglia come socio o amministratore, mentre 9.000 hanno almeno un socio o un amministratore esterno mentre le altre 4.000 hanno un AD esterno.

Combinando il primo criterio (crescita fatturato) con il secondo ( livello dell'ebitda), il numero delle aziende selezionate scende a 4.672 di cui 3.965 piccole imprese, 578 medie imprese e 129 grandi società.

Tra queste 1.702 sono realtà totalmente chiuse a membri esterni nella compagine familiare.

Infine, considerando anche il terzo criterio (sviluppo del cash flow), le imprese eligibile per i fondi di PE sono secondo Cerved 4.509.

Nell'ultimo paragrafo (il sesto) del terzo capitolo è stato analizzato l'impatto degli investimenti di Private Equity sul sistema economico ed imprenditoriale italiano.

Per stabilire come gli investimenti di private equity possono contribuire a produrre benefici per il sistema economico italiano nel suo complesso sono stati osservati alcuni KPI quali ad esempio :

- a) il tasso di occupazione;
- b) lo sviluppo dei ricavi;
- c) le dinamiche della profittabilità;
- d) il grado di leverage;
- e) il livello di produttività;
- f) la crescita del GDP confrontata con la crescita del volume d'affari delle imprese gestite dai fondi di PE;
- g) l'incidenza geografica degli investimenti di PE;
- h) la distribuzione degli investimenti di PE nei settori industriali;
- i) l'andamento delle capex.

Nel Quarto Capitolo si è ritenuto di completare il lavoro con la descrizione di due casi pratici di successo effettuati nel mercato italiano nel recente passato.

Il primo caso esposto è quello di NTV-Italo.

All'inizio del 2018 gli azionisti hanno ricevuto un'offerta per la vendita del 100% della società. Il 26 aprile 2018, il fondo Global Infrastructure Partners III (GIP), un investitore globale e indipendente di infrastrutture ha portato ad effetto l'acquisizione di NTV per un corrispettivo complessivo di € 1.937 milioni.

Sei degli azionisti fondatori hanno reinvestito 150 milioni di euro portando la partecipazione di GIP al 92,3% (1,8 miliardi di euro di capitale investito) e il management della società ha mantenuto ed integrato la propria partecipazione, con un investimento aggiuntivo di 40 milioni di euro. Inoltre, a seguito del processo di diffusione del capitale a un piccolo gruppo di potenziali co-investitori, Allianz ha partecipato all'operazione con una partecipazione di minoranza.

Lo schema finanziario dell'operazione si è basato su una impostazione classica, fondata sulla creazione di un veicolo denominato GIP III, a cui sono state conferite le risorse finanziarie da parte

della SGR GIP, che ha rilevato le quote di partecipazione dei soci fondatori di NTV, per poi procedere attraverso un reverse merger alla fusione di GIP III in NTV-ITALO.

Nell'agosto 2018 NTV ha stipulato un nuovo contratto di finanziamento con le banche da € 900 milioni con un tenor di 5 anni, di cui una parte utilizzato per rifinanziare il debito esistente (circa 700 milioni) e la parte restante per finanziare la futura espansione della flotta. I contratti di finanziamento sono stati sottoscritti da Banca IMI S.p.A., Banco BPM, Barclays, Mediobanca, Natixis e Unicredit.

Dopo due anni di gestione da parte del fondo l'enterprise value di NTV ha raggiunto a fine 2019 i 2.7 billion di euro con una crescita rispetto al valore di acquisto da parte del fondo GIP di circa 600 milioni di euro.

L'altro caso esposto riguarda l'impresa internazionale di logistica Fagioli SpA. Si tratta di un caso di turnaround.

Nell'agosto 2013 la società a seguito di una pesante crisi industriale e finanziaria dovuta agli shock avversi che avevano colpito l'economia mondiale nel 2007/2008 e poi nel 2009/2010 fece ricorso ad un accordo con i creditori finanziari ai sensi dell'art. 67 della legge fallimentare.

L'accordo prevedeva il rimborso integrale del debito finanziario con i proventi derivanti dalla cessione di una quota del capitale, mantenendo tuttavia la maggioranza, entro la scadenza del 31 dicembre 2016.

Negli anni successivi alla sottoscrizione dell'accordo con le banche creditrici le performance economiche e finanziarie del Gruppo migliorarono notevolmente. Tuttavia la società pur rispettando tutti i termini dell'accordo di ristrutturazione non riuscì a cedere parte del capitale per estinguere i debiti con le banche entro il 31.12.2016.

Le banche concessero comunque altro tempo alla società e nel giugno del 2017 il fondo d'investimento "QuattroR" presentò un'offerta per rilevare il 49% nella società operativa "Fagioli spa".

A causa della complessità del negoziato, la Fagioli SpA chiese ed ottenne dalle banche l'estensione del periodo di moratoria per il rimborso delle linee di credito fino al 31.12.2017.

L'operazione ha avuto la seguente struttura:

- concessione di una opzione "put" da "QuattroR" a Fagioli Finance per dare l'opportunità a quest'ultima di cedere il 2.4% del capitale della newco, dopo il previsto aumento di capitale; il prezzo della put è stato fissato in 3 milioni di euro e l'importo incassato era destinato alla estinzione dei debiti con le banche della Fagioli Finance;

- costituzione di una “ newco” a cui conferire il 100% delle azioni della Fagioli spa;
- acquisto da parte di “QuattroR” del 30% delle azioni della newco per un valore di 21 milioni di euro;
- sottoscrizione di un aumento di capitale della newco per 4.5 milioni di euro;
- sottoscrizione di un POC emesso dalla newco per un valore complessivo di 10.5 milioni di euro, di cui 4 milioni versato immediatamente e 6,5 milioni in tranches.

A seguito di questi passaggi “QuattroR” avrebbe ottenuto una partecipazione del 49% della newco.

L'Accordo prevedeva un periodo di lock-up di 36 mesi per QuattroR e 60 mesi per Fagioli Finance.

Le condizioni poste per il closing erano:

- 1) completamento della due diligence;
- 2) completamento dell'analisi dei documenti legali e rinegoziazione del contratto di locazione con Fagioli immobiliare;
- 3) chiusura dell'accordo con le banche che prevedeva: a) la destinazione di tutti i proventi a seguito della vendita delle azioni della Newco per rimborsare i debiti bancari di Fagioli Finance, nonché lo sblocco del pegno sulle azioni Fagioli spa;
- 4) nessun cambiamento del modello di business e di struttura finanziaria della Fagioli spa;
- 5) approvazione dell'Antitrust.

L'accordo prevedeva anche l'aumento di capitale in Fagioli spa per un importo complessivo di € 15M sottoscritto dalla newco, di cui 8,5/M versato immediatamente e la parte restante collegata al POC (prestito obbligazionario convertibile). Tale aumento di capitale era interamente destinato allo sviluppo dell'impresa.

A seguito dell'intervento del Fondo QuattroR le performance del Gruppo sono cresciute in misura molto consistente: il fatturato nel 2019 ha superato i 100 milioni di euro con una crescita rispetto al 2017 di circa il 40% e la società dopo aver registrato perdite rilevanti, arrivate nel 2018 a toccare i 14 milioni di euro (circa il 20% del fatturato), è tornata a produrre un utile di bilancio significativo pari a oltre 2 milioni di euro.

## CONCLUSIONI

Con questo lavoro si è voluto identificare e tracciare la recente evoluzione del Private Equity prima a livello globale ed Europeo per poi entrare più nel dettaglio nelle dinamiche che hanno caratterizzato il mercato italiano negli ultimi cinque anni.

Dall'analisi e dagli approfondimenti effettuati sono emerse indicazioni e dati di tendenze molto chiari.

A livello globale negli ultimi 5 anni l'industria del Private Equity ha visto crescere in misura molto consistente tutti i suoi comparti: la raccolta, gli investimenti e i disinvestimenti.

Il suo ritmo di sviluppo non trova riscontri per intensità in nessun altro periodo di osservazione precedente.

Per contro il mercato italiano del Private Equity pur mostrando chiari segnali di dinamismo e di sviluppo, continua a mostrare evidenti fattori che ne ha penalizzato la capacità di attestarsi su livelli di crescita correlati all'importanza dell'economia del paese nel suo complesso.

Tali fattori restano riconducibili da molti anni:

- all'eccesso di burocrazia del sistema economico che limita fortemente il favorevole sviluppo delle imprese;
- all'incertezza e alla complessità del sistema regolatorio;
- alle elevate inefficienze della giustizia civile e penale;
- all'avversione culturale di una buona parte del sistema imprenditoriale verso forme di finanziamento innovative.

Tuttavia, i recenti sviluppi a livello di governance del paese e la elaborazione di un Recovery Plan convincente in molti suoi aspetti lasciano ben sperare per il futuro.

Inoltre, appare sempre più evidente come sia il sistema industriale italiano, sia i policy makers stanno acquistando sempre più consapevolezza della importanza del Private Equity nel dare impulso allo sviluppo complessivo dell'industria italiana e di conseguenza al sostegno della crescita economica di tutto il paese.

In definitiva possiamo guardare alle prospettive di questa industria nel mercato italiano con convinta fiducia e fondato ottimismo.