

FACOLTÀ DI ECONOMIA

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE

CATTEDRA DI M&A E INVESTMENT BANKING

**L'IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA SULLE
OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY**

RELATORE

PROF. SSA ALESSANDRA GENCO

CANDIDATO

PIERGIORGIO BIANCHINI

MATRICOLA 616261

CORRELATORE

PROF. MATTEO ARPE

ANNO ACCADEMICO 2009-2010

Capitolo I Attività di Private Equity e operatività di un fondo d'investimento in capitale di rischio

1.1	Inquadramento teorico dell'attività di Private Equity	- 8 -
1.2	Strutturazione di un fondo di Private Equity	- 15 -
1.3	Impatto economico dell'attività di Private Equity	- 20 -
1.4	Attività di <i>fund raising</i>	- 24 -
1.5	Il processo d'investimento	- 30 -
	1.5.1 Attività di <i>origination</i>	- 31 -
	1.5.2 Analisi dell'operazione	- 34 -
	1.5.3 Finanziamento di un'operazione di <i>Leveraged Buy Out</i>	- 45 -
1.6	Gestione del portfolio di investimenti	- 53 -
1.7	Il processo di disinvestimento	- 58 -

Capitolo II Gli anni d'oro del Private Equity: la crescita del mercato prima della crisi

2.1	Analisi generale dell'attività nel 2006 e nel 2007	- 67 -
	2.1.1 Principali evidenze sul recente sviluppo dell'attività di Private Equity	- 74 -
2.2	Dimensione delle operazioni di Private Equity	- 81 -
	2.2.1 Europa	- 81 -
	2.2.2 Nord America	- 92 -
	2.2.3 Italia	- 97 -
2.3	I principali settori coinvolti nelle operazioni: cause ed evoluzione	- 103 -
	2.3.1 Focus sull'Italia: caratteristiche delle imprese target e principali operazioni	- 114 -
2.4	La recente attività di Private Equity nelle economie emergenti	- 120 -

2.4.1 Analisi generale dell'attività e delle prospettive future	- 120 -
2.4.2 Focus sui BRICs	- 126 -

Capitolo III L'impatto della crisi finanziaria sulle operazioni di Private Equity

3.1 L'impatto del <i>credit crunch</i>	- 132 -
3.1.1 Breve Storia della Crisi finanziaria: cause ed evoluzione	- 136 -
3.1.2 1990-2007: l'impatto sul Private Equity di due crisi del credito	- 143 -
3.2 Il cambiamento del trend nel 2008	- 150 -
3.2.1 Focus sull'Europa	- 157 -
3.2.2 Focus sul mercato italiano	- 167 -
3.3 Analisi dell'attività nel 2009	- 175 -
3.3.1 I problemi nel <i>fund raising</i> e l'impatto sulle prospettive dei <i>limited partners</i>	- 181 -
3.3.2 Il declino delle operazioni di <i>Leveraged Buy Out</i>	- 190 -
3.3.3 Le difficoltà nell' <i>exit</i> : il ruolo dei mercati azionari	- 200 -
3.3.4 Il mercato italiano nel 2009	- 215 -

Capitolo IV: What's next? Le prospettive future degli attori del Private Equity

4.1 Lo scenario macroeconomico internazionale attuale	- 223 -
4.2 Le prospettive future degli attori del Private Equity	- 228 -
4.3 La trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti e il suo ruolo in Italia	- 243 -
Bibliografia	- 253 -

Introduzione

*Καὶ ἠγάπησαν οἱ ἄνθρωποι μᾶλλον τὸ σκότος ἢ τὸ φῶς.
E gli uomini preferirono le tenebre alla luce.*

Giovanni, III, 19

La violenza con la quale si è abbattuta sui principali Paesi industrializzati l'attuale crisi economica e finanziaria ha riproposto in modo ancor più prepotente un tema sul quale si dibatte ormai da decenni: i meccanismi con i quali il capitalismo moderno, inteso come concezione filosofica e politica, regola il funzionamento dell'economia sono ancora validi? O necessitano forse invece di un ripensamento, viste e considerate le numerose circostanze che hanno smentito la capacità del mercato di auto - regolarsi?

La risposta a questo interrogativo non è certamente affare da poco, né può considerarsi un tema sul quale porre delle certezze, tuttavia è fuor di dubbio che nel corso del tempo numerose sono state le declinazioni nelle quali si è articolata la concezione capitalistica dell'economia: tra queste, una delle più recenti ad essersi affermata è l'attività istituzionale di investimento in capitale di rischio, meglio nota come private equity. Questo lavoro cercherà di dare una visione il più possibile comprensiva di questo mondo, focalizzandosi in particolar modo sugli effetti che l'attuale crisi ha avuto sull'andamento dell'attività: un impatto che, come si potrà facilmente immaginare, è stato realmente notevole, e che, come si dirà profusamente nel corso del lavoro, pone il settore di fronte a nuove sfide da affrontare per gli anni immediatamente a venire.

Salita alla ribalta dell'opinione pubblica negli anni '80, l'attività di private equity si è proposta da almeno tre decenni come un volano tra i più importanti della moderna economia, in grado di esser parte attiva nello sviluppo dei sistemi economici dei Paesi cui l'attività si rivolge. Il sostegno che l'investitore istituzionale attua nei confronti dell'impresa cui il proprio investimento è diretto si concreta in un miglioramento effettivo della performance della stessa, sia in senso di efficienza, che di efficacia, oltre che di supporto finanziario e creazione di una rete di contatti interaziendali, frutto della capacità e conoscenza che l'investitore ha del settore in cui l'azienda opera.

Il momento dell'investimento non è comunque che uno dei tre grandi processi in cui si articola l'attività di private equity: mutuando una suggestiva immagine sviluppata in un diverso contesto degli studi economici¹, è possibile caratterizzare il private equity come un circuito, che inizia attraverso la fase di *fund raising*, ovvero la creazione del fondo d'investimento e la conseguente raccolta presso gli investitori delle quote di sottoscrizione dello stesso. La ricerca delle società target nelle quali investire, oltre che della migliore struttura finanziaria collegata alla tipologia d'investimento che si intende attuare, è la fase successiva, propriamente d'investimento, che assume una durata solitamente compresa in cinque anni: ciò perché quella di private equity è un'attività d'investimento a lungo termine, ma comunque con un orizzonte definito. L'obiettivo è infatti valorizzare la propria partecipazione per poi dismetterla al momento opportuno, uscendo dalla società con l'ottica di guadagnare un rendimento superiore all'investimento effettuato: è questa la fase dell'*exit*, che come si vedrà può essere attuata in differenti modalità operative.

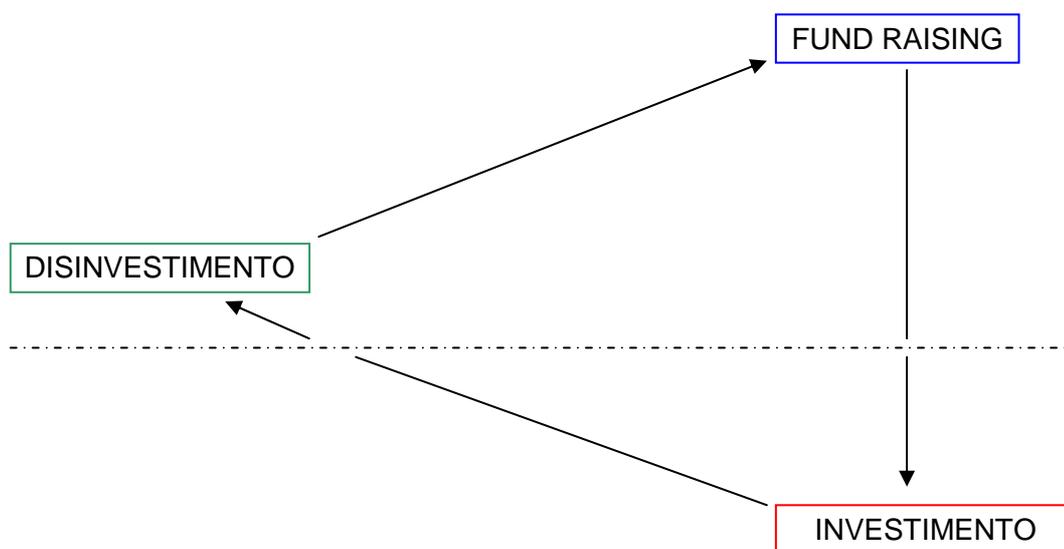


Figura 1: Il processo di private equity. Fonte: elaborazione propria.

Nello schema sopra proposto, la linea tratteggiata rappresenta il confine tra entrate e uscite di denaro: come si può vedere, all'entrata di capitali della fase della raccolta, segue l'uscita che caratterizza la fase di investimento, generata a partire dal *fund raising* stesso. Il denaro, "immerso" per la durata dell'intervento

¹ Il riferimento è al circuito della produzione sviluppato in E. Cavalieri, *Economia Aziendale*, p.126 Vol. I.

nell'impresa partecipata, "risorge" al momento dell'*exit*, alimentando una nuova fase di raccolta frutto della distribuzione dei proventi del fondo ai sottoscrittori².

Questi temi, prettamente operativi, saranno illustrati nella loro dinamica di base nel corso del primo capitolo di questo lavoro, nel quale verrà dato ampio spazio agli aspetti più teorici dell'attività di private equity, distinguendo tra le varie tipologie e fornendo un focus particolare, che verrà seguito per tutto il lavoro, sull'investimento di carattere più "maturo", diretto cioè ad imprese in una fase già avanzata del loro ciclo di vita e realizzato attraverso interventi di maggioranza. L'approfondimento verterà dunque sulla modalità del *buy out*, in particolar modo tracciando le linee essenziali della tecnica più usata, ovvero l'acquisizione effettuata tramite la leva finanziaria (*leveraged buy out*).

Poiché il private equity, come le operazioni di finanza straordinaria in genere, si configura come un'attività fortemente soggetta all'andamento dell'economia, per analizzare compiutamente come la crisi abbia impattato sul settore è di fondamentale importanza determinare quanto accaduto nel corso di quella che è stata definita da molti la *golden age* del private equity: tra il 2005 e il 2007 l'industria ha infatti raggiunto picchi record sia in termini di raccolta, che di capitali investiti, potendo sfruttare un ambiente economico particolarmente favorevole e caratterizzato dalla presenza di numerose imprese dalle ottime performance e da tassi d'interesse molto bassi, in grado di incentivare le operazioni di LBO d'importo più elevato, per le quali sono stati pagati dai giganti del settore multipli ingenti. Questa fase ha interessato imprese appartenenti ai più svariati settori industriali: della dimensione delle operazioni, oltre che della loro struttura, nel corso del biennio 2006-2007, tratterà il secondo capitolo, attraverso un confronto su base geografica che coinvolgerà i mercati europei e statunitensi, oltre che l'Italia, e si concluderà con un approfondimento sull'attività di private equity nei Paesi emergenti, in particolare i cosiddetti BRICs.

A partire dal terzo capitolo, verrà analizzato il vero e proprio impatto che la crisi finanziaria ha avuto sull'attività di private equity: a partire da quanto accaduto sui mercati nel corso dei mesi che hanno preceduto e poi caratterizzato il momento più duro per gli operatori, si dirà del ruolo che ha svolto il *credit crunch* per

² La suggestiva metafora è del Cavaliere, che l'ha mutuata a sua volta dall'Amaduzzi.

l'andamento delle operazioni nel settore, confrontando questa crisi con il più recente shock di dimensioni ragguardevoli, cioè la recessione dei primi anni '90. Seguirà dunque un'analisi dell'anno 2008 per il private equity che ricalcherà quanto già sviluppato per gli anni addietro, delineando un'annata particolarmente difficile per l'industria, caratterizzata da poche operazioni di dimensioni notevolmente ridotte, che scontano lo squilibrio tra domanda e offerta d'impresе acquistabili creatosi con la crisi economica e la stretta alla liquidità conseguente alle difficoltà bancarie e dei mercati. Seguirà dunque una disamina piuttosto concettuale del 2009, che si svilupperà seguendo i tre momenti principali dell'attività, raccolta, investimento, uscita, e determinando per ciascuna di esse le questioni chiave per gli anni a venire.

Proprio per sviluppare una visione del settore che sia il più possibile *forward looking*, l'ultima parte del lavoro consisterà nell'illustrazione dei risultati di un sondaggio condotto intervistando alcuni fra i principali operatori nel contesto italiano: tale indagine si intreccerà coerentemente con quanto delineato nell'ambito del capitolo precedente, proponendosi come una vera e propria "vista dall'interno" di quanto concettualmente e teoricamente sviluppato.

Questa breve prefazione ben si presta a doverosi ringraziamenti. Prima fra tutti, la professoressa Alessandra Genco, relatore del lavoro, che mi ha seguito per tutto il tempo necessario per la stesura della tesi, supportandomi con consigli preziosi in ogni sua parte. Un ringraziamento speciale va a Lorenzo Salieri, *partner* per l'Italia di 3i, che mi ha indicato numerosi spunti interessanti da approfondire, correggendo i miei errori o carenze in fase di stesura. Senza il suo apporto il lavoro sarebbe stato molto più complesso da sviluppare.

Un ultimo grazie infine a tutti gli operatori che hanno voluto rispondere al sondaggio proposto nell'ultima parte della tesi: le indicazioni che mi hanno fornito sono state di notevole interesse e hanno permesso di dare un taglio molto pratico a quanto era emerso a livello teorico.

A mamma e papà

Capitolo I Attività di Private Equity e operatività di un fondo d'investimento in capitale di rischio

1.1 Inquadramento teorico dell'attività di Private Equity

La European Venture Capital Association (EVCA) inserisce l'attività di private equity nell'ambito degli *Alternative investments*, una categoria molto ampia di *assets* che include *venture capital*, *hedge funds*, infrastrutture, *real estate*, *commodities*, *collateralized debt obligations* (CDOs) e, appunto, private equity. La definizione che viene fornita per quest'ultimo è la seguente: “*Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies (also called venture capital), to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buyin of a business by experienced managers may be achieved by using private equity funding.*”³ La definizione, piuttosto dettagliata, raccoglie diverse tipologie di attività d'investimento, che coprono varie esigenze nel ciclo di vita dell'impresa: è chiaro dunque che l'attività di private equity interessa un insieme molto vasto di operazioni, tutte comunque consistenti nell'ingresso diretto nel capitale di un'azienda al fine di generare valore, ma in modo differente a seconda delle dimensioni e degli obiettivi che rendono necessario per una società il ricorso all'investitore istituzionale.

L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (di seguito AIFI) definisce invece l'attività di private equity come “*una attività di investimento nel*

³ European Venture Capital Association, Glossary.

capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine"⁴. Anche questa definizione si distingue per ampiezza, ma riesce forse a cogliere in maniera più essenziale gli aspetti cruciali di questo vasto universo di operazioni: investire direttamente nel capitale di imprese (prevalentemente non quotate) attraverso un processo di negoziazione, avendo già ben determinato l'orizzonte temporale dell'investimento, il quale verrà gestito in modo tale da valorizzarne al massimo la redditività, attraverso apporto di capitale e scelte di tipo manageriale ad alto contenuto strategico, per poi capitalizzare il valore aggiunto creato al momento del disinvestimento.

Un primo tema importante è legato alla distinzione tra le varie tipologie d'investimento, le quali, come già accennato, sono differenti a seconda dell'operatore che le pone in essere e, soprattutto, della fase che l'impresa sta attraversando nel suo ciclo di vita. Viene così distinto il *venture capital* dal *private equity* (in senso tecnico), intendendo con il primo quella particolare attività volta al finanziamento dell'azienda nelle prime fasi del suo ciclo di vita, per loro natura contraddistinte da un binomio rischio-rendimento particolarmente elevato. Si può ulteriormente segmentare la galassia del *venture capital* in due ulteriori sottoclassi, quelle del *seed capital* e dello *start up capital*, dove con il primo si intende il finanziamento alla ricerca, valutazione e sviluppo di un "concetto" iniziale, prima che il business raggiunga la fase, successiva dunque, di *start up*.

L'investimento vero e proprio in *private equity* è invece finalizzato allo sviluppo e al sostegno di un'impresa già esistente e ben avviata: anche qui è possibile affinare la definizione a seconda della fase di ciclo di vita attraversata dall'azienda. Si parla infatti di *expansion/growth capital* quando vengono effettuati investimenti di minoranza in imprese ad alto potenziale di crescita, agendo a fianco dell'imprenditore e del management con un ruolo di tipo consulenziale a livello finanziario e strategico, mentre si parla di *replacement capital* per riferirsi a operazioni che hanno la finalità di sostituire una parte della

⁴ Glossario AIFI.

compagine azionaria che non è più coinvolta nell'azienda, senza però aumentare il capitale sociale della stessa. Viceversa, si parla di *buy out* ogni qualvolta l'investimento consente di raggiungere la maggioranza della compagine azionaria, acquisendo imprese già mature e in grado di fornire *cash flow* stabili e prevedibili nel tempo. Caratterizza quest'ultimo tipo di operazioni il modo in cui sono state storicamente finanziate: molti *buy out* sono condotti con la modalità del *leveraged buy out* (LBO), ricorrendo cioè normalmente a elevati livelli di indebitamento, che verranno poi ripagati attraverso i flussi di cassa che si genereranno nel tempo⁵. Le specie in cui si può declinare il LBO sono diverse. Volendo utilizzare la tassonomia prevalente, è possibile distinguere:

- *Management buy out*: nasce dall'iniziativa dei manager dell'azienda, che, grazie al supporto dell'investitore istituzionale o di un'istituzione finanziaria, acquistano a debito la propria azienda, divenendone al tempo stesso manager e proprietari. Da un punto di vista finanziario, l'apporto del management si concreta nell'apporto di una quota di equity e nella rinuncia al TFR⁶: il valore aggiunto è dato dalla conoscenza che hanno della loro società e del business in cui opera, competenze che vengono riconosciute dall'investitore a supporto tramite l'assegnazione di pacchetti azionari ai suddetti manager. Variazioni su questo tema sono costituite dal *management buy in*, quando si tratta di manager esterni alla società, e dal *management buy in & out*, in caso di manager esterni e interni;
- *Family buy out*: quando il ricambio generazionale in un gruppo industriale si mostra particolarmente difficoltoso, una delle opzioni percorribili è scegliere il supporto di un investitore istituzionale che acquisti le quote di familiari che intendono uscire dall'azienda;
- *Corporate buy out*: il soggetto acquirente è un'impresa industriale o commerciale che utilizza la tecnica LBO per realizzare una strategia di crescita esterna;
- *Institutional buy out*: è il caso in cui gli acquirenti sono operatori di private equity;

⁵ Un approfondimento sul *leveraged buy out* verrà effettuato più avanti nel lavoro.

⁶ E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità*, Maggioli Editore, 2009

- *Workers/Employees buy out*: l'acquisizione avviene da parte dei dipendenti della target;
- *Fiscal buy out*: operazione potenzialmente elusiva della normativa fiscale⁷, consiste nella creazione, da parte della maggioranza azionaria, di una *newco* che, indebitandosi, acquista il pacchetto in possesso della maggioranza. Segue la fusione tra la *newco* indebitata e la target: tutto ciò ha come scopo l'utilizzo della target come "bara" su cui far gravare gli oneri finanziari e ricavarne un risparmio d'imposta, sfruttando il *tax shield* creato dal debito;
- *Reverse LBO*: circostanza molto frequente di recente, consiste nel *delisting*, attraverso un'OPA dell'investitore istituzionale, dell'impresa quotata, per poi prepararla ad una successiva cessione.

Costituiscono infine una categoria a parte, in cui solitamente sono attivi operatori fortemente specializzati, le attività di *turnaround investment*, focalizzate su cicli patologici e non ordinari dell'impresa.

Una tassonomia delle varie tipologie di operazione, per quanto utile dal punto di vista teorico, non deve comunque prescindere da un aspetto molto importante a livello concettuale: l'investimento in capitale di rischio è attività quanto mai varia e mal si presta a rigide classificazioni, dati i sottili confini tra le categorie. Ciò è dovuto principalmente alla difficoltà di applicare uno standard fisso al mondo delle imprese, che cambia con rapidità sempre più marcata. Per questo, è forse più agevole riferirsi semplicemente a tre fasi molto ampie del ciclo di vita di un'impresa:

- Avvio dell'attività;
- Sviluppo dell'attività;
- Cambiamento

riconducendo l'attività di *venture capital* alle prime due fasi, mentre quella di *buy out* alla terza.⁸

⁷ Cfr. art. 37-bis DPR 29 settembre 1973, n.600

⁸ A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, 2008

Storicamente, si può far risalire la nascita dell'attività di private equity agli anni immediatamente successivi alla fine della Seconda Guerra Mondiale. Come accade normalmente per il mercato di *mergers and acquisitions*, di cui il private equity è comunque parte, l'attività si è presentata nella storia sotto forma di "ondate"⁹, riconducibili alle seguenti fasi:

- 1946 – 1981: limitato volume di investimenti, strutture societarie ancora molto rudimentali e poca conoscenza e dimestichezza con il private equity;
- 1982 – 1991: primo ciclo di ondate, esplosione del *leveraged buy out* dovuto ai *junk bonds* e culminato nella celebre acquisizione di RJR Nabisco da parte del fondo KKR;
- 1992 – 2002: secondo ciclo, nato in seguito alla crisi delle *savings & loans*, dagli scandali dell'*insider trading*, dal collasso del mercato immobiliare e dalla recessione dei primi anni '90. Nascono società di private equity istituzionalizzate, ma il ciclo si conclude con lo scoppio della bolla *dot-com* del 1999-2000.
- 2003 – 2007: terzo fase, nasce dallo scoppio della bolla della *New Economy*. I tassi d'interesse bassi favoriscono i *buy out* che raggiungono una dimensione molto elevata; i private equity iniziano a quotarsi in borsa.

Quale che sia la classificazione che si intende adottare, una domanda ovvia che occorre farsi è in realtà un'altra: per quale motivo cioè si dovrebbe investire nel private equity e non invece in un altro tipo di *asset class*. Il motivo principale è l'attesa di un rendimento superiore a quello di altri strumenti finanziari più tradizionali disponibili sul mercato. Il sovra – rendimento, come normalmente accade nel mondo della finanza, nasce da un profilo di rischio elevato; tuttavia, in questo caso è possibile affermare che non sia giustificato soltanto (e comunque non prevalentemente) dalla maggiore rischiosità che presentano gli investimenti di private equity, quanto invece da altri aspetti, quali¹⁰:

⁹ Sulle motivazioni alla base delle ondate di M&A, si veda R. Bruner, *Applied M&A*, Wiley Finance, 2007

¹⁰ M. Liera, *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali* in AIFI, Quaderni sull'investimento in capitale di rischio, 2005

- la minore liquidità rispetto al classico investimento in partecipazioni azionarie in società quotate;
- la frequenza con la quale i fondi di private equity hanno mostrato rendimenti superiori a quelli dei mercati borsistici di riferimento considerati nello stesso lasso temporale, solitamente di medio periodo;
- la correlazione non eccessiva con i mercati azionari, costituendo dunque anche un efficace strumento di diversificazione del portafoglio per l'investitore istituzionale;
- la discrezionalità che la componente gestionale fornisce nelle scelte strategiche assunte.

Di tutte queste motivazioni, che contribuiscono a spiegare perché un investimento in private equity rende più di uno in altri *asset class*, la più apprezzata dagli investitori è certamente la relazione rischio – rendimento, amplificata dalla correlazione bassa con i mercati¹¹ e dal beneficio diversificazione che ne deriva. Da non sottovalutare è comunque anche la componente non strettamente finanziaria, per cui si ha un atteggiamento favorevole nei confronti dell'investimento in private equity poiché consente di sviluppare caratteristiche quali l'imprenditorialità e, in generale, le economie cui si rivolge l'investimento¹².

La fase che sta attualmente vivendo l'economia mondiale tradisce però l'esistenza di diverse problematiche nell'attività di private equity. Sono queste delle criticità in realtà esistenti in senso assoluto, ma, come è ovvio, vengono esacerbate dalla crisi economica e finanziaria. Tali fattori possono essere schematicamente delineati:

- la durata dell'*holding period*: come detto precedentemente, la struttura del fondo presenta un basso grado di liquidità e questo rende difficile se non impossibile per l'investitore ritirare il proprio investimento. La durata media della fase dell'investimento è compresa tra i tre e i cinque anni: il rischio di liquidità è dunque particolarmente elevato e non fa che aumentare nei momenti di crisi come quello che l'economia sta

¹¹ *Understanding UK Institutional Investors*, AltAsset, BVCA, 2003

¹² M. Liera, *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, op. cit.

attraversando, poiché le difficoltà che vengono registrate nelle strategie di *way-out* imporranno tempi di permanenza nelle imprese acquisite più lunghi della media¹³;

- *disclosure* sui dati inferiore a quella richiesta alle imprese quotate, acuita dal fatto che i metodi di valutazione della performance variano non poco e anche il tempo non è facilmente interpretabile;
- difficoltà nell'*assessment* e nella selezione del team che gestisce il fondo nel quale si intende investire: vengono valutati aspetti quali il *track record* e il *know-how* del team, che sono alla base della decisione d'investimento dal punto di vista di chi lo effettua, mentre la loro valorizzazione costituisce uno *skill* di fondamentale importanza nell'attività di *fund raising*;
- prezzi pagati nelle acquisizioni, che spesso e volentieri si rivelano troppo alti anche per imprese performanti, con la conseguenza che, specialmente nelle operazioni di *buy out*, può essere molto difficile in momenti delicati come quello attuale ripagare il debito contratto. In altre parole, se si è pagata troppo un'impresa, anche il più solido dei *cash flow* rende difficile onorare l'obbligazione contratta e, naturalmente, la successiva dismissione della partecipazione a un valore che generi il ritorno desiderato sull'investimento.

Sono questi aspetti ben noti dagli operatori e dagli investitori in private equity e, comunque, abbastanza fisiologici: restano tuttavia criticità da tenere in forte conto, soprattutto nell'imminente.

¹³ Di questo aspetto, che costituisce uno dei temi più importanti che questo lavoro vuole analizzare, si parlerà più diffusamente nel terzo capitolo.

1.2 Strutturazione di un fondo di Private Equity

L'attività di private equity viene svolta principalmente da istituzioni finanziarie che vengono strutturate come fondi, raccogliendo i capitali dagli investitori e investendoli successivamente in imprese, per lo più non quotate. La durata di un fondo è solitamente di dieci anni, all'interno dei quali si distinguono il momento in cui si investe (*investment period*) e quello in cui si dismettono le partecipazioni (*divestment period*), ciascuno della durata media di cinque anni. Processi di investimento che si concludono prima del previsto attivano solitamente altri fondi: questo meccanismo indica una notevole capacità di gestione del team.

Dal punto di vista operativo, è possibile distinguere:

- Banche d'affari/commerciali;
- Fondi chiusi di diritto internazionale;
- Fondi chiusi locali o regionali;
- Holding finanziarie a carattere privato o industriale;
- Operatori pubblici

che rappresentano i principali operatori direttamente coinvolti nell'attività di private equity. Di seguito si propone un ranking dei principali operatori mondiali per capitali raccolti negli ultimi cinque anni:

Fondo	Headquarter	Capitale raccolto (miliardi dollari)
The Carlyle Group	Washington	52
Goldman Sachs Principal Invest. Area	New York	49.05
3 TPG	Fort Worth	48.75
Kohlberg Kravis Roberts	New York	39.67
CVC Capital Partners	London	36.84
Apollo Management	New York	32.82
Bain Capital	Boston	31.71
Per mira	London	25.43
Apax Partners	London	25.23
The Blackstone Group	New York	23.3
Warburg Pincus	New York	23
3i Group	London	22.98
Advent International	Boston	18.32
Terra Firma Capital Partners	London	17
American Capital	Bethesda	17
Providence Equity Partners	Providence	16.36
Silver Lake	Menlo Park	15.6
Cerberus Capital Management	New York	14.9

Fonte: PE International Media

Mentre per valore totale di *deal* effettuati la situazione è la seguente:

Rank	Operatore	Valore (mil euro)	Numero deal
1	Apax Partners	97,675	132
2	KKR	89,925	48
3	Permira	87,497	65
4	Blackstone Group Holdings LLC	71,424	54
5	GS Capital Partners	64,054	68
6	The Carlyle Group LLC	56,103	89
7	3i Group Plc	54,757	420
8	TPG LLP	51,985	29
9	CVC Capital Partners Ltd	50,535	89
10	Cinven Ltd	42,507	46
11	Providence Equity Partners Inc	39,527	22
12	Bain Capital LLC	38,164	34
13	GIC Special Investments Pte Ltd	38,054	10
14	BC Partners Ltd	36,512	30
15	Macquarie Group Ltd	33,691	44
16	Caisse du Depot et Placement du Quebec	32,967	15
17	Apollo Management LP	31,563	15
18	Intermediate Capital Group	28,985	58
19	PAI Partners	28,599	26
20	AlpInvest Partners NV	26,280	38

Fonte: MergerMarket

Si è detto che, prevalentemente, il fondo chiuso d'investimento rappresenta lo strumento principale attraverso cui viene effettuata l'attività di private equity. Questi fondi operano raccogliendo capitali attraverso l'emissione di quote, per poi investirli nel capitale di altre società non quotate. Il fondo è chiuso, cioè non offre all'investitore la possibilità di riscattare la propria quota in ogni momento, ma soltanto nell'ambito di scadenze prefissate; inoltre, a differenza dei fondi aperti, l'ottica della partecipazione è orientata sul lungo periodo e dunque non è, per sua natura, di facile smobilizzo.

Il profilo comune di un investitore¹⁴ è quello di un soggetto che può essere tanto individuale, quanto istituzionale, ma che sia comunque in grado di sopportare il peso del rischio elevato per un periodo di tempo medio – lungo: è così che si attua la separazione tra chi investe nel fondo e chi invece lo gestisce. Costui ha dunque

¹⁴ Delle varie tipologie di investitori si parlerà diffusamente nel paragrafo dedicato al *fund raising*.

a disposizione, una volta effettuata la raccolta, un patrimonio ampio e stabile, atto ad essere investito in modo non immediatamente liquidabile.

La distinzione appena esposta tra fondi “autonomi” e fondi *captive* (ossia emanazione di altre entità) non è di poco momento, specialmente in riferimento alle diverse strategie attuabili: come è ovvio, i fondi *captive* operano nel rispetto delle politiche ed esigenze del gruppo cui fanno riferimento, trovando i capitali esclusivamente all’interno del proprio sistema. I fondi *non captive* godono di una maggiore indipendenza, sollecitando numerosi investitori alla sottoscrizione di quote del fondo gestito. Questa distinzione trova maggior senso quando si nota la forte presenza di operatori *captive* in tutte quelle realtà dove la finanza ha carattere essenzialmente banco-centrico, come ad esempio l’Italia o, in generale, l’Europa continentale. Resta comunque inalterata la distinzione tra fondi generalisti, che riescono cioè a coprire tutte le fasi dello sviluppo di un’impresa, e quelli che invece sono specializzati in particolari ambiti, se non in settori o aree geografiche particolari.

Rispetto a quest’ultimo punto, è ormai acclarata l’affermazione dei fondi paneuropei, che fanno capo a grandi operatori internazionali e gestiscono capitali di gran lunga superiori alla media del settore, poiché si muovono a livello sovra-regionale. Solitamente, questi fondi hanno come sottoscrittori grandi investitori istituzionali e operano attraverso *advisor* locali, in grado di riconoscere meglio le opportunità che si presentano nei vari mercati¹⁵: hanno anche ovviamente obiettivi di investimento molto ampi. Le modalità operative prevedono la costituzione di una *limited partnership*, che gestisce nel suo complesso il fondo: i partner presenti sono di due diverse categorie, che permettono di distinguere nettamente chi sottoscrive quote del fondo (*limited partners*) e chi invece ha il controllo manageriale della società di gestione (*general partners*). Il regolamento del fondo definisce in maniera molto puntuale le possibili strategie d’investimento e i rapporti tra sottoscrittori e gestori: talvolta, anche i *limited partners* possono partecipare all’attività di gestione, ma sempre nell’ambito di compiti ben delimitati, onde evitare possibili conflitti d’interesse.

¹⁵ A. Gervasoni, J. Donadonibus, P. Papilj, *Caratteristiche strutturali ed operative dei fondi paneuropei di investimento nel capitale di rischio*, LIUC Paper, 2003

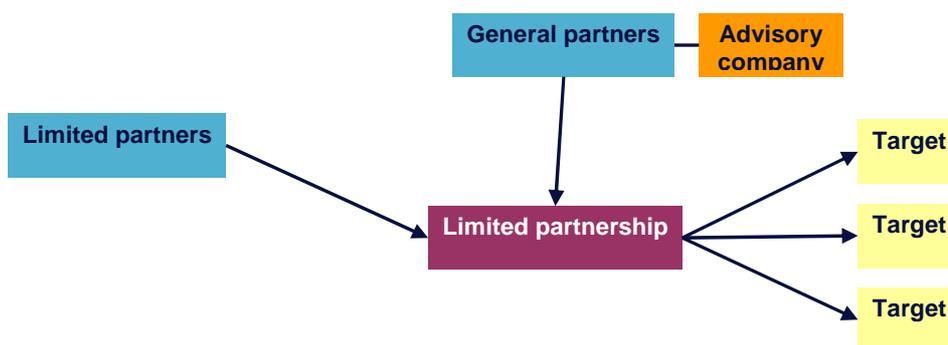


Figura 2: la struttura operativa di un fondo chiuso di diritto internazionale

Da un punto di vista meramente strutturale, il patrimonio della società di gestione e quello del fondo restano distinti: i *general partners* gestiscono quest'ultimo in modo professionale, percependo una commissione annuale (*management fee*) nell'ordine del 2-3% del capitale *committed*, cioè l'ammontare che i sottoscrittori si sono impegnati a versare per il periodo d'investimento. Esiste poi una commissione riconducibile alla singola operazione, detta *transaction fee* e gravante sulla società in cui è stato effettuato l'investimento: considera anche tutti i costi che derivano dalle operazioni che non vengono portate a termine (*abort costs*). Più interessante è il cosiddetto *carried interest*, una commissione cui ha diritto la società di gestione e spesso alcuni singoli gestori: si tratta di un importo pari al 20% dei *capital gains* realizzati dal fondo, da attribuirsi una volta che i *limited partners* siano stati rimborsati dell'ammontare del loro investimento in maniera superiore al cosiddetto *hurdle rate*, che rappresenta una quota minima di rendimento per l'investitore¹⁶. Lo scopo del *carried interest* è allineare gli interessi di chi gestisce il fondo con quelli dei sottoscrittori, cercando di superare le asimmetrie informative e i conseguenti *agency costs*¹⁷.

Relativamente agli operatori pubblici, è chiaro che di solito essi sono orientati a offrire sostegno a quelle aree del Paese storicamente svantaggiate e comunque a perseguire obiettivi di interesse sociale: naturalmente, tutto questo nell'ambito dei

¹⁶ Oggi si può considerare un CAGR tra l'8% e il 10% per l'*hurdle rate*.

¹⁷ P. Milgrom, J. Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1993

vincoli imposti dalla finanza pubblica e dai vari trattati internazionali, il che rende questa attività spesso priva dell'autonomia necessaria per operare¹⁸.

In Italia, la forma giuridica imposta dal Testo Unico della Finanza¹⁹ per i fondi mobiliari chiusi è quella della Società di Gestione del Risparmio (SGR), in grado di svolgere il ruolo del cosiddetto “gestore unico”, cioè sia individuale che collettivo. La SGR deve dotarsi di un capitale minimo pari a un milione di euro e ciascun fondo può avere una durata massima di trent'anni.

¹⁸ Dal ranking precedente, si può notare l'importanza della Cassa Depositi e Prestiti dello stato canadese del Quebec. Per un approfondimento sulla trasformazione in atto in Italia della CDP, si rimanda all'ultimo capitolo.

¹⁹ *Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58 (TUF)*.

1.3 Impatto economico dell'attività di Private Equity

L'investimento in capitale di rischio assume un'importanza notevole all'interno delle economie dei Paesi sviluppati e di quelli in via di sviluppo, per più di un motivo. In primis, è chiaro che per le imprese la disponibilità di capitali a medio – lungo termine è un vantaggio di non poco conto: questo indipendentemente dalla fase di ciclo di vita che la stessa impresa sta attraversando, ma soprattutto in tutti i casi in cui è in previsione uno sviluppo dell'attività. Non solo dunque in una fase embrionale, ma anche in presenza di opzioni reali “offensive”, che tipicamente richiedono quella forma di capitale “paziente”, quale il capitale di rischio è²⁰. Questo aspetto, di carattere finanziario, non è comunque esclusivo: è infatti soprattutto la vocazione imprenditoriale del socio istituzionale a fornire un valore aggiunto alle società partecipate. Le sue competenze manageriali, il suo network di relazioni e, non ultima, l'esperienza maturata nelle operazioni precedenti, fanno sì che l'azienda riesca a cogliere quelle opportunità (crescita esterna, IPO etc.) che si possono presentare nel tempo. Inoltre, la presenza di un socio istituzionale nel capitale dell'impresa ha effetti positivi anche in termini di *reputation*, contribuendo all'innalzamento dello standing creditizio nei confronti del sistema bancario.

Alcuni dati quantitativi possono essere utili a supportare quanto appena delineato dal punto di vista teorico. Uno studio realizzato congiuntamente da PriceWaterhouseCoopers e dall'AIFI mostra che tra il 2000 e il 2006, la crescita dei ricavi²¹ registrata dalle imprese italiane partecipate da operatori di private equity è stata di gran lunga superiore, in termini di CAGR²², del PIL nazionale: 13,1% per le operazioni di *buy out* e 21,2% per quelle di *venture capital*, a fronte di una crescita del PIL pari allo 0,9%²³. Tali dati, pur scontando la fisiologica

²⁰ G. Donna, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999

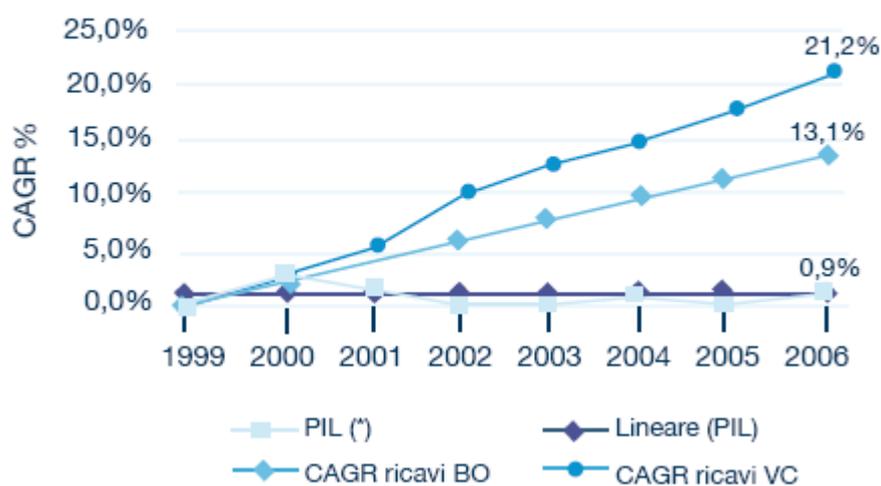
²¹ Per ricavi si intendono dagli ammontari inclusi nella voce A1 “Ricavi delle vendite e delle prestazioni” del bilancio civilistico.

²² Compound Annual Growth Rate.

²³ PriceWaterhouseCoopers, *The economic impact of private equity and venture capital*, marzo 2008

incapacità del Paese di generare valore aggiunto e riferendosi a 70 partecipazioni oggetto di dismissione nel triennio 2002-2004 (dunque annate abbastanza favorevoli per l'attività di private equity), denotano indubbiamente l'importanza del contributo fornito dall'investimento in capitale di rischio all'economia nazionale, accelerando la crescita delle aziende.

PIL italiano vs tasso di crescita ricavi da BO e VC

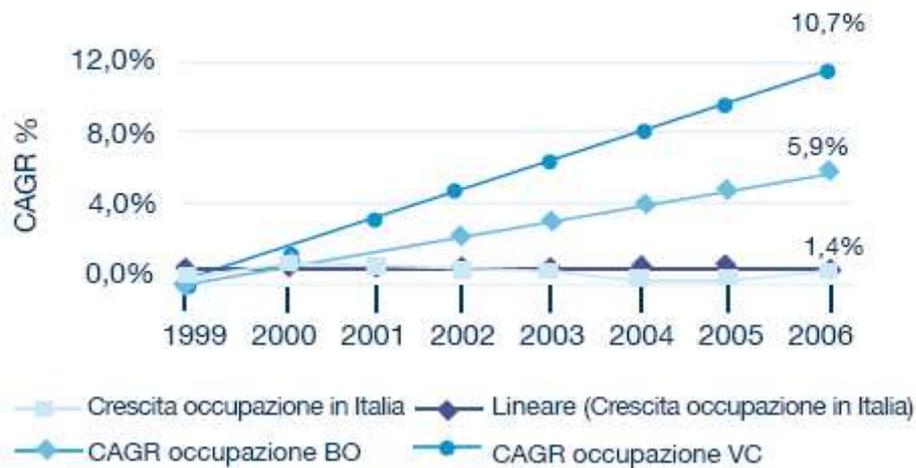


Fonte: PricewaterhouseCoopers e Istat

Anche i dati relativi all'occupazione²⁴ confermano questa tendenza positiva, la quale, va ribadito e sottolineato, si riferisce comunque a periodi, escluso forse il 2002, molto favorevoli per le operazioni di private equity: resta da quantificare l'indubbio contraccolpo della crisi economica.

²⁴ Per il dato sull'occupazione, è stato considerato il numero medio di dipendenti per anno.

Andamento del tasso di occupazione in Italia vs crescita occupazionale nei BO e VC



Fonte: PricewaterhouseCoopers e Istat

La migliore performance rimane peraltro immutata non solo a livello macroeconomico, ma anche utilizzando come benchmark aziende italiane di media dimensione²⁵ e prescindendo dalle *industries* di riferimento: oltre alla componente occupazionale e ai ricavi, anche la redditività delle imprese partecipate dai private equity, calcolata in termini di EBITDA, si dimostra superiore, crescendo del 9,82% nel periodo considerato, a fronte del calo del 4,1% che mostra il campione delle imprese usate come benchmark.

I dati positivi, sempre sotto l'aspetto strettamente economico e sociale, sono confermati anche al di fuori dell'Italia, da analoghi studi effettuati dagli organismi istituzionali locali: le ricerche svolte nel Regno Unito dalla British Venture Capital Association (BVCA), ovviamente tenendo conto di un campione di imprese partecipate molto più ampio di quello italiano, confermano le superiori performance delle aziende *venture backed* rispetto alle società quotate alla borsa londinese in termini occupazionali e di ricavi²⁶. Altri studi, realizzati in Francia e in Spagna, suffragano ulteriormente quanto appena esposto: inoltre, è interessante rilevare come nel caso francese la crescita occupazionale sia avvenuta anche in

²⁵ Dati Ufficio Studi Mediobanca.

²⁶ Studio BVCA- IE Consulting tratto da A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

quelle regioni storicamente interessate da elevati tassi di disoccupazione, come il nord e l'est del Paese.

Dati più recenti, tratti da uno studio che da quattro anni a questa parte rilascia Ernst & Young²⁷, arrivano a considerare anche l'anno 2008: la crisi finanziaria sarebbe in realtà già iniziata, almeno ufficialmente, da un anno²⁸, ma gli effetti si sono prodotti nel tempo, trovando la loro piena dimensione nel 2008 e nel 2009. Questa precisazione è doverosa, poiché i dati dello studio in questione rimangono positivi, ma in calo rispetto all'anno precedente: resta comunque inalterato un aspetto di fondamentale importanza, appunto già rilevato nello studio relativo al 2007, cioè il fatto che la crescita dell'EBITDA che viene registrata nelle imprese *venture backed* è largamente dovuta alla capacità di sviluppare il business, piuttosto che sul taglio dei costi, come normalmente si ritiene. Tutto ciò a dispetto della crisi: testimonianza ulteriore questa della capacità del private equity di impattare positivamente a livello economico.

²⁷ Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value*, 2008

²⁸ Il 9 agosto 2007 è il giorno che convenzionalmente si considera come l'inizio della crisi, con l'intervento massiccio della Federal Reserve e della BCE per iniettare liquidità sui mercati e le code alla Northern Rock. Del settembre 2008 è invece il default di Lehman Brothers.

1.4 Attività di *fund raising*

Nel secondo paragrafo si è descritta la struttura operativa di un fondo di private equity. È quindi di importanza assoluta soffermarsi in maniera più esaustiva su uno degli “ingredienti” cruciali dell’attività in questione: il capitale che viene gestito. Naturalmente, parlare di capitale in senso stretto vuol dire analizzare le modalità attraverso le quali viene reperito e, conseguentemente, chi lo fornisce. Dunque, più che alla massa di denari che sono a disposizione del fondo, è più corretto riferirsi all’attività di raccolta di tali fonti (*fund raising*).

L’attività di *fund raising* non deve essere considerata semplicemente come una modalità con cui si sollecitano determinati investitori a mettere a disposizione di altri individui i loro capitali: è molto di più, poiché rappresenta da un lato la fase iniziale del processo di private equity, senza la quale il successivo momento dell’investimento non può ovviamente avere luogo; dall’altro, è un’attività che presenta notevoli criticità, come la capacità dei gestori del fondo di essere in grado di mettere in atto una vera e propria strategia di raccolta e, non ultima, la congiuntura economica.

Dal punto di vista di un investitore, la scelta del private equity rispetto ad altri *asset class* alternativi, come per esempio *hedge funds* o *real estate*, rappresenta certamente un’opzione ulteriore per quegli investitori in grado di accedervi, sia rispetto al proprio *risk appetite*, che alla competenza e alla disponibilità dei capitali necessari²⁹. Degli elementi che contribuiscono positivamente alla preferenza per il private equity si è già parlato precedentemente: vale la pena ricordare l’importanza del fattore correlazione e del conseguente abbassamento della volatilità del portafoglio di investimenti, tutti *drivers* che giustificano un maggiore rendimento richiesto. Viene dunque da chiedersi qual è il profilo tipico di un investitore in private equity: in prima approssimazione, permane la consueta distinzione tra investitore individuale e istituzionale. I primi sono certamente individui dotati di elevate disponibilità (*high net worth individuals*), i quali ricorrono a due differenti canali per il loro investimento: il *private banking*, ormai sempre più orientato verso l’offerta di alternative sofisticate, o i cosiddetti *family*

²⁹ M. Liera, *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, op. cit.

offices, cioè strutture che gestiscono le risorse di gruppi familiari facoltosi in maniera altamente professionale e ricorrendo, per attuare la diversificazione necessaria, a *asset class* alternativi. Questo ultimo aspetto è molto importante per la moderna industria della finanza: l'attività di *asset management*, sviluppatasi con vigore nel corso degli ultimi anni fino a diventare oggetto di divisioni o addirittura entità separate all'interno dei vari gruppi bancari³⁰, è focalizzata alla ricerca del miglior legame tra rischio e rendimento di un portafoglio di *assets*, annullando il coefficiente eliminabile di rischio tramite una diversificazione sempre più ampia tra vari investimenti alternativi³¹.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, si fa riferimento a fondazioni, fondi pensione a carattere pubblico e privato, fondi sovrani (che comunque investono di solito direttamente nel capitale delle imprese), banche, compagnie assicurative e fondi di fondi. Questi ultimi sono veicoli di fondi comuni d'investimento: il gestore, una volta valutate le caratteristiche dei vari fondi private equity alternativi, decide quali e quanti capitali investirvi. Per un investitore, il fondo di fondi rappresenta senza dubbio un'opzione efficace per accedere a fondi con un più alto investimento minimo richiesto o a fondi con molta domanda, nonché per esigenze di diversificazione³². Solitamente, i gestori di questo tipo di istituzioni non rendono noto in anticipo ai propri sottoscrittori l'esposizione che si ha nei fondi sottostanti, comunicando al massimo un elenco di investimenti pre-selezionati. Nel 2008, questa categoria di *limited partner* ha contribuito per quasi il 15% della raccolta europea, in ascesa rispetto all'anno precedente e dietro solo ai fondi pensione.

³⁰ G. Forestieri, *Corporate e Investment Banking*, Egea, 2007

³¹ Castellani M., De Felice G., Moriconi F., *Manuale di Finanza II: Teoria del portafoglio e mercato azionario*, Il Mulino, 2005

³² M. Liera, *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, op. cit.

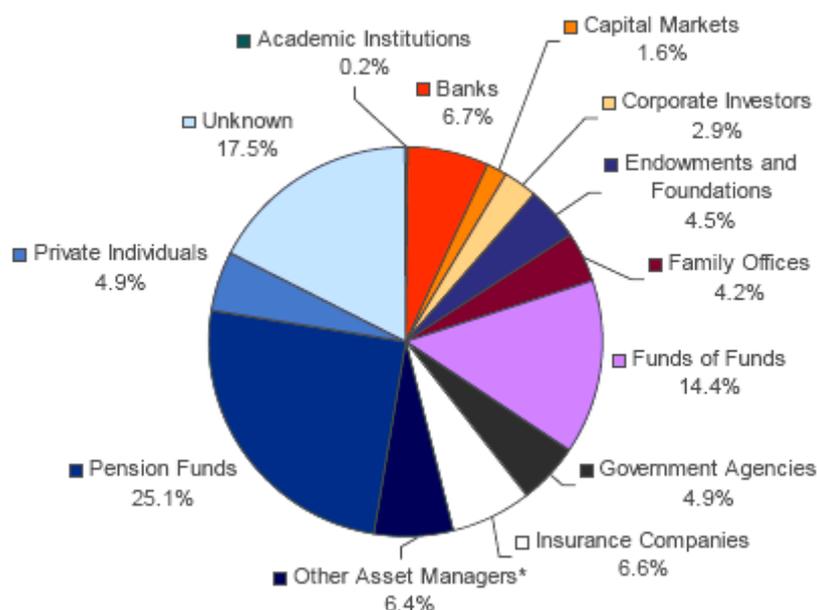


Figura 3: Raccolta per tipologia di investitore nel 2008 in Europa. Fonte: EVCA Yearbook 2009

Va sottolineato il dato relativo alle università, che storicamente sono state fra le prime a considerare l'investimento in private equity come un'alternativa favorevole: naturalmente si parla di istituzioni anglosassoni, che possono contare di *endowments* di notevoli dimensioni, comunque non paragonabili a quelle americane, dove i *commitments* sono ben più elevati. I fondi pensione invece sono protagonisti sia nello scenario europeo (comunque soprattutto in Inghilterra), che in quello di oltremarica: uno dei più noti al mondo, il CalPERS (*California Public Employees Retirement System*), al giugno 2009 contava investimenti in equity (indifferentemente *venture capital* o *buy out*) per un valore di mercato complessivo di 44 miliardi di dollari, generandone profitti per circa 15 miliardi³³. Naturalmente, nei due Paesi europei in cui i sistemi economici e finanziari sono prevalentemente banco-centrici, Italia e Germania, sono le banche i principali sottoscrittori di fondi di private equity.

Rispetto alla provenienza geografica dei *limited partners*, è possibile osservare come nel 2008 la situazione si sia fortemente riequilibrata tra Europa e Resto del mondo: merito soprattutto della crescita registrata negli Stati Uniti e in Canada, che rappresentano la macroregione da cui proviene la maggior parte del *fund raising*, mentre in Europa il primato va attribuito a Germania, Svizzera e Austria,

³³ Fonte: www.calpers.ca.gov

di poco superiore a Francia e Benelux e al sistema anglosassone. Da notare come sia nel sud dell'Europa che nel Regno Unito e in Irlanda, la percentuale di raccolta sia notevolmente calata: primi segnali questi della crisi nei due sistemi economici in cui, rispettivamente, le banche e i mercati finanziari sono gli attori principali.

Macro-regione	2008	2007
DACH region	13,10%	12%
France & Benelux	12,40%	11,60%
UK & Ireland	11,30%	17,50%
Other Western Europe	7,40%	7,10%
Nordic countries	5,80%	6%
Southern Europe	1,60%	13,10%
CEE	0,10%	0%
Total Europe	51,70%	67,30%
North America	37,70%	23,80%
Australasia	10,30%	8,70%
Rest of World	0,30%	0,30%
Total Rest of World	48,30%	32,80%
Total	100%	100%

Figura 4: Percentuale di fund raising per macroregione. Fonte: EVCA

Detto delle caratteristiche dei *limited partners*, è ora necessario soffermarsi sul processo di *fund raising* vero e proprio: è un'attività impegnativa anche dal punto di vista temporale visto che dura di solito circa un anno. Tale processo è schematizzabile in alcune fasi³⁴, quali:

- Identificazione del mercato target per la raccolta;
- Fase di *pre-marketing*;
- Strutturazione del fondo;
- Preparazione e distribuzione materiale di marketing³⁵;
- *Roadshow* con i potenziali investitori;
- Preparazione documentazione legale;
- *Closing*.

³⁴ EVCA, *Fund Raising and Investor Relations*, 1995 in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

³⁵ Un documento fondamentale è il cosiddetto *placement memorandum*, che rappresenta una sorta di biglietto da visita del gestore, in cui devono emergere vari aspetti, quali:

- Termini e condizioni;
- Performance passate;
- Ambiente di riferimento.

Come si può notare, le fasi sono molto vicine a quelle di una collocazione di titoli sul mercato: di fatto, però, è proprio di questo che si tratta, cioè una sollecitazione al pubblico degli investitori per convincerli a sottoscrivere quote di un fondo. Logico dunque che le varie fasi ed attività del processo siano assimilabili; diverso semmai è il ragionamento alla base delle scelte d'investimento dei potenziali *limited partners*.

Anzitutto, non è credibile un fondo che non goda di una buona *reputation* tra le mura domestiche: è un aspetto preliminare e per certi versi ovvio, ma fondamentale per un'attività che necessita della più ampia apertura a livello internazionale. Un qualsiasi investitore sarebbe portato a chiedersi perché quel determinato fondo non goda di fiducia nemmeno nel mercato che gli è più familiare, guardando con sospetto questo dato. A tal proposito, un soggetto particolarmente importante nelle prime fasi del processo di *fund raising* è il *gatekeeper*: fornisce attività di consulenza ad investitori istituzionali con focus specifico sul private equity. I *gatekeepers* sono tipicamente di origine anglosassone e operano su base indipendente, fornendo agli investitori la loro esperienza pluriennale nel settore e l'accesso ai migliori fondi del mercato grazie ai rapporti esclusivi con tali operatori, maturati in anni di attiva conoscenza e frequentazione del mercato³⁶.

L'elemento di cui i *limited partners* tengono maggiormente conto nella scelta del fondo in cui investire è senza dubbio il *track record* del management team della società di gestione: si tratta dei risultati ottenuti dal team su un arco temporale storico medio - lungo. La differenza di performance tra i gestori nel mercato di private equity è sensibilmente rilevante rispetto a quanto accade per i mercati finanziari. Pertanto devono essere valutate le credenziali del team di gestione, prestando particolare attenzione alla loro reputazione ed al loro personale *track record*, cioè ai risultati conseguiti nel passato dal singolo gestore. In merito, una ricerca di McKinsey ha rilevato un dato interessante: considerando i fondi in base alla loro performance, quelli appartenenti al primo quartile (i top dunque) hanno la probabilità del 43% di ritrovarsi nella stessa posizione di vertice in futuro, mentre i manager appartenenti all'ultimo quartile hanno il 59% delle probabilità

³⁶ AIFI, *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity*, 2008

di avere una performance ancora peggiore. La spiegazione di questa tendenza è palese: l'esperienza e la reputazione costituiscono *track record* distintivi che attirano più fondi da gestire, con i quali si effettuano operazioni di ottimo livello; al contrario, un fondo che è andato male nel tempo non è credibile, quindi la sua performance non potrà che peggiorare ancor di più.

Collegato a questo discorso, ha indubbiamente una grande importanza la strategia d'investimento che il team intende sviluppare, rispetto alla dimensione e al tipo delle operazioni, al settore e Paese prescelto: la strategia vincente per attirare gli investitori deve essere differenziata, deve contraddistinguere il team che la attua; assume una certa rilevanza anche il periodo complessivo che il team di gestione ha coperto lavorando assieme, nonché l'affiatamento tra i vari componenti. Tutti questi aspetti assolvono i requisiti della coerenza e della prevedibilità: è probabile che ciò che ha funzionato bene in passato possa funzionare bene anche in futuro, specialmente in un'attività come il private equity, fortemente basata sulle competenze e sull'esperienza, oltre che sulla reputazione.

Altri elementi importanti possono essere schematicamente delineati³⁷:

- *Management fee* e *carried interest* in linea col mercato;
- Struttura organizzativa semplice e scevra da conflitti d'interesse;
- Parametri di misurazione della performance chiari e corrispondenti alle metodologie ufficiali;
- Meccanismi di *draw-down* (richiamo dei capitali) e di distribuzione dei proventi degli investimenti in linea con le esigenze del mercato.

Infine, chiaramente emergono anche diverse criticità dall'attività di *fund raising*: si tratta di motivazioni fondamentalmente opposte a quelle che generano una buona raccolta, quindi riconducibili a scarsa reputazione del team, track record insoddisfacenti, dati privi della coerenza necessaria: solo alcuni di questi aspetti possono essere controllati. Tutta una serie di motivazioni di insuccesso ulteriori sono appalesate attualmente per effetto della crisi finanziaria globale: per questo se ne parlerà meglio nel corso del terzo capitolo.

³⁷ A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

1.5 Il processo d'investimento

Una volta terminata la fase di raccolta, si può affermare che per un fondo di private equity inizi il vero e proprio momento dell'investimento. Si tratta di un processo lungo e complesso, che nasconde non poche insidie e richiede tutte le competenze e l'esperienza pregressa di cui il team di gestori può disporre; d'altra parte, molte delle metodologie e tecniche utilizzate sono quelle tipiche di tutti i processi di M&A. Verranno dunque usati *tools* quali *due diligence*, *business plan*, *selling memorandum* e quant'altro: semmai, l'aspetto forse più interessante del processo d'investimento di un fondo di private equity è che in esso va già previsto fin dal principio il modo con cui si intende uscire dall'operazione, cioè l'*exit*. Quanto verrà detto infatti a proposito dell'analisi del *deal* non deve distogliere dal principio cardine dell'attività di private equity: la valorizzazione dell'investimento in un orizzonte temporale certamente di medio - lungo termine, ma comunque finito. È adottando la modalità di *exit* migliore che i frutti della gestione dell'operazione possono essere colti e distribuiti poi ai *limited partners* che finanziano l'attività del fondo.

Prescindendo dalla tipologia di operazione in questione (*venture capital*, *buy out* etc.), il processo di investimento può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

- Attività di *origination*;
- Analisi dell'operazione;
- Finanziamento di un'operazione di *leveraged buy out* (LBO), di notevole importanza data le peculiarità di questa modalità operativa.

L'attività di disinvestimento, pur potendosi considerare concettualmente nel senso già chiarito parte del processo d'investimento stesso, verrà analizzata separatamente.

1.5.1 Attività di origination

L'attività di *origination* consiste nella ricerca dell'operazione da porre in essere. È una fase cruciale, come per qualsiasi operazione di M&A: soprattutto, poiché si tratta di scegliere il target più adatto, è fondamentale avere un numero consistente di possibili opzioni, per poi selezionare l'impresa che si dimostri realmente la più adatta, sulla base delle analisi successive. Le principali fonti di *origination* sono:

- Marketing diretto;
- Auto - proposizione da parte della società target;
- *Advisor*;
- *Rumours* di mercato.

Il flusso di opportunità d'investimento da generare è funzione anzitutto delle caratteristiche dell'operatore. Una forte *reputation* all'interno del mercato è uno degli aspetti essenziali: a sua volta però questa si basa sulla quantità e soprattutto qualità delle operazioni effettuate nel passato, sull'esperienza maturata nelle differenti tipologie e in determinati settori; si tratta cioè di avere eccellenti e distintivi *track record*. Se questo dato è quello forse più importante nell'ambito dell'attività "a monte" (*fund raising*), continua a mantenere un ruolo di primo piano anche "a valle": a prescindere dallo stato di salute del mercato e dell'attitudine degli imprenditori che vi operano, è la competenza e la credibilità di un team di gestori a fare la differenza nella scelta dell'operazione³⁸.

Fatto salvo il *track record*, è fondamentale saper attuare una corretta politica di marketing che sia in grado di illustrare le esperienze maturate e le operazioni vincenti: i canali sono quelli consueti, cioè pubblicazioni, riviste specializzate, eventi, associazioni di categoria e quant'altro.

Altra caratteristica di cui tener conto per massimizzare la capacità di *origination* è la natura del mercato geografico nel quale si intende operare, con riferimento ai comportamenti e alle esperienze degli attori che vi operano. Prima di tutto,

³⁸ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

occorre che le caratteristiche del team vengano percepite e riconosciute anche al di fuori delle mura domestiche, nel caso vi si intenda operare.

Relativamente al ruolo degli *advisor* nell'attività di *origination*, va sottolineato che nei Paesi che hanno un mercato per l'investimento in capitale di rischio più sviluppato, come le realtà anglosassoni, le operazioni che coinvolgono più fondi in aste competitive sono intermedate da soggetti specializzati nell'M&A, che svolgono un'azione di consulenza e fornitura di servizi altamente professionali alle imprese venditrici: dunque in questi contesti le aziende che si auto-propongono possono utilizzare la professionalità degli *advisor* nel processo di vendita, e quindi è necessario per l'investitore istituzionale interfacciarsi anche con questi soggetti. È chiaramente un discorso valido non solo per il private equity, ma per le transazioni M&A in generale: il ruolo degli intermediari nei *sell-side*³⁹ è di cruciale importanza e copre vari aspetti, quali:

- *Vendor due diligence e valutazione*: da effettuare preliminarmente per capire il *range* di prezzo più congruo per la vendita;
- *Definizione strategia marketing/vendita*: si tratta della migliore modalità di vendita del business. È una decisione che l'intermediario e l'impresa venditrice prendono congiuntamente. Le alternative principali sono due: un'asta competitiva (*targeted/broad auction*) o la negoziazione esclusiva. L'asta naturalmente punta a massimizzare la pressione competitiva, richiede un notevole impegno temporale ed economico ma ha come risultato la possibilità di trovare il migliore compratore e minimizza il rischio di "*leave money on the table*"⁴⁰. La negoziazione esclusiva mira invece alla riduzione di tempi e costi del processo, puntando alla segretezza, ma rischiando di non trovare un compratore che offra il *best price*;
- *Analisi di mercato*: vengono analizzati i potenziali acquirenti e soprattutto la loro capacità di spesa rispetto al prezzo;

³⁹ G. Forestieri, *Corporate e investment banking*, op. cit.

⁴⁰ Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl, Joseph R. Perella, *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance, 2009

- *Preparazione documentazione essenziale per la vendita: teaser*⁴¹, *confidentiality agreement*⁴², *selling memorandum, bid instruction letter*⁴³, contratto di vendita.

Al di là di questa breve digressione sulle dinamiche di vendita delle aziende, resta da sottolineare un ulteriore fattore in merito alla capacità di *origination*, cioè la tipologia di operazione che si intende attuare: il marketing sarà differente per esempio a seconda che si parli di operazioni di *seed capital* (si cercheranno opportunità in università o centri ricerche) piuttosto che di *buy out*; cambiano non solo le tipologie di target, ma anche i settori che si prendono in considerazione.

⁴¹ Si tratta di un *summary* di due - tre pagine del business inviate ai potenziali compratori per testare il loro interesse, senza firmare accordi di riservatezza e senza indicare il nome dell'impresa venditrice.

⁴² Accordo di riservatezza che prevede che il potenziale acquirente non divulghi le informazioni o le usi per scopi diversi da quelli della transazione.

⁴³ Documento in cui sono indicate le istruzioni cui attenersi per la presentazione dell'offerta.

1.5.2 Analisi dell'operazione

La domanda preliminare che bisogna porsi relativamente all'operazione è se la società che si sta analizzando rappresenta o no un buon investimento da fare. È un quesito in effetti abbastanza ovvio, ma trova una risposta che non è valida in assoluto, bensì a seconda del tipo di operazione che si intende effettuare. Prima di fare questa distinzione, è tuttavia necessario individuare alcune caratteristiche fondamentali delle potenziali imprese target, valide per tutti gli investimenti: si tratta di comprendere i rischi e le opportunità emergenti dal mercato, utilizzando i più classici degli strumenti strategici. Tali *features* possono essere le seguenti⁴⁴:

- caratteristiche e struttura del mercato e del *business* in cui opera, al fine di comprenderne le potenzialità di sviluppo e quindi, la relativa market share potenziale;
- validità della strategia perseguita, con riferimento all'allineamento sostenibile nel tempo tra fattori critici di successo interni e fattori critici di successo esterni espressi dal mercato;
- qualità dello *human capital*, centrale nel processo di creazione del valore;
- flessibilità ed adattabilità all'impostazione del partner finanziario;
- possibilità di instaurare rapporti di trasparenza e fiducia tra partner industriale e partner finanziario;
- effettiva negoziabilità della partecipazione in sede di cessione al momento del disinvestimento.

Le valutazioni rispetto a questi elementi vengono condotte sulla base del *business plan*⁴⁵: è da questo documento che emergono le intenzioni strategiche del management o dell'imprenditore, le azioni da porre in essere per attuarle, le scelte di tipo tattico, nonché il loro risvolto finanziario. Andando nel dettaglio, sono determinanti il tipo di mercato/business e il posizionamento strategico dell'impresa: le caratteristiche del mercato in cui il target opera e quelle del

⁴⁴ P. De Luca, *La competitività dell'azienda sui mercati finanziari e il private equity*, in Amministrazione e finanza, marzo 2009, pp. III-XIV

⁴⁵ Sui contenuti e le modalità di redazione del business plan, si rimanda a quanto delineato da Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it).

prodotto sono aspetti che l'investitore deve analizzare con molta attenzione. L'analisi di mercato è un primo importante strumento: questa fase è di notevole complessità e va gestita in maniera molto accurata; naturalmente, si parte dalla situazione *as is* per poi includere tutta una serie di scenari più o meno prevedibili. In questo, riveste grande importanza il ruolo del management dell'impresa: i manager conoscono meglio di chiunque altro le caratteristiche del mercato, quindi dalla verifica delle loro capacità imprenditoriali e manageriali passa la credibilità del progetto in cui l'investitore riversa le sue aspettative⁴⁶. L'imprenditore ideale per un operatore di private equity deve avere in mente prospettive ambiziose di sviluppo, ma anche realistiche e, cosa fondamentale, allineate agli obiettivi dell'investitore, in particolar modo nei casi di operazioni di *expansion*.

L'elemento fiducia, dunque il conseguente allineamento degli interessi tra imprenditore/management e investitore, è cruciale in questa attività: l'apporto del team di private equity deve essere percepito come facilitatore e acceleratore del processo evolutivo dell'impresa⁴⁷. Non inferiore importanza rivestono l'adattabilità del management a gestire tutti gli aspetti della vita di un'azienda e non solo i singoli stadi, oltre che un sistema incentivante che lo motivi ad agire⁴⁸. Da un punto di vista strettamente tecnico, l'analisi del mercato farà emergere le possibili discontinuità in questo esistenti e da catturare⁴⁹, le opportunità di poter attuare strategie di integrazione (sia verticale che orizzontale) o di espansione geografica, piuttosto che di penetrazione in mercati già coperti. Allo stesso modo, il posizionamento competitivo dell'impresa sarà il punto di partenza per possibili percorsi di crescita esterna o di alleanze per avere accesso a tecnologie, prodotti o mercati complementari. Simultaneamente, questi due strumenti consentono anche l'individuazione di possibili criticità: mercati con trend negativi o in calo, barriere all'entrata/uscita, competizione particolarmente serrata nell'*industry* di

⁴⁶ EVCA e PriceWaterhouseCoopers, *Lessons learned from past mistakes*, Londra 1998 in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

⁴⁷ M. Caroli, *Economia e Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill, 2008

⁴⁸ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

⁴⁹ Sul concetto di discontinuità e migrazione del valore, si veda Rumelt R., *Strategy, Structure and Economic performance*, Harvard University Press, 1974.

riferimento e quant'altro. Non meno importanza riveste un'attenta analisi della base della clientela, mantenendo quella esistente e individuando la capacità di servire bisogni insoddisfatti; ancora, si rende necessaria una prima analisi economica dell'impresa, valutando il grado di leva operativa e quindi l'altezza dei costi fissi, tema che verrà poi approfondito in sede di *due diligence*.

A questo punto, è necessario approfondire l'aspetto legato all'idoneità dell'azienda prescelta rispetto alla tipologia di operazione da effettuare. Mettendo da parte il *venture capital* e riferendoci al private equity in senso tecnico, è possibile distinguere il profilo di un'impresa adatta per un *expansion* da una ideale per il *buy out*.

Il candidato ideale per un'operazione di *growth capital/expansion* è un'impresa ad alto potenziale di crescita, guidata da un imprenditore ambizioso ma affidabile. Molto spesso, le opportunità per operazioni di questo genere derivano da rapporti pregressi con l'imprenditore o il management, in cui si è generato quel meccanismo di fiducia collaborativa di cui si è detto precedentemente. Per l'*expansion*, i potenziali di crescita derivano spesso da opzioni reali⁵⁰, quali:

- Possibilità di internazionalizzazione;
- Tecnologie o prodotti innovativi;
- Possibilità di crescita esterna;
- Opportunità di miglioramenti operativi.

Naturalmente, essendo in queste operazioni più marcato il rischio e necessitando spesso di ragionevole tempo per entrare a pieno regime, dal punto di vista finanziario si tratta di *deal* che fanno raramente ricorso alla leva finanziaria, o comunque con valori relativamente bassi.

Al contrario, nei *buy out* vengono ricercate imprese più solide, in grado di generare flussi di cassa stabili e con questi di ripagare all'interno dell'orizzonte di investimento il forte indebitamento contratto per finanziare l'operazione, trasformando il debito in equity. Come noto, la capacità di generare flussi di cassa è funzione di un'elevata marginalità e di bassi investimenti in immobilizzazioni e

⁵⁰ L. Trigeorgis, *Real Options*, MIT Press, 1996

capitale circolante⁵¹: queste sono le caratteristiche che deve avere il candidato ideale per il *buy out*. Inoltre, occorre che l'azienda prescelta abbia una significativa disponibilità di *assets* liberi da vincoli per fornire garanzie implicite o esplicite ai propri finanziatori, ma, soprattutto, che il giudizio sul *cash flow* generabile si riferisca al *business plan* attuale, non a quelli futuri. Dunque, non è certamente oggetto di *buy out* una *start up* o comunque un'impresa all'inizio del proprio ciclo di vita, molto raramente lo è una del settore della *new economy*. In particolare, in riferimento al settore d'appartenenza è cruciale che si tratti di un'industria matura, con tassi di crescita non troppo sostenuti e privo di rischi di forti discontinuità, con barriere all'ingresso elevate e che soprattutto non richieda agli *incumbent* forti investimenti, non solo dal lato della tecnologia ma anche di un eventuale cambiamento della strategia o del modello di business (da evitare)⁵². Sono tutte caratteristiche che denotano il requisito fondamentale per un *buy out*: l'azienda target deve essere in grado di generare un *cash flow* tale da ripagare il debito contratto per acquisirla. Le caratteristiche della target devono essere le medesime del proprio settore; in aggiunta, si può affermare che l'azienda ideale deve:

- Essere in possesso di una forte *market share* difficilmente attaccabile o operare in una nicchia di mercato;
- Essere fortemente solida dal punto di vista patrimoniale (margini e quozienti di struttura positivi);
- Avere un congruo ammontare di immobilizzazioni atte ad essere date in garanzia e di *assets* liquidi e non strategici oggetto di dismissione (immobili civili, tipicamente con la tecnica del *sale and lease back*, partecipazioni non strategiche, anche *intangibles*), nonché crediti commerciali liquidabili;
- Avere un'attività non stagionale e in grado di assorbire poco capitale circolante;

⁵¹ E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, 2009

⁵² E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità*, op. cit.

- Poter essere cedibile sul mercato in seguito, anche tramite un'operazione di *management buy out*, il che denota la presenza di manager altamente professionali;
- Naturalmente, avere un *cash flow* storicamente forte e costante⁵³.

Le indagini sulle caratteristiche operative della target partono essenzialmente da dati storici desumibili da bilanci e rendiconti finanziari, ma è importante elaborare delle proiezioni per cercare di comprendere cosa accadrà nel futuro, simulando con analisi di scenario le ipotesi possibili: si fanno previsioni sulle vendite, analizzando come variano i prezzi e i volumi, nonché la struttura di costo e, soprattutto, il fabbisogno finanziario, in base al quale si determinerà la struttura finanziaria dell'operazione⁵⁴. Data la complessità di questo aspetto, si può affermare che le modalità di finanziamento esprimono gran parte degli strumenti finanziari a disposizione di un operatore di private equity nella strutturazione di un investimento. La stima della spesa finanziaria per acquisire la target cambia in base a numerose variabili; le principali, oltre ai flussi di cassa, sono:

- Entità del premio di maggioranza da riconoscere agli azionisti della target;
- Entità della quota acquisita, anche rispetto alla *dilution/accretion*⁵⁵ generata dalla fusione;
- Presenza di *assets* da dimettere;
- Capitale circolante;
- Standing creditizio;
- Esistenza di altri finanziamenti.

Oltre a questi aspetti relativi alla spesa finanziaria, è importante determinare quali effetti subisce il patrimonio della target a causa del debito: al di là dell'ovvio ridimensionamento che si registrerà, occorre determinare la sussistenza della solidità patrimoniale; inoltre, è importante stimare anche il livello degli oneri finanziari legati al finanziamento da sostenere una volta completata la fusione.

⁵³ E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità*, op. cit.

⁵⁴ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

⁵⁵ Con questi parametri, che misurano l'incremento/decremento degli *earning per share* (EPS) a seguito dell'acquisizione, si suole definire il merito finanziario di un'operazione di M&A.

Naturalmente, se da un lato è il team di gestori del fondo a scegliere l'impresa con le caratteristiche più adatte al proprio profilo d'investimento, dall'altro è l'azienda stessa che può trovarsi di fronte differenti alternative selezionabili: non solo dunque l'apporto di un investitore istituzionale, ma anche altri partner, solitamente industriali. Vale la pena chiedersi allora cosa si dovrebbe cercare in concreto in un private equity: dove, cioè, emerge il valore aggiunto che il fondo può apportare. Si è già detto in precedenza che i due ingredienti fondamentali per le operazioni di private equity sono il capitale messo a disposizione del target e il fattore umano, cioè il *know-how* e la professionalità del team di gestione. Più schematicamente, l'apporto si concretizza in⁵⁶:

- Supporto di tipo strategico e finanziario;
- Apporto di management attraverso l'ingresso diretto nel consiglio di amministrazione di membri del team e conseguente sfruttamento del network di contatti esterni con altri soggetti del settore;
- Innalzamento della reputazione e dello standing nei confronti del mercato e dei finanziatori;
- Migliore organizzazione delle risorse umane;
- Miglioramento nel monitoraggio gestionale e nella pianificazione fiscale.

È dalla valutazione di questi elementi, sia rispetto alle esperienze passate in altre imprese che in modo previsionale, che l'azienda selezionerà il partner che meglio si saprà allineare ai propri obiettivi: dunque quello d'investimento risulta essere in realtà un processo bi-direzionale, che coinvolge nella scelta reciproca tanto l'investitore istituzionale, quanto la potenziale azienda target.

Definizione prezzo d'acquisto e metodi di valutazione

Una volta selezionata l'impresa più adatta secondo i parametri che sono stati enunciati, il passaggio successivo è, come per ogni operazione di M&A, la definizione del prezzo d'acquisto: il valore di cessione dell'azienda, come espresso dal prezzo effettivo, in genere è diverso rispetto al relativo valore del capitale economico a causa della negoziazione e del potere contrattuale delle

⁵⁶ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

parti⁵⁷. Esiste, infatti, una notevole differenza tra valore del capitale economico e valore di cessione (espresso dal prezzo): il valore del capitale economico rappresenta il valore teorico stimato in base alle condizioni attuali dell'azienda e alle previsioni di sviluppo base alla strategia perseguita attualmente; il valore di cessione è invece un dato certo poiché esprime l'effettivo prezzo di transazione come risultato della negoziazione. Dunque il valore del capitale economico è diverso rispetto al valore di cessione: ma è altrettanto vero che il primo rappresenta la base dalla quale partire per determinare il secondo. Il capitale economico esprime la capacità dell'azienda di generare ricchezza, visto in chiave prospettica; esso è dunque frutto di congetture, ipotesi e stime, non è mai un dato oggettivo. Pertanto, si deve basare sulla valutazione di tutte le variabili, non potendo ridursi a procedimento di stima meccanicamente determinato sulla base di formule matematico-statistiche. Per quanto riguarda invece la definizione del valore di cessione, esso dipende dalle condizioni di negoziazione. Quindi, dopo aver stimato il valore del capitale economico, si definisce il prezzo di cessione mediante negoziazione tra le parti in ragione della relativa forza contrattuale e degli specifici interessi.

Fatta questa breve digressione sui concetti di valore e prezzo, relativamente alle operazioni di private equity si può affermare che il ruolo della negoziazione è molto forte: solitamente, ci si basa su dati semplici e verificabili, lasciando che la dinamica negoziale identifichi il parametro di valutazione⁵⁸. Per questi motivi, il metodo di valutazione di un'azienda più utilizzato a livello internazionale per un'operazione di private equity è quello dei multipli⁵⁹.

⁵⁷ G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2005

⁵⁸ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

⁵⁹ Naturalmente viene anche utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow*, che consiste nell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi al tasso di attualizzazione noto come WACC (questo in un'ottica *unlevered*). Il DCF ha un fondamentale problema: la sua determinazione è, nella pratica, costituita per quasi il 75% dal *terminal value*, soggetto a stime e congetture. Per questo spesso anche nelle valutazioni DCF, i multipli vengono usati come *check method*, e si lasciano meglio apprezzare per la loro semplicità di calcolo e comprensione. Nel private equity è di solito il DCF a fungere da *check method*.

I multipli di mercato sono dei particolari indicatori che esprimono dei rapporti tra prezzo di mercato e particolari grandezze di bilancio⁶⁰. Tali indicatori vengono poi paragonati con quelli espressi da un campione di aziende quotate il più possibile simili alla società da valutare. Il presupposto alla base di tale metodo è che il valore di una società non può differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende di dimensioni analoghe, dello stesso settore ed operanti sui medesimi mercati geografici. Eventuali differenze significative rispetto al campione tendono ad essere prima o poi colmate. I multipli, come noto, si dividono tra multipli *levered*⁶¹ (valutano l'equity dell'azienda) e *unlevered* (considerano il valore totale dell'azienda, cioè valore dell'equity e dell'indebitamento, inteso come posizione finanziaria netta). Sono soprattutto questi ultimi a essere più usati nell'ambito del private equity: in particolare, si tratta di:

- Enterprise Value/EBIT
- Enterprise Value/EBITDA
- Enterprise Value/Sales

Solitamente, si propende per i primi due metodi, che riflettono maggiormente la capacità di generare redditi nel tempo dell'impresa. Il problema principale di questo metodo è senza dubbio la scelta del campione di *comparables*, ovvero le imprese di cui calcolare il multiplo medio da applicare all'impresa valutanda. Questa criticità è molto avvertita già nelle valutazioni M&A "classiche", perché sconta una certa arbitrarietà di determinazione del campione⁶²; a maggior ragione, nel private equity emerge anche il problema di scegliere, per coerenza statistica, imprese *venture backed*, dunque il campione si restringe di più.

Analisi di fattibilità dell'investimento

Una volta definito il prezzo dell'operazione, il passaggio successivo è l'analisi della fattibilità dell'investimento: si tratta di sviluppare dei modelli che consentano di determinare delle simulazioni previsionali, su base pluriennale, di

⁶⁰ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 2007

⁶¹ Tra i più usati, price/earning (P/E), price/book value (P/BV), price/free cash flow (P/FCF).

⁶² Parametri classici sono: dimensione azienda, tasso di crescita, redditività operativa, posizionamento di mercato, presenza geografica, struttura finanziaria.

cash flow, conto economico e stato patrimoniale dell'azienda target, sulla base dei dati storici già a disposizione. Una metodologia usata nella pratica è la cosiddetta *PEP Drivers' Grid*⁶³, ideata e sviluppata dalla società Private Equity Partners a partire dal 2003: è una tecnica che consente di mettere in evidenza i *key value drivers* finanziari ed economici più importanti per giudicare fattibile o meno un investimento. Vengono presi in considerazione quattro parametri strutturali, quali:

1. EBITDA;
2. *Capital Expenditure* (investimenti netti annui in immobilizzazioni materiali/immateriali);
3. Incremento/decremento annuo di capitale circolante netto;
4. Crescita annua di EBITDA/fatturato.

I primi tre parametri sono le variabili fondamentali per esprimere la capacità dell'impresa di saper onorare i propri debiti finanziari nel tempo, nonché la capacità del business di generare valore.

A tal proposito, si può affermare in generale che esistono quattro leve in grado di generare valore in un'operazione di private equity:

1. Aumento del fatturato;
2. Crescita dei margini;
3. Ottimizzazione della struttura finanziaria (attraverso la riduzione dell'indebitamento o la dismissione di *assets* non strategici);
4. Aumento dei multipli (riposizionandosi in fasce diverse del mercato per esempio)

I primi due interventi si concretizzano in un aumento dell'EBITDA, in pratica alzando i ricavi e/o riducendo i costi operativi, mentre le altre due strategie guardano agli aspetti economici del *deal*. Si vedrà poi che alla luce degli scenari economici attuali, è fondamentale muoversi a livello di EBITDA, per la disponibilità di debito molto bassa e per la scarsa presenza di imprese acquistabili a prezzi bassi.

⁶³ R. Tremi, S. Cancian, *Una bussola per l'analisi: la PEP Drivers' Grid*, Amministrazione e Finanza, 2003

Tornando alla PEP Drivers' Grid, la considerazione fondamentale è che tutti i parametri che sono emersi dal processo di valutazione, sia quantitativi che qualitativi, devono essere opportunamente quantificati sinteticamente in dati economico-finanziari prospettici. È dunque dalla combinazione dei quattro elementi precedentemente delineati che vengono focalizzate le criticità e i parametri strutturali del business in cui opera l'impresa target: i parametri vengono riferiti all'anno più recente e espressi come percentuale del fatturato dell'azienda nello stesso periodo. Tali combinazioni di fattori consentono di verificare se questa sorta di "test di fattibilità" dell'operazione è superato e, in caso negativo, di visualizzare subito dove sono i problemi e come migliorare.

Due Diligence

Direttamente parte della valutazione sulla fattibilità dell'investimento è la fase di *due diligence*. È un momento cruciale nel processo di acquisizione: è statisticamente provato⁶⁴ che gran parte dei fallimenti nelle operazioni di M&A deriva dall'aver ignorato potenziali rischi derivanti dal *deal*. Nell'ambito del private equity, la *due diligence* assume ancor più importanza per la fisiologica mancanza di approfondite informazioni pubblicamente disponibili sulla target: si tratta dunque di un processo di ricerca, volto alla raccolta ed analisi dei dati e delle informazioni specifiche sull'impresa da acquisire al fine di esprimere un giudizio consapevole sul *deal* e che ne possa confermare la fattibilità, facendo emergere in maniera dettagliata eventuali criticità e le loro fonti. La *due diligence* è a tutti gli effetti un vero e proprio strumento di *risk management*⁶⁵, che genera nel tempo i suoi effetti positivi: per questi motivi, pur se costosa anche in termini di tempo, una *due diligence* approfondita garantisce che eventuali sorprese indesiderate escano allo scoperto subito, consentendo maggiore flessibilità nella correzione di tali problemi. Viceversa, una *due diligence light*, che può comunque efficacemente attuarsi in caso di operazioni di ridotte dimensioni o di notevole solidità economico-finanziaria, non costa meno di una ricerca allargata perché il rischio viene interamente sopportato e, in sostanza, ci si auto-assicura da esso: le sorprese possono cioè uscire fuori in seguito, quando potrebbe essere troppo tardi

⁶⁴ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit

⁶⁵ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit

per correre ai ripari. Le aree di investigazione coperte⁶⁶ devono essere tutte quelle d'interesse nell'azienda e dunque la *due diligence* è di tipo:

- Finanziario (verifica dell'adeguatezza dei meccanismi di gestione della tesoreria, della solidità finanziaria e creditizia anche rispetto ai piani industriali, analisi dei principali contratti etc.);
- Contabile e patrimoniale (adeguatezza procedure di rilevazione contabile e rispetto dei principi contabili di riferimento, relazione dei revisori e dell'*audit* interno, stato dei beni ed eventuali vincoli su di essi etc.);
- Commerciale e operativa (forza brand, analisi *competitors*, prospettive vendita; forza del processo produttivo, esposizione al cambiamento tecnologico etc.)
- Legale (*corporate governance*, contenziosi, requisiti normativi e regolamentari, adeguatezza dei sistemi IPR etc.);
- Fiscale (passività fiscali, contenziosi in atto, corretta applicazione norme etc.);
- Rischi e assicurazione (modalità di copertura dei rischi e adeguatezza polizze assicurative varie);
- *Information Technology* (adeguatezza e efficacia sistemi ICT);
- Ambientale;
- Risorse Umane.

⁶⁶ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit.

1.5.3 Finanziamento di un'operazione di Leveraged Buy Out

L'esplosione del fenomeno *Leveraged Buy Out* (di seguito LBO) all'interno delle operazioni di M&A può essere fatta risalire storicamente agli anni '80, una fase contraddistinta dalla presenza di ingente liquidità a buon mercato a causa dei tassi d'interesse bassi, dall'andamento galoppante dei mercati borsistici e, almeno negli Stati Uniti con la cosiddetta “*reaganomics*”, dal drastico calo della pressione fiscale⁶⁷. Tutte queste condizioni hanno fatto congiuntamente da detonatore per il diffondersi del fenomeno delle acquisizioni a debito, unitamente a un cambiamento di ottica dei finanziatori, non più basato sulle garanzie tradizionalmente richieste, ma sulla bontà del progetto da sostenere. Il momento più noto di questa fase si è avuto negli Stati Uniti con l'ormai leggendario *takeover* dell'operatore di private equity Kolberg Kravis Roberts (KKR) sulla conglomerata RJR Nabisco, avvenuto nel 1989 per l'esorbitante cifra di 31,1 miliardi di dollari, finanziati per circa l'80% con indebitamento e paradigma dei *break up deal*.

Target	Buyer	Anno	Value (bil \$)
TXU	KKR, Texas Pacific	2007	45
Equity Office Properties Trust	Blackstone	2007	38,9
Hospital Corp. Of America	Bain, KKR, Merrill Lynch	2006	32,7
RJR Nabisco	KKR	1989	31,1
Harrah's Entertainment	Apollo, Texas Pacific	2006	27,4
Clear Channel Communications	Bain, Thomas H. Lee	2006	25,7
Kinder Morgan	Carlyle, Riverstone, Goldman Sachs	2006	21,6
Freescall Semiconductor	Blackstone, Carlyle, Permira, Texas Pacific	2006	17,6
Albertson's	Cerberus	2006	17,4
Hertz	Carlyle, Clayton Dublier & Rice, Merrill Lynch	2005	15
TDC	Apax, Blackstone, KKR, Permira, Providence	2005	13,9

Figura 5: I maggiori LBO realizzati da fondi di PE a livello internazionale. Fonte: Fortune

Il breve excursus storico appena compiuto non ha che lo scopo di giustificare una trattazione più esaustiva e analitica di questa tipologia di operazione, che rientra

⁶⁷ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit.

nella categoria che è stata definita di private equity in senso stretto, finalizzata dunque al finanziamento di processi di cambiamento aziendali. In realtà, sarebbe più corretto continuare a parlare, come operazione in sé, di *buy out*, essendo il LBO il particolare *modus operandi* che utilizza per realizzare l'acquisizione prevalentemente l'apporto di capitale di terzi e lascia l'azienda acquisita con una struttura finanziaria molto più indebitata rispetto a quanto fosse prima dell'acquisto. Non è dunque una modalità operativa necessariamente legata all'intervento di un private equity, anche se, fino all'inizio della crisi finanziaria, l'intervento dell'investitore istituzionale ha rappresentato circa il 90% delle operazioni di *buy out*.

Tornando sul concetto di cambiamento, questo può derivare da numerose cause e solitamente prescinde dallo stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa: volontà dell'imprenditore di cedere l'attività, ricambio generazionale, privatizzazioni, *spin-off* aziendali. Quale che ne sia la causa, il cambiamento può avvenire attraverso l'intervento diretto del private equity, che assume la maggioranza e dunque il controllo della società acquisita, tanto che parlare di *partnership* con l'imprenditore, in questo caso, non ha molto senso. La collaborazione, a meno che non si tratti di operazioni di *turnaround*, è tra l'investitore e una parte del management dell'impresa acquisita, normalmente coinvolto sin dalle prime fasi dell'operazione: ciò non toglie che sia proprio il management a proseguire la gestione di carattere operativo dell'azienda, mentre l'investitore istituzionale, socio di maggioranza, si concentra su un'azione di indirizzo strategico e monitoraggio e valutazione della performance⁶⁸.

La dinamica dell'operazione di LBO è piuttosto complessa. Il principio alla base è che l'acquisizione viene portata a termine facendo leva⁶⁹, appunto, su un notevole ammontare d'indebitamento contratto a tale scopo: i *cash flow* generati della target e/o la dismissione di alcuni *assets* avranno il compito di onorare l'obbligazione contratta per acquisire il controllo della società. Dal punto di vista

⁶⁸ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

⁶⁹ Sul concetto di leva finanziaria, cfr. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, 2003

operativo, storicamente si è affermata la distinzione tra tecnica KKR e tecnica Oppenheimer: nel primo caso, viene acquisito il controllo azionario della target, nel secondo invece viene acquistata l'intera azienda, intesa come “*universitas di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*”⁷⁰.

Una volta individuata l'impresa target, viene costituita una *newco*, cioè una società che funge da veicolo finanziario e viene dotata di un capitale iniziale molto basso, minimo rispetto a quanto occorre per pagare la target. È a questo punto che la *newco* contrae l'indebitamento necessario per acquisire, congiuntamente all'equity versato inizialmente, il controllo della target: naturalmente, poiché il finanziamento viene concesso ad una società priva di strutture operative, il debito non sarà assistito da garanzie reali o, nel caso, saranno comunque minime. Grazie a questi capitali, l'acquisto della target viene portato a termine e le due società si fondono: l'indebitamento contratto dalla *newco* viene consolidato nei conti della target e dunque diverrà parte del debito di una società operativa, in grado di fornire garanzie reali e di produrre *cash flow* per onorare le obbligazioni contratte e con una struttura finanziaria ora fortemente indebitata. Naturalmente, quello appena descritto è un percorso semplificato che non esaurisce tutte le casistiche esistenti, ma è importante sottolineare come il concetto cardine di una operazione di questo tipo sia il livello d'indebitamento raggiunto dalla target dopo la fusione.

Finanziamento dell'operazione

La scelta delle forme di finanziamento da utilizzare dipende da numerose variabili, su tutte l'onerosità e la flessibilità. Un'operazione di LBO, si è detto, vede la prevalenza del *lending* sull'equity: per un LBO non aggressivo, il rapporto base è stato storicamente del doppio del debito rispetto al capitale proprio. Tuttavia, le operazioni più complesse prevedono mix diversi delle fonti, distinguendo ulteriormente tra le varie forme di indebitamento, nonché introducendo tipologie ibride (su tutte il mezzanino, di cui si dirà appresso): di

⁷⁰ Cfr. art. 2555 e ss. Codice Civile, in V. Buonocore et al., *Manuale di Diritto Commerciale*, Giuffrè, 2008

seguito si propone una schematizzazione delle modalità di finanziamento di un LBO nelle fasi più fiorenti dell'attività⁷¹:

<i>Debito Senior</i>	50-70%
<i>Debito Subordinato</i>	20-30%
Totale Debito	80-95%
<i>Azioni Privilegiate</i>	0-6%
<i>Azioni Ordinarie</i>	3-10%
Totale Equity	3-10%

Riferendosi al 1987, il modello è probabilmente eccessivamente sbilanciato sull'indebitamento: l'equity può in realtà arrivare fino al 20-30%, valore che non potrà che salire in seguito al *credit crunch*, che renderà molto improbabile portare a termine LBO con i livelli di indebitamento di circa 2/3 che si sono visti tra il 2003 e il 2007, tant'è che nel 2009 si può affermare che il rapporto sia stato di parità. Questo non potrà che rappresentare un enorme problema sia per i fondi che hanno già realizzato costose operazioni a leva e non riescono a venirne fuori, sia per le nuove operazioni di LBO che usciranno dalla crisi: l'indebitamento diventa infatti un'arma a doppio taglio quando l'impresa non riesce a crescere, poiché anziché creare valore, lo distrugge. Di seguito, si propone un esempio schematico di quanto appena detto, in diversi scenari contraddistinti da diversi livelli di debito e da diversi tassi di crescita dell'impresa. Si è preso come riferimento per il periodo d'investimento il quinquennio 2010-2015; inoltre, si suppone che il multiplo Enterprise Value/EBITDA rimanga inalterato in tutti i casi e che il livello del debito non cambi nel periodo considerato. Il multiplo *cash-to-cash* è stato calcolato come rapporto tra il valore dell'equity nel 2015 e nel 2010. Come si può notare, l'effetto che l'indebitamento genera sul multiplo è duplice: quando l'azienda ha un andamento positivo il valore creato è tanto maggiore, quanto più elevato è l'ammontare di debito usato per finanziare l'operazione; viceversa, nel caso in cui l'azienda attraversi un periodo di difficoltà, una maggiore quota di equity riesce ad attenuare gli effetti negativi, che sono invece esacerbati con un elevato indebitamento.

⁷¹ E. K. Crawford, A management guide to LBO, John Wiley & Sons, 1987, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

1. Alto indebitamento con impresa in crescita

	2010	2015
EBITDA	20	30
EV/EBITDA	5	5
EV	100	150
<i>Equity</i>	20	70
<i>Debito</i>	80	90
Multiplo cash-to-cash		3,5

2. Alto indebitamento con impresa in decrescita

	2010	2015
EBITDA	20	18
EV/EBITDA	5	5
EV	100	90
<i>Equity</i>	20	10
<i>Debito</i>	80	80
Multiplo cash-to-cash		0,5

3. Basso indebitamento con impresa in crescita

	2010	2015
EBITDA	20	30
EV/EBITDA	5	5
EV	100	150
<i>Equity</i>	60	110
<i>Debito</i>	40	40
Multiplo cash-to-cash		1,8

4. Basso indebitamento con impresa in decrescita

	2010	2015
EBITDA	20	18
EV/EBITDA	5	5
EV	100	90
<i>Equity</i>	60	50
<i>Debito</i>	40	40
Multiplo cash-to-cash		0,8

Entrando nel dettaglio delle varie forme di finanziamento, distinguiamo:

- *Equity*: azioni ordinarie o privilegiate (*preferred shares*);
- *Debito senior*: si tratta della forma di prestito principale, che costituisce la maggior parte dell'importo necessario per l'acquisizione e viene spesso "sindacato" da un pool di banche (normalmente le rate vengono pagate semestralmente o annualmente). La sua durata va generalmente dai cinque agli otto anni, ma la caratteristica principale è che questo prestito ha la priorità di rimborso rispetto a tutte le altre forme, nonché garanzie reali (*collaterals*), ma anche *covenants* a supporto: questi ultimi sono vincoli che tutelano i creditori da azioni opportunistiche da parte del management. Possono consistere in obblighi di fare o in divieti e limitazioni: alcuni sono generali, come il livello massimo di indebitamento da non oltrepassare o il divieto di ricorrere a nuovo debito concedendo garanzie di grado superiore; altri sono specifici del LBO, come la costituzione di riserve patrimoniali vincolate al rimborso del prestito in caso di eccedenze di flussi di cassa o il blocco sul trasferimento delle azioni dei soci della *newco*. Esistono poi i cosiddetti *financial covenants*, che prevedono il rispetto di alcuni *ratios*⁷². Operativamente, è possibile distinguere tra *secured debt* vero e proprio e *second lien*, ora quasi scomparso, che prevedeva un rimborso *bullet* con spread sull'Euribor allineato a quello del mezzanino. Ascrivibile al debito senior è secondo alcuni anche il cosiddetto PIK (*payment in kind*), che consiste nel pagare interessi non con i flussi monetari, bensì come incremento del valore nominale del debito su cui sono calcolati⁷³: eventualità comunque possibile anche nell'ambito di prestiti subordinati;
- *Debito subordinato*: di durata medio lunga (cinque - dieci anni) e contratto per colmare la differenza tra prezzo dell'acquisizione e ammontare di debito senior ed equity, è postergato nel rimborso rispetto al senior, pur avendo garanzie reali a sostegno e per questo più rischioso ma anche più

⁷² Tra i più noti, il rapporto EBIT/oneri finanziari (*interest charge ratio*), il rapporto EBITDA/rata in scadenza (*financial charge coverage ratio*), gli indici di liquidità e tesoreria.

⁷³ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

remunerativo per chi lo concede. Il creditore ha una notevole influenza sulle azioni del debitore, poiché la postergazione del suo credito fa sì che egli cerchi sempre di rinegoziare il prestito, onde sperare in una restituzione che sarebbe altrimenti pressoché totalmente ad appannaggio del creditore senior. Quest'ultimo dunque difficilmente troverà il consenso degli altri debitori junior nella liquidazione dell'attivo del debitore. La subordinazione del debito può essere completa, cioè nei confronti di un solo creditore senior, o parziale, cioè nei confronti di tutti i creditori presenti e futuri; tra le varie tipologie, negli anni '80 si affermò come noto il fenomeno degli *high yield bonds*, obbligazioni con rating inferiore a BBB fin dall'emissione o perché oggetto di *downgrading* (*fallen angels*), normalmente usati in grandi transazioni. Ulteriormente subordinati sono i prestiti soci (*shareholders' loans*) e le *vendor's notes* (con le quali il venditore concede un differimento del pagamento);

- *Mezzanino*: si tratta di una forma di finanziamento a metà strada tra il debito e il capitale proprio, poiché il finanziatore che eroga il prestito (subordinato) ottiene, in virtù della rischiosità dello stesso, una remunerazione più alta data da una quota del capitale della target. Questo ammontare, che spesso assume le caratteristiche di un *warrant* o di una *call option*⁷⁴, è detto *equity kicker*. La diffusione di questo strumento è stata fortemente limitata nell'Europa continentale, sia per problemi di carattere istituzionale, che per la rigidità dei finanziatori. Naturalmente, il rendimento della componente debitoria e di quella opzionale del mezzanino sono interrelati: solitamente, si ha la prevalenza del rendimento dell'*equity kicker*. Va inoltre sottolineato un vantaggio del debito mezzanino, cioè il cosiddetto "periodo di grazia", di solito due o tre anni, durante il quale vengono pagati solo gli interessi e non le quote capitale;
- *Finanziamento del circolante*: per mantenere equilibrio nella struttura finanziaria, è necessario che il fabbisogno del circolante venga coperto mediante il ricorso a fonti di breve termine, come linee di credito in conto

⁷⁴ Nel caso, verrà esercitato solo se in the money, cioè se il sottostante dell'opzione (la possibilità di *capital gain*) è superiore allo *strike price* dell'opzione, cfr. J. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, Prentice Hall, 2008.

corrente, *revolving credit facilities*, ma anche *factoring* o cartolarizzazione dei crediti commerciali⁷⁵.

In conclusione, una nota di carattere giuridico. Fino alla riforma del diritto societario del 2003, che ha inserito il LBO nell'ordinamento italiano all'articolo 2501-bis del Codice Civile, c'erano molti dubbi sulla legittimità dell'operazione, che si riteneva violasse l'articolo 2358 del Codice, che vieta di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie⁷⁶.

In effetti, in seguito alla fusione tra *newco* e *target*, la prima concede come garanzia per i propri debiti i beni della seconda; il legislatore della Riforma ha configurato alcuni requisiti per non incappare nella violazione, quali:

- L'indicazione nel progetto di fusione delle risorse finanziarie previste per soddisfare le obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- La relazione degli amministratori che giustifichi l'operazione e relativo piano economico-finanziario;
- La relazione degli esperti circa la ragionevolezza delle indicazioni del progetto di fusione e quella della società di revisione della *target/newco*.

⁷⁵ E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, op. cit.

⁷⁶ Cfr. R. Pardolesi, *Leveraged buy out: non è fuori legge*, nota a Trib. Milano, 14/5/1992, in *Corriere Giuridico*, 1992

1.6 Gestione del portfolio di investimenti

Si è più volte sottolineato come i due principali ingredienti che il private equity fornisce nell'ambito della sua operatività sono l'apporto di capitale e la componente umana e professionale tesa alla valorizzazione dell'investimento. Quest'ultimo aspetto, sommariamente accennato in precedenza, va analizzato più in dettaglio: è importante delineare precisamente dove e come viene creato effettivamente valore aggiunto da parte dell'investitore istituzionale, come variano i suoi comportamenti e le possibilità reali di un contributo decisivo e in base a quali caratteristiche.

Un primo elemento è l'orientamento dell'investitore istituzionale: vige una distinzione tra quei fondi che sono coinvolti molto poco nella gestione dell'azienda partecipata, e quelli che invece hanno un grado di coinvolgimento via via crescente⁷⁷. In base a queste differenze, il focus dell'apporto si sposta dall'aspetto finanziario (consulenza sull'ottimizzazione della struttura finanziaria e migliori rapporti con altri prestatori di fondi) a quello più manageriale, attraverso la partecipazione alla formulazione e valutazione delle strategie.

Questa distinzione viene rispecchiata anche se si fa riferimento alla tipologia dell'operazione: a seconda della fase di ciclo di vita che sta attraversando l'impresa partecipata, si renderà necessario un intervento di tipo differente. Così le operazioni che rientrano nell'ambito del *venture capital* si contraddistinguono per un impiego di risorse, in termini non solo economici ma soprattutto di tempo, notevoli, mentre più limitato risulta ad esempio l'intervento nelle operazioni di *bridge financing*, o solo temporaneo nel caso di *turnaround*, perché solitamente frutto di procedure concorsuali. È poi evidente che in tutti i casi di *institutional buy out*, dove l'investitore possiede la maggioranza azionaria, il coinvolgimento nella gestione è pressoché totale. Va sottolineata, a tal proposito, una differenza storicamente esistente tra i mercati statunitensi e quelli europei: nei primi le

⁷⁷ Questa distinzione viene tracciata da un'indagine condotta da MacMillan, Kulow e Khoylian nel 1987 e in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

operazioni sono prevalentemente di minoranza, grazie alla presenza di un mercato borsistico efficiente da sfruttare come canale di *exit*, mentre in Europa accade l'opposto, a causa dei mercati storicamente poco sviluppati (ad eccezione di Londra) che costringono a usare la vendita a terzi (*trade sale*) come principale modalità di uscita. Queste differenze sono però attualmente meno nette, grazie al processo di fusioni in atto tra le borse europee e il loro recente sviluppo.

Le fonti di valore aggiunto che l'investitore istituzionale può offrire alle imprese in cui interviene sono diverse: l'*active partnership* punta a sviluppare vantaggi competitivi con l'obiettivo di lasciare in eredità un management più forte e capacità operative grazie alle quali la società potrà ulteriormente valorizzarsi nel lungo periodo. Diversi studi empirici⁷⁸ si sono occupati di individuare tali fonti: i risultati hanno portato a considerare tre servizi essenziali⁷⁹ apportati alle aziende partecipate:

1. indirizzo strategico;
2. network e contatti;
3. supporto nel "day by day"

Ognuna di queste funzioni racchiude ulteriori aree di valorizzazione più specifiche, che riflettono la poliedricità del ruolo dell'investitore istituzionale:

- *cassa di risonanza per il gruppo imprenditoriale*: l'esperienza dell'investitore in capitale di rischio funge da strumento per aiutare l'imprenditore o il management della partecipata a selezionare le idee migliori da essi stessi generate. Tuttavia, il legame tra la creazione di valore aggiunto e l'esperienza non è

⁷⁸ M. Gorman, W.A. Sahlman (1989), *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 231-248;

I.C. MacMillan, D.M. Kulow, R. Kholylian (1988), *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 27-47;

W.D. Bygrave, J.A. Timmons (1992), *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press;

H.J. Sapienza, S. Manigart, W. Vermeir (1996), *Venture capitalists governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, vol. 11, pp. 439-469 (in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.)

⁷⁹ F. Sattin, in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

sempre confermato: più correttamente, si può affermare che tale esperienza deve essere focalizzata sul settore e/o sull'area geografica in cui opera l'impresa per poter fare la differenza. Solo in questo modo è possibile ottenere un vero vantaggio competitivo dalla conoscenza dettagliata delle caratteristiche delle realtà d'appartenenza;

- *fornitori di servizi finanziari*: è superfluo ricordare quanto nel contesto attuale sia critica la funzione finanziaria all'interno delle imprese, di qualsiasi dimensione esse siano. Ogni scelta strategica ha risvolti dal punto di vista finanziario: per questo, qualora le risorse necessarie non siano disponibili internamente, l'azienda non potrà fare altro che rivolgersi ai mercati finanziari. In questo senso, è provata l'importanza del private equity, sia come finanziatore diretto che in tutti i casi di accompagnamento all'IPO, generalmente in ogni fase del ciclo di vita dell'impresa, soprattutto in quelle iniziali e di sviluppo, quando l'esigenza di capitali è maggiormente avvertita, a causa dei *cash flow* (almeno inizialmente) negativi. Naturalmente, come già accennato precedentemente, l'immagine dell'azienda nei confronti dei suoi interlocutori finanziari migliora grazie alla presenza dell'investitore istituzionale e alla conseguente maggiore solidità finanziaria: si genera così un circolo virtuoso, che fa seguire al primo apporto di capitale da parte del fondo di private equity la possibilità di ottenere altri capitali a condizioni più vantaggiose e per esigenze diverse (anche nei casi di difficoltà aziendale);
- *consulenza manageriale e supporto strategico*: l'apporto di natura strategica è assolutamente cruciale, soprattutto per quelle imprese più giovani che scontano una fisiologica carenza a livello manageriale. Si tratta di interventi di consulenza legati a problematiche di posizionamento strategico, di marketing, di struttura organizzativa, finanziarie, anche di controllo della gestione. L'esigenza è avvertita meno nelle fasi successive,

quando l'azienda ha già consolidato il suo business e ha bisogno semmai di una consulenza più specifica, per esempio in caso di IPO o di altre operazioni di finanza straordinaria, nonché in tutti i casi di difficoltà. Da non sottovalutare anche il ruolo che l'investitore può assumere nella gestione del management⁸⁰: qui l'intervento è volto alla ricerca e selezione di nuovi manager, sia per le imprese giovani e di ridotte dimensione che nei casi di *buy out* e soprattutto di *turnaround*. Inutile sottolineare come il problema del management sia molto sentito nel nostro Paese, caratterizzato da imprese a carattere familiare dove il momento del ricambio generazionale è spesso drammatico;

- *network di contatti*: dati i repentini cambiamenti che si registrano oggi nella maggior parte dei settori e, in particolare, in quelli ad alto contenuto tecnologico/scientifico (dove c'è un notevole contributo del private equity), la rete di contatti che l'investitore istituzionale può mettere a disposizione dell'azienda può consentire a quest'ultima un vantaggio notevole nei confronti di altri *competitors* che non possono contare su questo supporto. Nasce così la possibilità di intessere una rete di possibili *partnership* con altri soggetti, che vanno dalle forme più *light*, come gli accordi e le alleanze commerciali, fino alle joint ventures o alle fusioni/acquisizioni: tutte queste modalità di cooperazione con altri soggetti sono funzionali ai più svariati obiettivi (sviluppare prodotti/servizi complementari, entrare in nuovi mercati, sfruttare economie di produzione etc.), ma soprattutto in ambito tecnologico la condivisione del rischio;
- *rapporto di fiducia*: la relazione che si crea tra l'imprenditore e l'investitore istituzionale è alla base del successo di una operazione di private equity. La condivisione degli obiettivi verso il lungo periodo è necessaria allo sviluppo di un buon rapporto,

⁸⁰ In realtà, la gestione del management viene trattata come una componente a sé stante nei vari studi empirici citati. Tuttavia, si è ritenuto opportuno inserirla all'interno del discorso sull'apporto strategico per una questione di continuità concettuale.

che prosegue grazie a una comunicazione continua e trasparente tra i due attori del processo, nel rispetto dei reciproci ruoli e senza intromissioni. L'azione dell'investitore deve essere tale da far capire che la presenza congiunta propria e dell'imprenditore costituisce un mix vincente: il miglior modo per far percepire ciò è rimanere sempre a stretto contatto con la realtà nella quale si opera, non solo attraverso la periodicità dei consigli d'amministrazione, ma anche tramite frequenti incontri informali;

- *intervento operativo*: partecipare attivamente all'operatività aziendale attraverso contatti diretti col top management è una prerogativa che l'investitore istituzionale attua spesso, specialmente nelle aziende in crisi o che hanno avuto bisogno di una riorganizzazione del business.

Da quanto espresso, potrebbe sembrare che la gestione della partnership abbia connotati esclusivamente positivi: naturalmente non è così. Ogni qualvolta si incontrano problemi che generano l'insuccesso di un'operazione⁸¹, è frequente che la causa sia da ricercarsi nell'operato dei manager dell'azienda partecipata, specialmente ai più alti livelli (ma non solo). Tutta un'altra serie di problematiche risiede nelle caratteristiche del mercato finale, in quelle del prodotto o nella fase produttiva: queste ultime criticità, seppur rare, quando appaiono sono difficilmente controllabili e risolvibili.

⁸¹ M. Gorman, W.A. Sahlman (1989), *What do venture capitalist do?*, op. cit.

1.7 Il processo di disinvestimento

L'attività di private equity, lo si è affermato fin dal principio, ha un orizzonte temporale di medio – lungo termine: è un'esigenza necessaria, perché la valorizzazione dell'investimento passa necessariamente dalla capacità di gestione, la quale non può che dare i suoi frutti nel tempo. Tuttavia, per quantificare la creazione del valore e distribuirlo ai *limited partners* del fondo, che sono interessati naturalmente al rendimento del proprio investimento, è necessario procedere alla dismissione delle partecipazioni in portafoglio.

Questo momento è assolutamente cruciale nell'ambito dell'attività di private equity: non di meno, la sua importanza si associa alla complessità che ne deriva, frutto soprattutto di due aspetti fondamentali, cioè il *timing* dello smobilizzo e la modalità più opportuna per attuarlo. Per quanto sia necessario definire il modo di uscita già in fase di negoziazione, esiste il rischio che l'investitore non riesca a disinvestire, sia per condizioni endogene (poca appetibilità sul mercato, investimento non valorizzato adeguatamente, azienda pagata eccessivamente) che esogene (difficoltà più o meno temporanee sui mercati). Alla base di tutto c'è la necessità che non vengano posti dei vincoli arbitrari⁸² all'uscita dell'investitore istituzionale, specialmente quando questi si trova in minoranza nella compagine azionaria: ciò consente l'avvio del processo di *exit* in un determinato arco temporale e non in un momento preciso, consentendo così di superare eventuali momenti di congiuntura sfavorevole all'uscita.

La valutazione della performance

Vale la pena dunque spendere alcune parole per analizzare il tema della valutazione della performance nel private equity. Analizzare il tema a questo punto del lavoro è necessario per una questione di coerenza concettuale con il processo di disinvestimento: poiché, come già detto, al momento dell'*exit* si

⁸² Solitamente, all'interno dello *Shareholders' agreement*, vengono previsti meccanismi che impediscono opposizioni o rallentamenti nell'*exit*: opzioni *call/put*, diritto di *drag along* (il socio venditore ha diritto di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni del socio di minoranza, il quale ha diritto al medesimo prezzo *pro quota* del socio venditore), diritto di *tag along* (il socio di maggioranza che intenda vendere ad un terzo la propria partecipazione deve procurare la vendita delle quote partecipative del socio di minoranza). Sono tutte clausole che garantiscono la parità di trattamento dei soci.

raccogliono i proventi dell'investimento, è utile analizzare quali metodologie vengono normalmente utilizzate per decretare il successo o il fallimento di una operazione.

Una corretta valutazione della performance di un fondo dipende fortemente dalle caratteristiche dello stesso e dagli investimenti che ha nel suo portafoglio. In particolare, hanno rilevanza⁸³:

- L'indipendenza del fondo;
- La tipologia di investimenti;
- La fase di ciclo di vita del fondo;
- La tipologia di partecipazione (quotata/non quotata).

La performance del fondo di private equity viene determinata dall'andamento dei *cash flow in/out* che si generano durante la sua vita: il punto è che spesso si rende necessario valutare l'investimento anche quando ancora non è stato realizzato, cioè durante il suo ciclo di vita, il che è problematico. Esiste infatti un continuo rischio di sovrastima o sottostima del rendimento rispetto a quanto calcolato usando esclusivamente valori certi: la performance intertemporale può essere dunque non rappresentativa. Tuttavia, la sua determinazione resta ineluttabile: l'investitore deve conoscere l'andamento della propria partecipazione anche quando questa è ancora in atto e non solo alla fine, potendo così "correggere il tiro" in modo flessibile e tempestivo.

Le due metodologie più usate per valutare la performance dell'operazione sono quelle del tasso interno di rendimento (IRR) e del multiplo *cash-to-cash*: il secondo valuta il rapporto tra incasso netto all'uscita e importo investito all'entrata; l'IRR invece rappresenta il tasso di attualizzazione che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa in uscita con la sommatoria del valore attuale dei *cash flow* in entrata e del valore attuale degli investimenti non ancora realizzati. Essendo un tasso interno di rendimento, ha la caratteristica di dipendere esclusivamente dai flussi di cassa generati dall'investimento stesso. L'EVCA ha

⁸³ KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital* in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.2 (2005).

definito tre possibili livelli di calcolo dell'IRR, che consentono di superare il problema della valutazione intertemporale: il primo calcola il rendimento lordo sugli investimenti realizzati (prendendo in considerazione come flussi di cassa il valore dell'investimento e quello del disinvestimento, più eventuali dividendi); il secondo livello determina il rendimento lordo su tutti gli investimenti (tenendo conto anche di investimenti parzialmente o non ancora realizzati); il terzo livello calcola il rendimento netto per il sottoscrittore (deducendo dalla parte di portafoglio non ancora realizzata il *carried interest* e considerando i *cash flow* disponibili per i sottoscrittori al netto delle varie commissioni di gestione).

Detto dei principi generali del processo di *exit* e di come valutare la performance, le modalità operative attraverso le quali il disinvestimento può essere attuato sono fondamentalmente cinque:

1. *IPO*: cessione della partecipazione mediante offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato;
2. *Trade sale*: cessione della partecipazione a soci industriali attraverso una trattativa privata;
3. *Secondary buy out (private equity)*: acquisto della partecipazione da parte di un altro investitore finanziario;
4. *Buy-back*: cessione della partecipazione al socio di maggioranza o ai manager, ovvero riacquisto delle azioni da parte della società stessa;
5. *Write-off*: svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa.

In realtà la svalutazione della partecipazione non dovrebbe essere definita come una vera e propria modalità di *exit*, tuttavia ha il medesimo effetto di un disinvestimento, in quanto comporta la scomparsa della voce della partecipazione dal bilancio dell'investitore.

Nel grafico sottostante si riporta l'incidenza percentuale per ciascuna tipologia di *exit* nel mercato italiano, mettendo a confronto il 2007 col 2008: impressionante soprattutto il dato relativo alle partecipazioni svalutate, che raggiungono 1/5 del

totale per effetto della crisi, nonché il dato in calo del già asfittico mercato italiano dell'IPO.

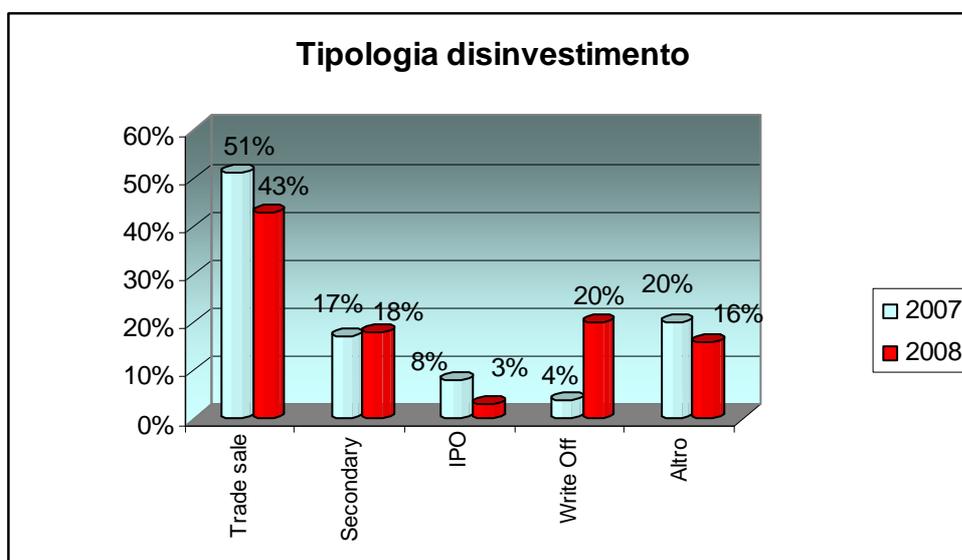


Figura 6: Modalità di exit nell'ultimo biennio. Fonte: AIFI

La scelta della modalità di *exit* dipende da vari fattori:

- dimensione della società target;
- settore di attività, caratteristiche organizzative, risultati raggiunti o prospettici;
- preferenze degli azionisti;
- quota di capitale posseduta (le operazioni di maggioranza conducono solitamente a cessione a terzi, mentre quelle di minoranza a IPO);
- onerosità dell'operazione;
- andamento del mercato finanziario e del mercato di fusioni e acquisizioni.

Esistono peraltro studi teorici⁸⁴ che distinguono due differenti approcci strategici alla *way out*: la categoria degli investitori pro-attivi, che definiscono fin dall'ingresso nella società la modalità di disinvestimento per massimizzare il ritorno ottenibile; gli investitori passivi, che operano su un periodo più lungo degli altri senza avere una precisa modalità di *exit* in mente, puntando ai dividendi della partecipata come rendimento principale dell'investimento.

⁸⁴ J. Wall, J. Smith, *Better Exits*, EVCA Special Paper, 1998 in A. Gervasoni, *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit.

IPO

La scelta della quotazione in Borsa come canale di *exit* presenta una serie di vantaggi e svantaggi⁸⁵, alcuni propri del processo di *listing* in quanto tale, altri esacerbati dal fatto che ci si trova di fronte a quotazioni del tutto peculiari, perché legate all'attività di un investitore istituzionale. In generale:

- la liquidità che il mercato azionario ha (o dovrebbe avere) consente uno smobilizzo delle quote graduale, controllabile e coniugabile con nuove emissioni;
- l'azienda quotanda acquista prestigio agli occhi degli investitori e migliora il suo standing creditizio, spuntando migliori tassi sia per effetto della riduzione dell'indebitamento che per la maggiore disciplina interna imposta da codici di comportamento e regole di *corporate governance*;
- in caso di successive operazioni di M&A, l'azienda disporrebbe di moneta di scambio liquida per realizzare uno *stock deal*;
- la maggiore *disclosure* richiesta sui mercati sottopone a tutta una serie di controlli di autorità di regolamentazione e organi interni che possono risultare sgraditi;
- il processo di IPO implica notevoli costi in termini economici (commissioni da pagare al consorzio di collocamento e, almeno in Italia, allo sponsor, parcelle di studi legali e consulenti, proliferazione di organi di controllo interni richiesti dalla normativa etc.) e soprattutto di tempo (il complessivo processo dura dai sei agli otto mesi);
- in Europa, gran parte dei mercati borsistici non ha un grado di liquidità tale da rendere la quotazione un'opzione di *exit* preferibile e comunque impraticabile per molte imprese di piccole dimensioni;
- è molto difficile riuscire a quotare in Borsa e dunque dismettere l'intera quota detenuta dal fondo di private equity.

D'altra parte, è anche vero che alcuni di questi aspetti negativi, soprattutto quelli di trasparenza e controllo, sono ammorbiditi dalla precedente presenza del socio

⁸⁵ G. Forestieri, *Corporate e Investment Banking*, op. cit.

istituzionale, che anticipa in un certo senso le richieste delle autorità di vigilanza; inoltre, va sottolineato che le azioni eventualmente rimaste in portafoglio del fondo aumenteranno presumibilmente il loro valore dopo la quotazione.

Notevole importanza riveste la scelta del mercato di quotazione: quotarsi o no all'estero è la prima decisione che occorre prendere ed è influenzata da diversi fattori, quali le differenti normative e regolamentazioni, la difficoltà di riconoscimento del brand al di fuori del proprio Paese e, soprattutto, la portata dei requisiti di quotazione. Proprio questi aspetti di tipo normativo e regolamentare rischiano di dilatare i tempi previsti per la quotazione: come detto, il processo di IPO è infatti molto lungo e complesso. Non essendo lo scopo di questo lavoro analizzare nel dettaglio ogni singola fase, se ne delineano i punti essenziali⁸⁶:

- *Fase di pianificazione*: si identificano gli obiettivi della quotazione, si scelgono mercato, sponsor e *global coordinator*⁸⁷, si determina una prima valutazione indicativa per l'emissione;
- *Fase preparatoria*: in questa fase avviene la *due diligence* della quotanda e vengono richieste le autorizzazioni necessarie all'organo di vigilanza e alla Borsa. Vengono inoltre predisposte le documentazioni necessarie⁸⁸ richieste dalle autorità;
- *Fase definitiva*: si stima la domanda, si definisce il periodo dell'offerta e la dimensione, vengono contattati possibili membri del consorzio di collocamento e avviene l'inoltro della documentazione e delle autorizzazioni alle autorità;
- *Marketing*: avviene qui il *roadshow* e diffusione dei report degli *equity reaserch*;

⁸⁶ Sono riferiti alla quotazione a Borsa Italiana, cfr. G. Forestieri, *Corporate e Investment Banking*, op. cit.

⁸⁷ Il *global coordinator* è la banca che conduce il collocamento, normalmente anche lead manager del consorzio e spesso anche sponsor.

⁸⁸ Per l'Italia, *business plan*, Q-Mat (analisi di posizionamento competitivo e principali stakeholders), *Management Information System*, sistema di controllo, prospetto informativo.

- *Offerta*: ricevuto il nulla osta dalle autorità e depositato il prospetto informativo, avviene il *bookbuilding*⁸⁹, la definizione del prezzo e l'eventuale allocazione e riparto delle azioni nei casi di *oversubscription*;
- *Aftermarket*: oltre l'attività di *market making*, nei casi di *over-allotment* può essere attivata la *greenshoe option*.

Trade Sale

Sicuramente la modalità più diffusa a livello internazionale, si tratta della cessione della partecipazione a nuovi soci industriali, o la fusione con altre società. Le complessità sono qui riconducibili alla necessità di un accordo tra l'imprenditore/management dell'impresa e i nuovi soci: emergono problemi rispetto a possibili interessi e obiettivi divergenti tra vecchi e nuovi soci e soprattutto alla percentuale ceduta, il che rende praticabile questa ipotesi prevalentemente nel caso si dismettano quote di controllo o di maggioranza assoluta. Non meno importante è la varietà di opzioni percorribili che rientrano in questa modalità: il mandato per cercare nuovi acquirenti può essere dato ad una banca d'investimento, oppure si può portare avanti una trattativa privata autonomamente, o ancora un'asta competitiva. Naturalmente questa modalità di *exit* segue di pari passo l'andamento generale del mercato dell'M&A e di quello borsistico: il *trade sale* è certamente processo più rapido, economico, facilmente percorribile dell'IPO, ma richiede anche l'accordo del management e garanzie in capo all'investitore istituzionale che spesso questi non intende concedere.

Secondary buy out (private equity)

In situazioni di mercato avverse per la quotazione in Borsa e quando le trattative per la cessione della partecipazione a un altro operatore industriale risultano eccessivamente macchinose, il *secondary private equity* si pone, per i fondi

⁸⁹ Il *bookbuilding* rappresenta la fase in cui i potenziali investitori istituzionali comunicano al *global coordinator* l'ammontare dei titoli che intendono acquistare e il prezzo che intendono offrire. Gli ordini raccolti in termini di quantità di titoli acquistabili e di prezzo pagabile esplicitati costituiscono la base su cui vengono fissati il prezzo e la quantità offerta. Il prezzo definitivo di collocamento sarà individuato, una volta conclusa l'offerta, analizzando sia il quantitativo di titoli richiesti dagli investitori istituzionali e il prezzo che essi sono disposti ad offrire, sia le caratteristiche e la qualità dell'investitore stesso. Alla definizione del prezzo di collocamento concorrerà anche la dimensione della domanda espressa nel corso dell'offerta pubblica.

primari, come alternativa professionale, rapida e specializzata per l'*exit*, apportando liquidità per gli investimenti⁹⁰. Accade infatti sempre più spesso che sul mercato siano presenti controparti che non sono in grado di acquistare, o esercitano il loro potere contrattuale cercando di far scendere il prezzo, sfruttando il fatto di essere gli unici potenziali compratori: in passato, tuttavia, la maggior parte degli operatori di private equity era riluttante alla cessione ad un rivale delle proprie partecipazioni, vedendovi un'implicita ammissione di incapacità di valorizzare l'investimento⁹¹. Questa opzione è invece tenuta sempre più in considerazione dagli operatori, tanto che ne sono nati alcuni specializzati nel riacquisto di quote da altri fondi; d'altra parte, anche la società partecipata vede con favore l'ingresso di un nuovo investitore istituzionale, sia perché è ormai abituata ad averlo come partner, sia perché potrebbe trovarsi in una fase del suo ciclo di vita in cui è necessario l'intervento di un fondo specializzato per le proprie esigenze (operazioni di *replacement*, ad esempio si può passare da un *venture capital* ad un private equity).

Una particolare tipologia di operazione è quella di *secondary buy out*, in cui a passare di mano è una quota di maggioranza: ha caratteristiche molto simili a quelle del *trade sale*, tant'è che nelle *auctions* spesso sono presenti sia aziende industriali che investitori istituzionali. Il fondo cedente ha solitamente rimborsato la pressoché totalità dell'indebitamento contratto e necessita di realizzare il *capital gain* sul suo investimento; d'altra parte, l'acquirente ritiene che la leva che utilizzerà per completare l'acquisizione sia rimborsabile con i flussi di cassa prospettici e/o con qualche dismissione di *asset*. Solitamente inoltre, il fatto che le controparti siano due operatori di private equity ha l'effetto di innalzare il prezzo finale.

Buy-Back

Si tratta del riacquisto della quota dell'investitore istituzionale da parte dell'imprenditore. Solitamente, i parametri per definire il prezzo, nonché la stessa

⁹⁰ Tamburi Investment Partners, *Il secondary private equity: Gli operatori secondari come canale di exit*, in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.17 (2008)

⁹¹ Tamburi Investment Partners, *Il secondary private equity: Gli operatori secondari come canale di exit*, op. cit.

opzione di *buy-back*, vengono definiti da principio, in modo da non rendere svantaggiosa l'opzione rispetto ad altre possibilità. Questa modalità di *exit* avviene spesso nell'ambito delle operazioni di *expansion* se non c'è possibilità di IPO, o anche quando sono i manager a ricomprare le azioni (*management buy out*). Una possibilità che rientra in quest'ambito è anche il riacquisto di azioni proprie, da parte dunque della società stessa e non dell'imprenditore, nel rispetto dei vincoli normativi⁹².

⁹² Art. 2357 ss. Codice Civile.

Capitolo II Gli anni d'oro del Private Equity: la crescita del mercato prima della crisi

2.1 Analisi generale dell'attività nel 2006 e nel 2007

Si è detto in precedenza che storicamente l'attività di M&A si è presentata sotto forma di “ondate”, cioè di momenti in cui si sono registrati picchi nelle operazioni effettuate, sia come valore che come numero, alternati a stati di stagnazione, in cui la “marea” è sembrata ritirarsi⁹³.

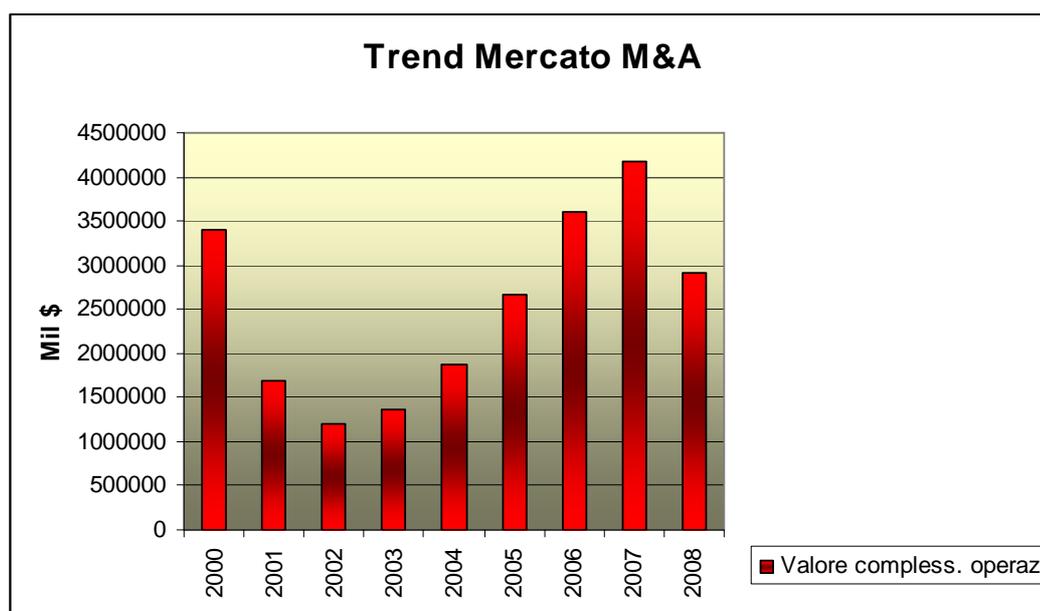


Figura 7: Trend Mercato globale M&A. Fonte: Dealogic

Essendo parte integrante del mercato dell'M&A, il private equity ne ha condiviso l'andamento, anche se le caratteristiche dell'attività hanno fatto emergere trend in parte diversi: in tal senso, è di cruciale importanza ribadire la distinzione tra le varie tipologie di intervento nel capitale di rischio almeno sotto due punti di vista,

⁹³ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit.

cioè i settori industriali delle imprese target coinvolte nelle operazioni e le varie modalità operative attraverso le quali si declina l'attività di private equity stessa.

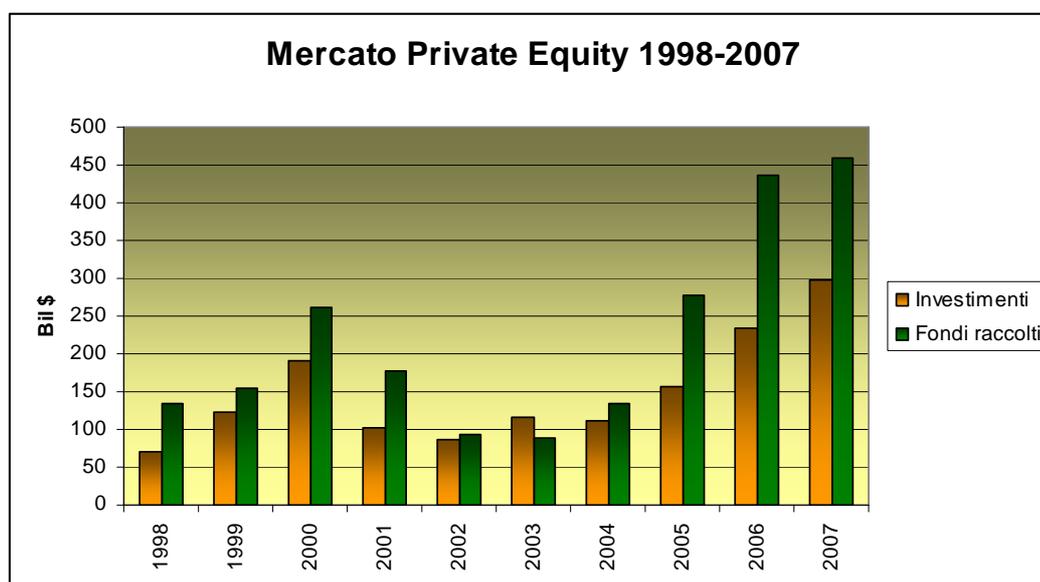


Figura 8: Dimensione Mercato PE. Fonte: PWC Global PE Report 2008

Relativamente ai settori industriali coinvolti, va preliminarmente chiarito che c'è una profonda differenza tra le target preferite dai *venture capital* e quelle invece dai *private equity* (*in senso tecnico*), come già sottolineato nel corso del primo capitolo: nel caso del *venture capital*, si tratta normalmente di aziende in fase embrionale, che intendono sviluppare prodotti e/o servizi ad alto contenuto tecnologico e scientifico (ma non solo). Non è raro che si tratti di *spin-off* provenienti da centri di ricerca o dalle università: per questo ci si trova di fronte a nuovi imprenditori *in nuce*, dotati di una profonda conoscenza e competenza della tecnologia che stanno sviluppando, ma normalmente privi di capacità manageriale e dei capitali necessari per portare avanti l'attività. Sono problemi che diventerebbero insormontabili se non esistesse un investitore che, svolgendo professionalmente un'attività di ricerca delle migliori opportunità e sostegno allo sviluppo delle imprese, decidesse di credere nell'iniziativa che gli si presenta e vi investisse del denaro. Il risultato che si crea è positivo sotto più punti di vista: è chiaro che chiunque investa il proprio denaro lo fa nell'ottica di cercare un rendimento commisurato al rischio che ha sopportato nel periodo d'investimento, ma l'effetto che si genera in questo caso è quello di contribuire al progresso economico del sistema nel quale si sta investendo, supportando lo sviluppo di

aziende che scommettono su tecnologie ancora in divenire, ma con potenziali dirompenti. Naturalmente, trattandosi di progetti ad alto rischio di fallimento, né potrebbe essere altrimenti data l'elevata complessità dei settori industriali coinvolti, non tutte le realtà nelle quali si investe diventeranno future imprese leader nell'innovazione, come ad esempio Google o Oracle: anche per questo motivo infatti i fondi di *venture capital* adottano solitamente approcci di portafoglio nella scelta delle aziende nelle quali investire, sfruttando una legge dei grandi numeri e di diversificazione del proprio portafoglio d'investimenti che, nel campo scientifico specialmente, dà i suoi risultati⁹⁴.

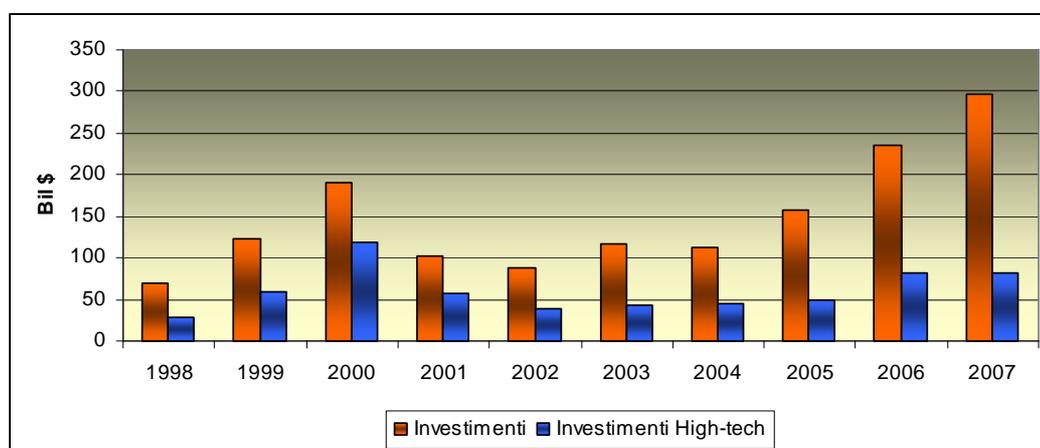


Figura 9: Investimenti in High-tech a livello globale. Fonte: PWC Global PE Report 2008

Software, biotecnologie rivoluzionarie, chimica farmaceutica, servizi IT fortemente innovativi: questi alcuni dei settori in cui l'attività di *venture capital* si intensifica. Come si può vedere dal grafico, il picco degli investimenti in alta tecnologia (riferiti a qualsiasi tipologia di intervento, dunque anche *buy out*) si è avuto nel 2000, al culmine del boom della *New Economy* e immediatamente prima dello scoppio di una delle più colossali bolle speculative dello scorso secolo; viceversa, il trend è andato progressivamente calando a partire dal 2000-2001 (specialmente dopo l'attentato al World Trade Center), per poi riprendere notevole vigore tra il 2005 e il 2006. Ciò può essere dipeso da più cause: da un lato, l'entrata in recessione degli Stati Uniti, il Paese dove si investe di più in high – tech, subito dopo lo scoppio della bolla speculativa, può aver innalzato il coefficiente di rischiosità già elevato per investimenti di questo tipo, solitamente considerati molto ciclici; dall'altro, il fallimento di molte delle iniziative partorite

⁹⁴ G. Hamel, *The Future of the management*, Harvard Business School Press, 2008

tra il 1999 e il 2000 ha trascinato con sé anche le attività dei fondi più specializzati nel *venture capital*, un effetto simile a quello che sta succedendo attualmente con il segmento del *buy out*, seppure con caratteristiche ed esiti molto diversi, soprattutto in riferimento alle dimensioni dei fondi stessi coinvolti.

Questa precisazione a proposito del *venture capital* è apparsa doverosa, poiché, volendo distinguere tra i settori industriali coinvolti nelle varie tipologie d'intervento, si deve rimarcare la diversità dai profili dei settori coinvolti nelle operazioni di *expansion* e di *buy out*: per questi ultimi, si tratta di industrie tradizionali, molto consolidate, difficilmente soggette a discontinuità forti, sia di tipo tecnologico, che di domanda o di *business model*. La ragione per la quale vengono privilegiati questi business è, come detto, la necessità di avere flussi di cassa prospettici ragionevolmente prevedibili, da utilizzare per ripagare il debito contratto. Normalmente, si può affermare che in questi settori siano in movimento forze di consolidamento⁹⁵: si tratta di tutte quelle forze che in un determinato settore sono in grado da fungere come effettive barriere all'entrata rendendo business già forti ancora più solidi, in grado di proteggere l'*incumbent* dal rischio di transizioni improvvise nelle tecnologie utilizzate, nei modelli di business, nella domanda; sostanzialmente, si sta parlando di settori contraddistinti da un ragionevole grado di certezza. Alcuni esempi di tali forze di consolidamento che la teoria manageriale ha individuato recentemente possono essere:

- Crescente omogeneizzazione dei gusti dei consumatori rispetto a prodotti e servizi in determinati business, che spinge verso la standardizzazione del prodotto e permette così di abbatterne i costi;
- Tendenza alla sostituzione, nella struttura dei costi aziendali, di costi fissi a costi variabili, che determinano forti barriere all'entrata per i *newcomers*, difficilmente superabili nel breve periodo;
- Nuove fonti di economie di scala, anche queste in grado di generare l'abbassamento del costo del prodotto e dunque una maggiore marginalità;
- Esternalità di rete, specialmente nei business tecnologici.

⁹⁵ Cfr. Rumelt R., *Strategy, Structure and Economic performance*, Harvard University Press, 1974.

Parliamo dunque per lo più di settori quali i beni industriali, i servizi, i *consumer goods* e il comparto del *retail*, l'*health care*, *utilities* ed energia, *telecom media and technology (TMT)*: tutte industrie che storicamente sono state raramente oggetto nel corso della normale durata dell'investimento di stravolgimenti notevoli e imprevedibili, anche se, lo si vedrà poi parlando del business dei media, la velocità con la quale cambiano gli scenari industriali sta producendo alcune eccezioni.

Completamente differente invece il caso dell'attività di *expansion*, dove sono proprio le discontinuità potenziali ad essere ricercate per cavalcare la crescita del business. In questo caso, l'analisi del mercato e del settore si deve coniugare con quella delle opportunità a disposizione dell'azienda con cui si intende sviluppare la *partnership*: l'investitore istituzionale deve concretare il proprio apporto soprattutto a livello strategico, non solo tramite una gestione dell'impresa più efficiente e finalizzata allo sviluppo interno del business, ma anche, lo si è sottolineato nel corso del primo capitolo, sfruttando il suo *network* di contatti per consentire alla partecipata di realizzare operazioni di crescita esterna per sfruttare le sinergie che si verrebbero a creare, circostanza questa cruciale ai fini di una più rapida crescita dell'attività⁹⁶. Individuare le forze di transizione in ogni settore è dunque una capacità molto importante: occorre far emergere quella serie di forze rivoluzionarie che rendono più deboli i modelli di business esistenti e schiudono possibilità a potenziali outsider nel settore, in grado di crescere e contrastare la *leadership* esistente⁹⁷. Esempi di siffatte forze, anche qui suggerite dalla teoria manageriale, sono:

- *Deregulation*, tendenza crescente ovunque e in numerosi settori;
- Cambiamenti nel regime dei diritti di proprietà intellettuale, in grado di aprire nuove possibilità in certi business prima molto protetti;

⁹⁶ Le operazioni di crescita esogena vengono spesso utilizzate proprio per accelerare lo sviluppo di certi aspetti del business (nuovi prodotti, tecnologie, mercati) che sarebbe troppo lungo e costoso sviluppare internamente. Cfr. R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit.

⁹⁷ Cfr. Rumelt R., *Strategy, Structure and Economic performance*, Harvard University Press, 1974.

- Nuove tecnologie dirompenti, in grado di sconvolgere gli equilibri e le *leadership* esistenti nel settore;
- Inerzia strategica dei leader del settore, che consente ai potenziali nuovi entranti di attaccare la *leadership* con nuovi modelli di business.

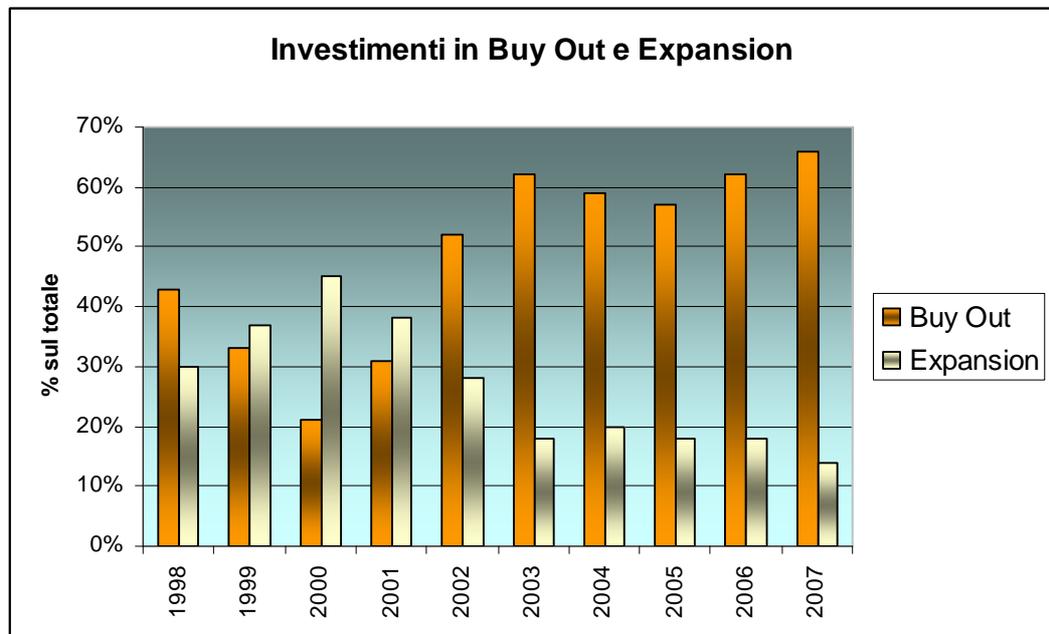


Figura 10: *Investimenti in Buy Out e Expansion a livello globale.*
 Fonte: PWC Global PE Report 2008

Come si può notare dal grafico, gli investimenti in *buy out* sono stati sempre maggiori di quelli in *expansion* negli ultimi dieci anni, tranne che tra il 1999 e il 2001. Questo *puzzle* ha una spiegazione che introduce la seconda dimensione caratteristica dell'andamento del mercato del private equity cui si era accennato all'inizio di questo paragrafo: la modalità operativa con cui vengono attuate le operazioni.

Si è infatti più volte sottolineato come le operazioni di *buy out* vengano condotte nella maggioranza dei casi attraverso la tecnica del LBO: al di là delle considerazioni già svolte sulle caratteristiche delle imprese target, c'è un dato imprescindibile alla base, cioè la disponibilità di liquidità a basso costo sui mercati finanziari. La possibilità di contrarre indebitamento a tassi d'interesse bassi e di poterlo dunque ripagare agevolmente nel tempo è la caratteristica fondamentale delle operazioni a leva finanziaria, che permette di concludere

operazioni di valore molto elevato, altrimenti impossibili ricorrendo al solo equity: tuttavia, si è già spiegato come lo sfruttamento dell'effetto *leverage* sia un'arma potenzialmente a doppio taglio, circostanza avvenuta con la crisi attuale, come si dirà nel corso del terzo capitolo. Prima del *credit crunch* del 2007-2008 comunque, già nel 2000 e nel 2001, per effetto dello scoppio della bolla internet prima e degli avvenimenti dell'11 settembre poi, l'economia statunitense ha attraversato una fase molto delicata, entrando in recessione: già in questo caso, e il grafico appena proposto lo dimostra chiaramente, sui mercati finanziari la disponibilità di denaro a buon mercato era bassa, con la conseguenza che le operazioni di *expansion*, non alimentate da livelli di indebitamento nelle proporzioni di un LBO, hanno assunto un peso relativamente maggiore a quello del *buy out*, pur crescendo in valore assoluto di fatto solo tra il 1999 e il 2000. La tendenza, lo si può notare, si inverte a partire dal 2002 e soprattutto nel 2003: la Federal Reserve infatti, con un'azione di politica monetaria espansiva per combattere la recessione, abbassò il tasso d'interesse sui Federal Funds⁹⁸ dal 6% all'1,7% tra il gennaio 2001 e il gennaio 2002; il PIL americano ritornò in seguito a crescere e con esso il mercato dell'M&A⁹⁹. Allo stesso modo, anche in Europa il rallentamento dell'economia è stato arginato con interventi di abbassamento dei tassi da parte della BCE (dal 4,75% del giugno 2001 fino al 2% del giugno 2003), con effetti positivi tuttavia meno dirompenti di quelli visti negli Stati Uniti. Le fluttuazioni dei tassi d'interesse sono dunque assolutamente cruciali nel guidare i volumi di attività: periodi contraddistinti da tassi bassi e quindi elevata disponibilità di liquidità portano l'attività di LBO ai suoi picchi; condizioni opposte finiscono per rendere più convenienti (relativamente o in valore assoluto, a seconda della dimensione del fenomeno) le operazioni di *expansion*, che non sono strettamente dipendenti dall'andamento del mercato del debito. Sono queste considerazioni davvero fondamentali per comprendere pienamente sia ciò che è accaduto in quello che è stato definito il periodo d'oro dell'attività, sia quanto sta accadendo da due anni e mezzo a questa parte.

⁹⁸ Tasso d'interesse a brevissimo termine sul mercato statunitense dei fondi federali, in cui si scambiano le riserve in eccesso detenute dalle aziende di credito presso la Riserva federale.

⁹⁹ Come si dirà in seguito, molti economisti hanno attribuito a quest'azione di politica monetaria notevoli responsabilità riguardo alla genesi della crisi.

2.1.1 Principali evidenze sul recente sviluppo dell'attività di Private Equity

Uno studio pubblicato annualmente da McKinsey¹⁰⁰ ha individuato, nella sua edizione dell'ottobre 2007, i quattro nuovi protagonisti nei mercati finanziari: *hedge funds*, Paesi produttori di petrolio (ed energia in generale, in grado di avere riserve di materie prime tali da istituire *sovereign wealth funds*), Banche centrali asiatiche (grazie alle ingenti riserve valutarie) e private equity¹⁰¹, che al tempo era il più piccolo dei quattro, con circa 710 miliardi di dollari di *assets under management* alla fine del 2006 (la metà degli *hedge funds*), di cui più di 400 nei soli Stati Uniti. A spiegare lo sviluppo del private equity a livello globale fino al 2007, hanno concorso diverse cause, che possono essere schematicamente delineate:

- *Domanda degli investitori*, favorita dall'ingente liquidità a disposizione negli anni passati (specialmente capitali provenienti dall'Asia) e dalle esigenze di diversificazione dei gestori. Un ruolo cruciale lo hanno assunto i fondi pensione: questi, alimentati da notevoli masse di denaro frutto dell'aumento del saggio di risparmio delle famiglie, si sono mossi alla ricerca di investimenti sempre più diversificati e redditizi, investendo capitali sia direttamente, che indirettamente tramite i fondi di fondi;
- *Cambiamenti normativi*, soprattutto nell'ambito dei fondi pensione europei, cui è stata concessa maggiore apertura verso gli investimenti alternativi, che come appena detto si sono rivelati decisivi per investire una certa percentuale dei capitali in gestione¹⁰²;
- *Basso costo del capitale di debito*, generato dall'elevata liquidità disponibile fino al 2007, frutto dei "petrodollari", delle riserve delle

¹⁰⁰ McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are shaping global capital markets*, 2007

¹⁰¹ Nello studio, viene chiarito che con il termine private equity si intende LBO: allargando anche al *venture capital* l'analisi, si giungerebbe a oltre un miliardo di dollari di *asset under management*, quota che si avvicinerebbe a quella degli *hedge funds*.

¹⁰² La quota dei capitali, lo si dirà nel corso del terzo capitolo, non è poi così elevata se rapportata al totale dei capitali posseduti dai fondi pensione, ma ha un peso notevolissimo sul totale delle masse gestite dai private equity.

Banche centrali asiatiche e delle politiche monetarie della FED, che ha incentivato soprattutto le operazioni di LBO;

- *Imprese target attrattive*, in grado di poter generare maggiori ritorni sull'investimento rispetto alle quotate, a causa dei tassi d'interesse bassi e quindi con la possibilità di essere "caricate" di un notevole indebitamento. I profitti crescenti e i conseguenti *cash flow* generati hanno consentito fino al 2007 di ripagare agevolmente l'indebitamento contratto.

Se queste sono state le cause essenziali che hanno consentito all'attività di private equity di raggiungere i picchi che quantitativamente verranno evidenziati a breve, non si può non far riferimento fin d'ora ai risvolti negativi che queste condizioni favorevoli potrebbero aver, direttamente o meno, creato: trattandosi in molti casi di operazioni ad elevato indebitamento, un quesito da porsi è relativo al ruolo del private equity come possibile amplificatore dei rischi presenti sui mercati finanziari. In teoria, il largo ricorso all'indebitamento subordinato¹⁰³, in particolare il mezzanino e il *second lien*, particolarmente favoriti nelle grandi acquisizioni per completare la struttura finanziaria dell'operazione e anche dovuti agli alti prezzi¹⁰⁴ per la crescente competizione nel settore, potrebbe aver contribuito all'innalzamento del rischio di credito. Le stesse banche, d'altra parte, sono state inclini per anni a concedere credito facile per il semplice fatto che non lo avrebbero mantenuto fino alla sua scadenza¹⁰⁵: come noto, tutto veniva impacchettato in *collateralized loan obligations* (CLO) o strumenti strutturati simili, e venduto a un vasto panorama di investitori, che quindi diventavano coloro che sopportavano integralmente il *credit risk* al posto delle banche, con i noti effetti endemici che ne sono derivati. Inoltre, un'altra rischiosa politica adottata fino al 2007 dalle banche era la pianificazione del rimborso del debito prevalentemente nella componente *bullet*, contando sulla possibilità di

¹⁰³ Standard & Poor's ha calcolato che gli strumenti subordinati sono compresi in 2/3 dei prestiti contratti per LBO in Europa, nonché un numero crescente di *covenants* infranti nel 2006.

¹⁰⁴ Standard & Poor's ha rilevato che nel quarto trimestre del 2006 la media del multiplo EV/EBITDA pagato per i LBO europei è stata di 9.4. Cfr. *Private equity damaging European Companies credit quality*, Dow Jones International News, dicembre 2006.

¹⁰⁵ McKinsey, elaborando dati forniti da Standard & Poor's e Goldman Sachs, rileva che nel 2006 detenevano solo il 16% dei prestiti ad alto rischio.

rifinanziamento prima della scadenza del prestito, circostanza che poi si è rivelata molto difficile appena le condizioni dei mercati sono peggiorate. Stanti queste innegabili evidenze, McKinsey rileva tuttavia come l'impatto dei *private equity default* non potesse che avere limitati effetti sui mercati: nel 2006 i *private equity* producevano solo l'11% dell'indebitamento complessivamente emesso negli Stati Uniti ed in Europa. Una percentuale ridotta dunque, specialmente in rapporto agli *hedge funds*, che chiarisce il ruolo dei LBO come componente dell'elevato indebitamento prodotto fino al 2007 nel mondo: il peso non può che essere limitato, né soprattutto può considerarsi come una causa del problema, quanto invece un effetto, che ha portato l'attività di *buy out* a giovare della situazione finché è stato possibile farlo.

A proposito della capacità del *private equity* di generare valore, si era affermato precedentemente che le due leve principali sono:

1. Aumento in valore assoluto dell'EBITDA;
2. Gestione degli aspetti economici del *deal*

che si declinano ulteriormente in quattro ulteriori *drivers* del valore:

1. Aumento del fatturato;
2. Crescita percentuale dei margini;
3. Ottimizzazione della struttura finanziaria
4. Aumento dei multipli.

Nel recente momento economico, caratterizzato da bassi tassi d'interesse, il ruolo della leva finanziaria sulla struttura di capitale è stato largamente positivo, costituendo di certo il fatto più rilevante a livello ambientale, in grado di trainare sia le dimensioni complessive dell'attività, sia, lo si vedrà a breve, quelle dei singoli *deal*. Un altro studio condotto da McKinsey e Oliver Gottschalg¹⁰⁶ nel 2007, ha svelato che su 548 operazioni analizzate tra Europa e Stati Uniti, più di un terzo della performance era dovuta alla leva finanziaria. Altre evidenze¹⁰⁷ mostrano invece che il miglioramento nella performance dell'azienda, su un

¹⁰⁶ O. Gottschalg e McKinsey, *How important is leverage, really?*, Private Equity International Asia, 2007

¹⁰⁷ J. Heel e C. Kehoe, *Why some private equity firms do better than others*, The McKinsey Quarterly, 2005

campione di 60 *buy out*, ha avuto un ruolo determinante in circa 2/3 dei casi: anche qui, occorre sottolineare la capacità di creare valore reale da parte dei fondi, attraverso la gestione diretta dell'attività aziendale, che rimane comunque di gran lunga l'aspetto più importante dell'attività, in grado di poter impattare positivamente sulle aziende partecipate in qualsiasi momento storico, anche nei più difficili come quello attuale. Questo concetto verrà ribadito più volte nel corso del lavoro, onde sottolineare una convinzione ben precisa: lo sfruttamento della leva finanziaria non è che un aspetto, fondamentale senza dubbio, dell'attività di private equity, ma non è l'unico. Le declinazioni dell'intervento dei fondi nel capitale di rischio sono numerose ed è certamente un errore, anche nello specifico segmento dei *buy out*, ritenere che il mondo del private equity riesca a creare valore solo attraverso i meccanismi della leva finanziaria.

Sempre in merito al tema delle principali evidenze degli anni precedenti all'autunno 2007, un'ulteriore tendenza interessante osservabile negli anni passati è stata quella del consolidamento nel settore. McKinsey ha rilevato come nel 2006 più del 60% degli *assets under management* statunitensi fosse gestito da soli venti fondi di grandi dimensioni, mentre in Europa il dato è stato ancora maggiore: tra gli effetti del consolidamento e delle alleanze tra fondi, finanziatori e banche d'investimento, il più evidente è la crescente competizione nei *mega-deal*¹⁰⁸. Fondi di grandi dimensioni si trovano a dover così competere con avversari in teoria più piccoli, ma in grado di partecipare alle aste più grandi: è stato il caso per esempio di Terra Firma, quindicesimo fondo a livello globale, capace di tenere testa fino all'ultimo al big KKR nell'ambito del *takeover* da 15 miliardi di euro di Alliance-Boots, la maggiore catena di grande distribuzione farmaceutica europea, primo caso nella storia di *buy out* su una società quotata a Londra, anche grazie all'apporto del *charitable fund* Wellcome Trust e dalla banca Hbos.

Nei due anni che precedono la crisi finanziaria, emerge dunque che il private equity ha dimostrato ancora una volta la sua capacità di rafforzare i business in

¹⁰⁸ L'EVCA definisce i *mega deal* come le operazioni con valore superiore ai 300 milioni di euro.

gestione, incrementando la dimensione e l'importanza del suo contributo alla crescita delle economie mondiali: in Europa, in particolare, data l'eterogeneità dei sistemi economici, il dato assume particolare rilevanza. Ernst & Young¹⁰⁹ ha rilevato che l'*enterprise value* medio dei primi 100 investimenti dismessi dai fondi nel 2006 in Europa era pari a più di un miliardo di euro, costituendo un incremento di circa l'80% rispetto al prezzo pagato per acquisire l'impresa: l'EBITDA delle aziende oggetto dello studio ha raggiunto infatti i 7,5 miliardi di euro, in crescita del 13% dal 2005. Questo dato spiega la differenza di performance tra le società quotate e quelle partecipate da un fondo nello stesso Paese, settore e intervallo temporale: Ernst & Young quantifica per il 2006 questa differenza nell'ordine dell'8%, in leggero calo dal 12% del 2005.

Interessante notare soprattutto da dove proviene la crescita della redditività; vengono individuate infatti tre fonti principali:

1. Crescita organica del business;
2. Ridimensionamento dei costi;
3. Acquisizioni.

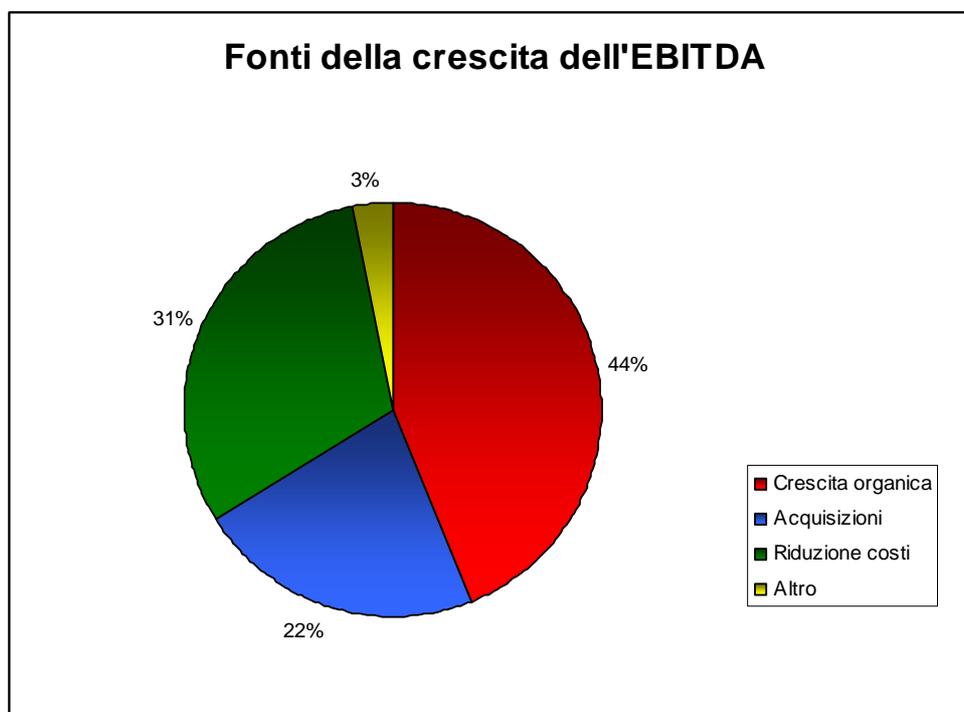


Figura 11: Crescita dell'EBITDA per categoria. Fonte: Ernst & Young (2006)

¹⁰⁹ Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value? A study of 2006 exits*, 2007

Il primo di questi tre elementi ha il maggior peso, in termini soprattutto di benefici traibili dall'espansione geografica del business, dal lancio di nuovi prodotti o dagli investimenti in *sales & marketing*. Non banale neppure il ruolo della riduzione dei costi, dove i miglioramenti nell'efficienza operativa costituiscono la metà dell'incidenza di questa voce sull'EBITDA; più contenuto invece l'impatto delle operazioni di crescita esterna, da ricercarsi naturalmente nella creazione di sinergie competitive.

A tal proposito, è interessante notare che sul tema anche i gestori dei fondi stessi condividono che oltre al mero *cost cutting*, l'apporto del private equity è in grado di far generare valore tramite la crescita del business: infatti, da un sondaggio effettuato nel dicembre 2007 da PriceWaterhouseCoopers ai 127 top manager di fondi internazionali situati in Europa¹¹⁰, è emerso che secondo sette intervistati su dieci la crescita organica è stata la principale creatrice di valore per le operazioni effettuate nel 2007, ma al secondo posto, citata da sei manager su dieci, compare l'esperienza e la conoscenza nel settore di riferimento dell'operazione. Va dunque ancora una volta sottolineato il fattore professionalità ed esperienza, che in questa *industry* assume un peso realmente elevato, non solo in termini di reputazione, ma soprattutto di *know-how* e capacità di gestione. Il responso del sondaggio ha peraltro una spiegazione molto chiara: riferendosi al secondo semestre del 2007, quando già iniziavano a deteriorarsi le condizioni finanziarie, i gestori dei fondi avevano presumibilmente già previsto quella che anche ora è e sarà una necessità per il futuro immediato: lavorare sempre di più per creare valore dalle aziende in portafoglio e in questo modo cercare di raggiungere, almeno parzialmente, i rendimenti del passato recente. Si noti infatti il ridotto ruolo che viene attribuito alla crescita del mercato, dato che si riferisce sia ai mercati finanziari in generale, che, presumibilmente, ai settori industriali coinvolti nelle operazioni, nonché ad un fattore che pure in un momento di crisi anche delle regole sarebbe importante, cioè la maggiore *disclosure* e disciplina finanziaria, aspetto che comunque non coinvolge certo solo il private equity.

¹¹⁰ PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Trend Report*, 2008

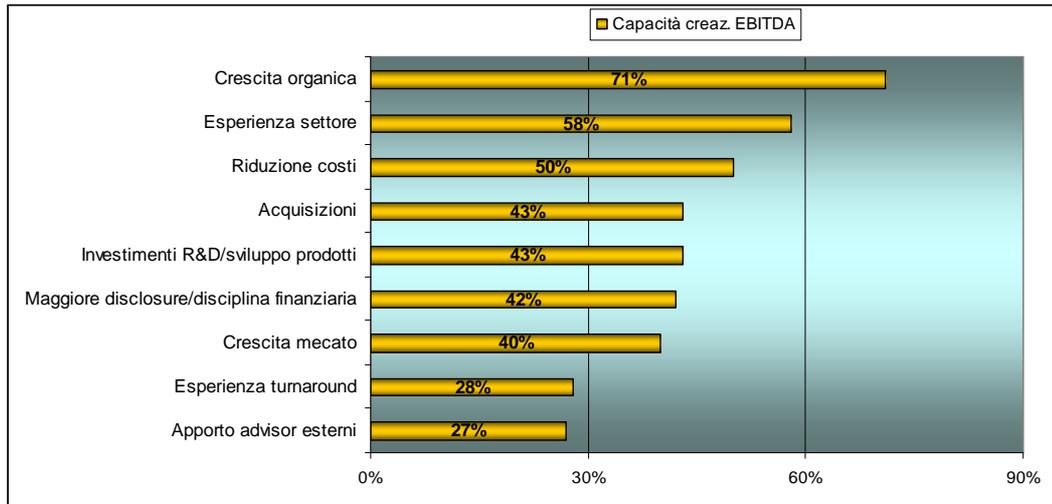


Figura 12: Fattori che contribuiscono alla creazione del valore secondo i manager dei fondi
Fonte: PWC

In conclusione di questa panoramica sulle tendenze del 2006-2007, prevalentemente concettuale e d'ausilio alla successiva lettura ed interpretazione dei dati, è interessante fare un fulmineo accenno ad una tendenza particolarmente importante e in parte innovativa del periodo recente, cioè l'interesse del private equity per i nuovi mercati, aspetto di cui al termine del capitolo si parlerà nel dettaglio. Semplicemente per fornire una *snapshot* sul tema, la rapida crescita degli investimenti nei mercati emergenti è testimoniata dai dati sulla raccolta, pari a più di 30 miliardi di dollari nel 2006 (circa un decimo del totale) e concentrata per quasi un terzo in Asia, nonché dal fatto che nel decennio 1998-2007, ben otto su dieci dei paesi nei quali è aumentato maggiormente il numero degli investimenti fanno parte dell'Asia e dell'Africa. Queste brevissime istantanee non sono comunque che una semplice anticipazione, funzionale alla completezza della panoramica fornita, di quanto verrà analizzato più nel dettaglio in seguito: una costante, cioè l'apertura del private equity a nuovi mercati, che sarà una delle sfide principali del futuro del settore.

2.2 Dimensione delle operazioni di Private Equity

2.2.1 Europa

Valutando l'attività di private equity in Europa relativamente alla dimensione dell'economia del vecchio continente, l'influenza creata dall'investimento in capitale di rischio è molto più elevata qui che altrove: ciò deriva anche dal fatto che, come sottolineato precedentemente, nel tempo si sono allargati i confini geografici ed operativi dell'attività, coinvolgendo anche le economie emergenti delle zone centro-orientali e i relativi processi di privatizzazione e formazione di una classe di manager scevri dal controllo pubblico, prima che la crisi finanziaria arrestasse questo processo di sviluppo rivolto, per così dire, ad est.

Occorre rilevare che il mercato europeo presenta numerose caratteristiche in contrasto con quello nordamericano, che può essere preso sempre come riferimento: anzitutto, si tratta di un mercato, Regno Unito escluso, più giovane e soprattutto molto eterogeneo, perché costituito da sistemi economici abbastanza diversi l'uno dall'altro. In particolare:

- Si scontrano diverse concezioni dell'attività imprenditoriale, prevalentemente di dimensioni ridotte (il 90% degli investimenti sono riferiti a imprese con meno di 500 dipendenti, secondo l'EVCA);
- Molto differenti sono gli stadi di sviluppo dei singoli Paesi, con molte realtà nelle quali sono ancora in atto processi di ristrutturazione industriale e privatizzazione;
- Analogamente, come più volte si è sottolineato, il ruolo della finanza cambia a seconda dell'importanza che assumono il sistema bancario e il mercato azionario in ciascuno Stato.

Tuttavia, si può affermare che tutte queste diversità generino anche numerose opportunità di vario tipo per gli investitori istituzionali, che dunque possono in questo modo determinare interventi anche molto diversi per realtà con differenti caratteristiche, cogliendo gli aspetti favorevoli di ciascuna di esse e sfruttando anche un certo effetto diversificazione che si genera come conseguenza di tale eterogeneità.

Prima di fornire i dati sugli investimenti, è utile descrivere i dati relativi al *fund raising*, che d'altra parte ne rappresenta il motore e la base essenziale. La raccolta in Europa nel 2006 ha raggiunto un livello definito dall'EVCA "notevole"¹¹¹: 84 miliardi di euro nel solo *buy out*, più di 112 miliardi considerando anche il *venture capital* (0,6% del PIL europeo). Come si era detto già nel primo capitolo, i principali *limited partners* sono i fondi pensione e i fondi di fondi, che per la prima volta nel 2006 sorpassano le banche, con cui assieme rappresentano circa la metà del *fund raising* effettuato.

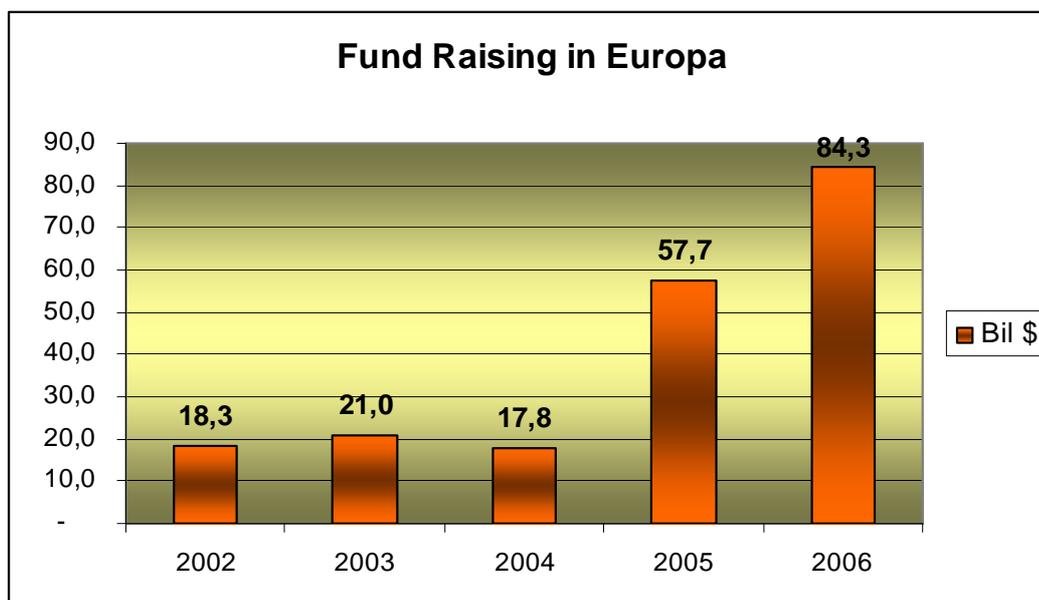


Figura 13: Andamento della raccolta in Europa (solo buy out). Fonte: EVCA

Nel 2006, in Europa sono stati investiti 71 miliardi di euro¹¹² (circa 84 miliardi di dollari, 0,41% del PIL europeo, un indice di penetrazione dell'attività che rimane più basso di quello americano) nell'attività di private equity¹¹³, in più di 7000 diverse imprese, per un totale di oltre 10000 operazioni¹¹⁴. È un dato che rispetto al 2005 va in netta ascesa come valore (+51%), mentre il numero delle operazioni effettuate rimane pressoché invariato: ciò sta a significare naturalmente che l'Europa, negli anni ruggenti dell'attività, è riuscita a crescere soprattutto

¹¹¹ Dati EVCA.

¹¹² Dati EVCA. In tutto il lavoro, il riferimento agli investimenti è da intendersi come *enterprise value* delle imprese cui si riferiscono le operazioni effettuate.

¹¹³ Considerando anche il *venture capital*, ma senza includere il debito bancario nel calcolo.

¹¹⁴ Il dato considera anche il *follow on*, il che spiega perché le imprese oggetto d'intervento sono minori del numero di operazioni effettuate.

nell'importanza dei *deal* compiuti, anziché nella quantità, tant'è che le imprese oggetto di *buy out* sono state circa la metà (1653) di quelle oggetto di *expansion* (3335), ma di dimensioni certamente maggiori.

Questo dato è di indubbio interesse, sotto almeno due punti di vista: in primis, sta a testimoniare l'interesse dei fondi per un sistema vasto e in continua evoluzione, proprio per l'eterogeneità di cui si è appena detto; in secondo luogo, l'aumento della dimensione media delle operazioni di *buy out* testimonia che il ruolo della leva finanziaria è stato realmente decisivo per il volume dell'attività nel 2006, al di là delle imprescindibili considerazioni precedentemente proposte sulla creazione del valore. È vero che la crescita dell'EBITDA è stata imponente e che l'*expertise* dei gestori fa la differenza in termini di valore creato nell'arco della gestione e che è la vera caratteristica vincente del private equity, ma è altrettanto vero che la liquidità a buon mercato ha permesso di portare a termine operazioni di importo molto elevato, in un'arena competitiva sempre più vasta per i fondi, circostanza che sarà, nell'immediato futuro e con le condizioni ambientali deteriorate, difficilmente riproponibile.

Guardando alla dislocazione geografica degli investimenti, si può notare la scontata e continua prevalenza del mercato anglosassone (investimenti pari all'1,5% del PIL inglese), seguito a molta distanza dalla Francia (0,55% del PIL), dalla Germania (0,1% del PIL) e dal Benelux. Si può notare che gli altri Paesi europei, prevalentemente quelli emergenti, hanno ormai un discreto peso, complessivamente quasi pari a quello dell'Italia.

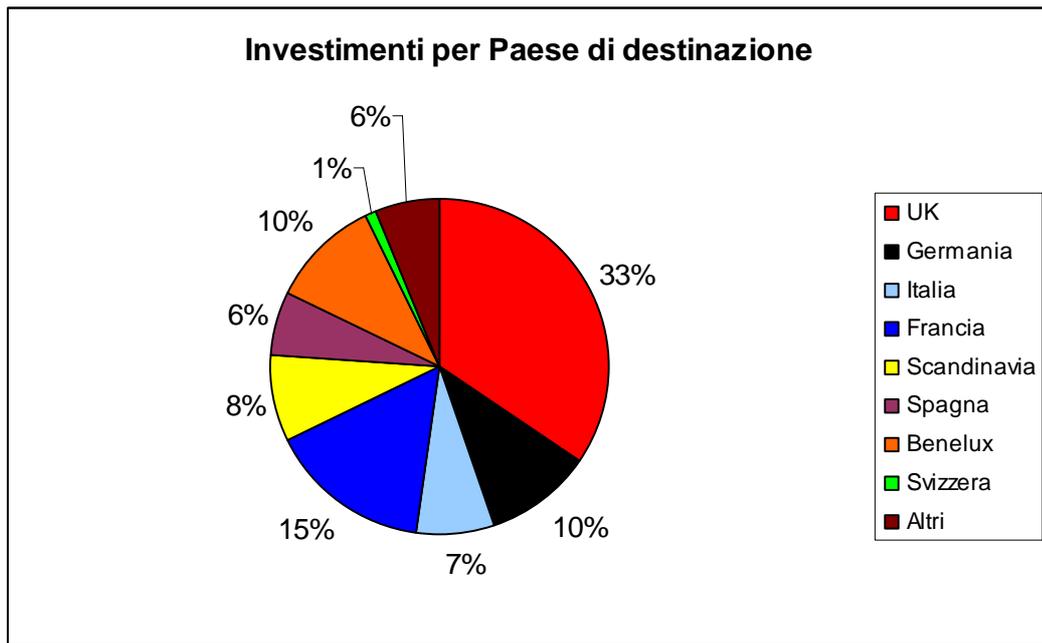


Figura 14: Distribuzione geografica investimenti in Europa. Fonte: EVCA

Tornando alla distinzione tra gli *stage* d'investimento, e mettendo da parte i 10 miliardi prodotti dal *venture capital*, degli 86 miliardi di dollari d'investimenti rimanenti ben 60 provengono da operazioni di *buy out* e 11 da *expansion*, che rappresentano insieme dunque quasi il 90% del totale: un mercato, quello del *buy out*, in continua crescita dall'inizio del periodo di tassi d'interesse bassi, fino allo scoppio della crisi e alla sua caduta. Che il 2006 fosse un periodo favorevole alle operazioni con leva lo si può intuire peraltro facilmente dal fatto che gli investimenti in *buy out* sono quasi il doppio in valore di quelli del 2005, mentre l'*expansion* non registra una crescita così imponente, superando di poco il dato dell'anno precedente¹¹⁵.

¹¹⁵ Dati EVCA, giugno 2007.

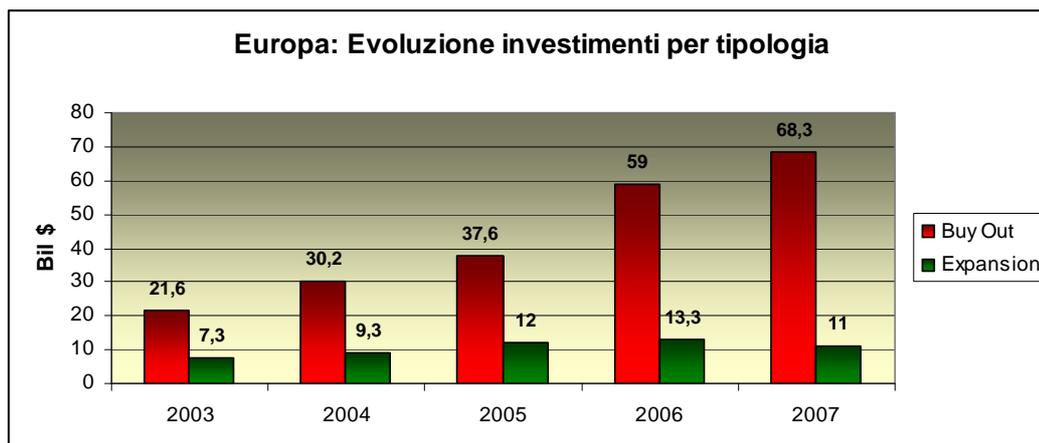


Figura 15: *Evoluzione investimenti later stage in Europa. Fonte: EVCA*

In riferimento al valore delle operazioni di *buy out* in particolare, si sottolinea l'importanza dei cosiddetti *mega deal*: oltre a essere più che raddoppiati nel numero, sono triplicati nel valore, segno che, come si è detto prima, sono state le operazioni maggiori a trainare il mercato, visto che solo i *deal* intermedi crescono sensibilmente, mentre le operazioni piccole rimangono pressoché invariate, ma soprattutto sono i *deal* di grandi dimensioni ad essere schiacciati dai *mega*. Di tutti i dati, questo è probabilmente il più importante perché è il chiaro indicatore del ruolo decisivo che ha avuto il LBO nella crescita dell'attività nel suo complesso: le operazioni di maggiore dimensione sono possibili solo ricorrendo a quantità elevate di debito, sostenibili solo con condizioni favorevoli di mercato. La riprova di ciò la si avrà quando si descriverà quanto accaduto nel 2008, con la scomparsa delle operazioni più grandi, travolte dal *credit crunch*.

	2003	2004	2005	2006
Dimensione	Valore deal (mil euro)			
Small (<15 mil)	2.876	3.943	4.081	4.785
Mid Market (15<x<150 mil)	8.151	10.578	13.926	18.585
Large (150<x<300 mil)	4.432	5.668	7.929	7.500
Mega (>300 mil)	2.980	5.554	6.161	19.466
Totale	18.438	25.743	32.097	50.336

	2003	2004	2005	2006
Dimensione	Numero aziende			
Small (<15 mil)	948	982	1.151	1.289
Mid Market (15<x<150 mil)	126	197	244	342
Large (150<x<300 mil)	15	28	34	34
Mega (>300 mil)	7	13	12	31
Totale	1.089	1.221	1.441	1.653

Figura 16: Evoluzione buy out per valori e numero operazioni. Fonte: EVCA

Al di là delle classificazioni riportate dall'EVCA, verrebbe da dire che la grande disponibilità di debito ha finito per fagocitare quella che è divenuta la vera classe media delle operazioni, cioè quelle tra i 150 e i 300 milioni, potendosi invece considerare non così intermedie le operazioni tra i 15 e i 150 milioni, a fronte di un valore medio dei *mega deal* di 630 milioni di euro.

Diverso invece l'andamento del mercato nel 2007: benché si possa considerare certamente un'ottima annata per il private equity, i primi effetti nefasti della crisi sono comparsi a partire dal quarto trimestre, in seguito ai massicci interventi delle banche centrali per iniettare liquidità sui mercati e al *bank run* della Northern Rock nel mese di agosto. Si può quindi affermare che gli ultimi mesi del 2007 hanno rappresentato il principio di una nuova fase, che inizierà nel 2008 e troverà compiutezza nel 2009.

In Europa, l'andamento degli investimenti nel 2007 ha registrato uno stallo rispetto all'anno precedente: circa 86,5 miliardi di dollari investiti, a fronte dei quasi 84 del 2006; un aumento dunque, ma molto modesto, che denota una concentrazione dell'attività nei primi mesi dell'anno, in cui si sono continuati a realizzare *deal* di dimensioni ragguardevoli. Non è tanto questo comunque il dato indice dei primi segnali negativi, quanto invece quello della raccolta, che scende del 30% rispetto al 2006: naturalmente, i primi ad essere colpiti dai prodromi della crisi sono stati i *limited partners*, che tendono immediatamente ad essere più esigenti rispetto alle proprie scelte d'investimento e ad avvertire il rischio concreto di trovarsi di fronte ad uno scenario globale completamente diverso, o

addirittura con problemi interni (come le banche) tali da considerare troppo rischiosa la scelta dell'investimento alternativo.

Relativamente alle diverse tipologie di operazione, si osserva un certo calo nell'*expansion* rispetto al 2006 (-11%), mentre il *buy out* continua la sua corsa, con una crescita non così sostenuta (+15%) che troverà nel 2008 un brusco arresto. Allo scopo di evidenziare come il trend del *buy out* rimanga positivo nel 2007, si riporta un grafico che mette a confronto, su un arco decennale, le due principali forme di *later stage* e gli investimenti complessivi, che considerano invece anche il *venture capital*. Il *buy out* costituisce da solo il 79% delle operazioni, mentre l'*expansion* il 13%: complessivamente, il loro peso aumenta rispetto al 2006, il che conferma che anche il 2007, almeno fino ai mesi autunnali, ha costituito per il private equity la conferma di tutte le condizioni che avevano influenzato positivamente l'attività nell'anno precedente. Addirittura, considerando che gli ultimi mesi del 2007 non sono certo stati positivi, si può affermare che, a pari condizioni ambientali, il 2007 sia stato notevolmente migliore del 2006, poiché, di fatto, l'attività va considerata nell'arco di soli 8 mesi, visto ciò che è successo sui mercati da agosto in poi.

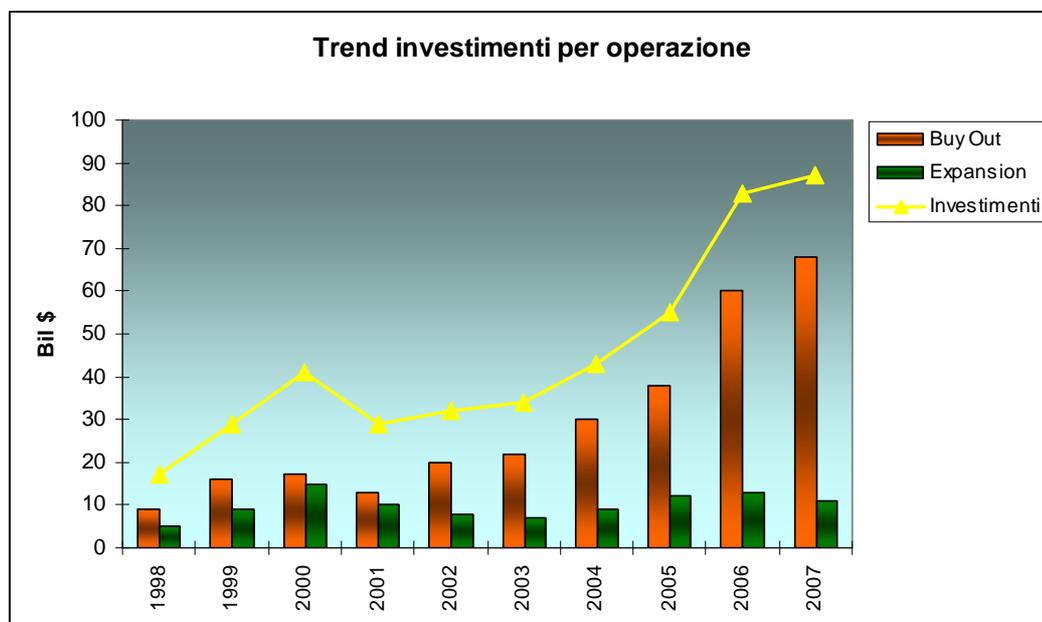


Figura 17: Trend Investimenti later stage. Fonte: PWC Global Report 2008

Anche a livello di performance dei fondi, il 2007 è stato in Europa un anno certamente favorevole, pur risentendo del deterioramento delle condizioni dell'ambiente negli ultimi mesi dell'anno: si può affermare anzi che la valutazione dei rendimenti dei fondi sia una necessità che si presenta con sistematicità e periodicità ben più importanti rispetto agli anni precedenti. Questa considerazione risente naturalmente delle prime difficoltà incontrate nella fase di raccolta che sono state pocanzi descritte: la conseguenza più immediata delle mutate condizioni sui mercati finanziari è che il rapporto tra *general partners* e *limited partners* si intensificherà notevolmente soprattutto a livello comunicativo, e una chiara *disclosure* sui rendimenti degli investimenti si muove in questo senso. La valutazione che viene annualmente effettuata dall'EVCA¹¹⁶ ha considerato un campione di 1215 fondi per il 2007, per un totale di 300 miliardi di euro complessivi: la misura di riferimento è l'*Internal Rate of Return* (IRR), come già anticipato nel corso del primo capitolo, lungo un orizzonte temporale che viene determinato, coerentemente con la tipologia d'investimento, su base pluriennale (3, 5 o 10 anni), attraverso il ricalcolo annuale di ciascun periodo di riferimento (*rolling IRR*).

¹¹⁶ Le valutazioni sono state effettuate da EVCA e Thomson Financial considerando i *cash flow* in euro al netto delle commissioni pagate ai gestori. Cfr. *Performance Benchmarks 2007 Private Equity Europe*, 2008.

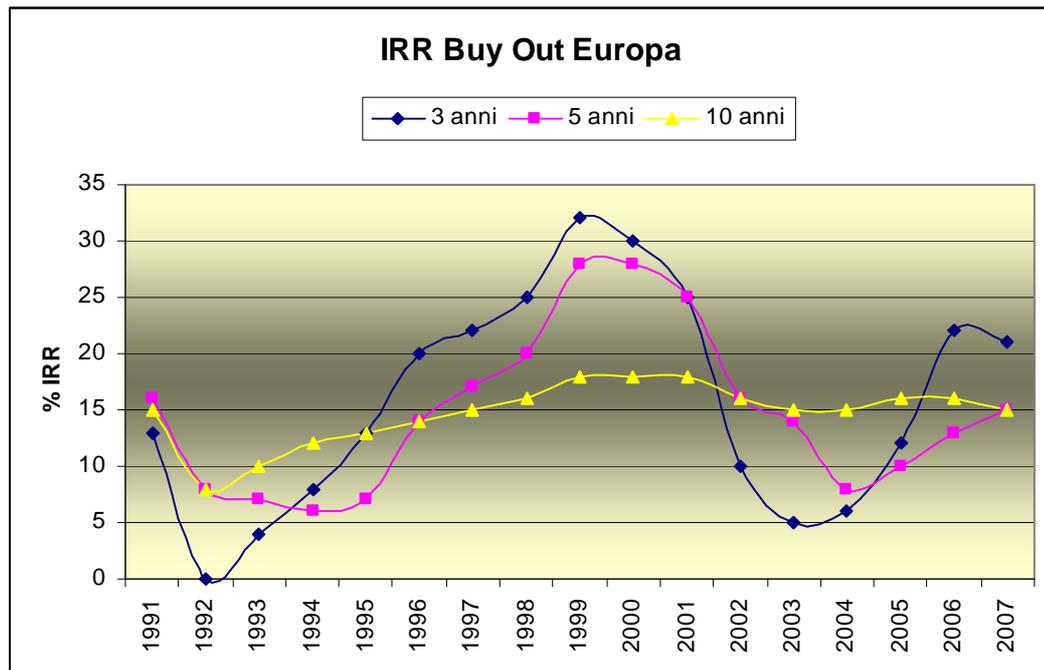


Figura 18: Performance fondi di buy out in Europa, calcolata come IRR sul medio termine.
Fonte: EVCA e Thomson Financial.

Il grafico appena proposto denota, nel periodo 2003-2007 e quindi su base quinquennale, un ritorno sull'investimento in *buy out* pari al 15%, in ascesa rispetto ai quinquenni precedenti, che avevano comunque mostrato rendimenti superiori al 10% (il confronto va fatto tra 2002-2006, 2001-2005 e così via); i rendimenti triennali si attestano su valori più alti, pari al 21%, circostanza che si spiega anche considerando che i trienni 2005-2007 e 2004-2006 sono stati davvero quelli più favorevoli per l'attività e la volatilità macroeconomica non ha influenzato dunque il dato (come dimostra per esempio l'altalena tra il 1999 e il 2003); dati più stabili, attestati sul 15%, per il periodo decennale, cosa abbastanza fisiologica. Di seguito, viene proposta una visione comparativa rispetto a tre benchmark utilizzati dall'EVCA, che dimostra che nell'arco decennale il rendimento dei fondi europei si è costantemente mantenuto come minimo alla pari rispetto ai benchmark di riferimento¹¹⁷.

¹¹⁷ L'IRR dei tre benchmark è stato calcolato dall'EVCA investendo i *cash flow* investiti nel private equity sui tre indici utilizzati.

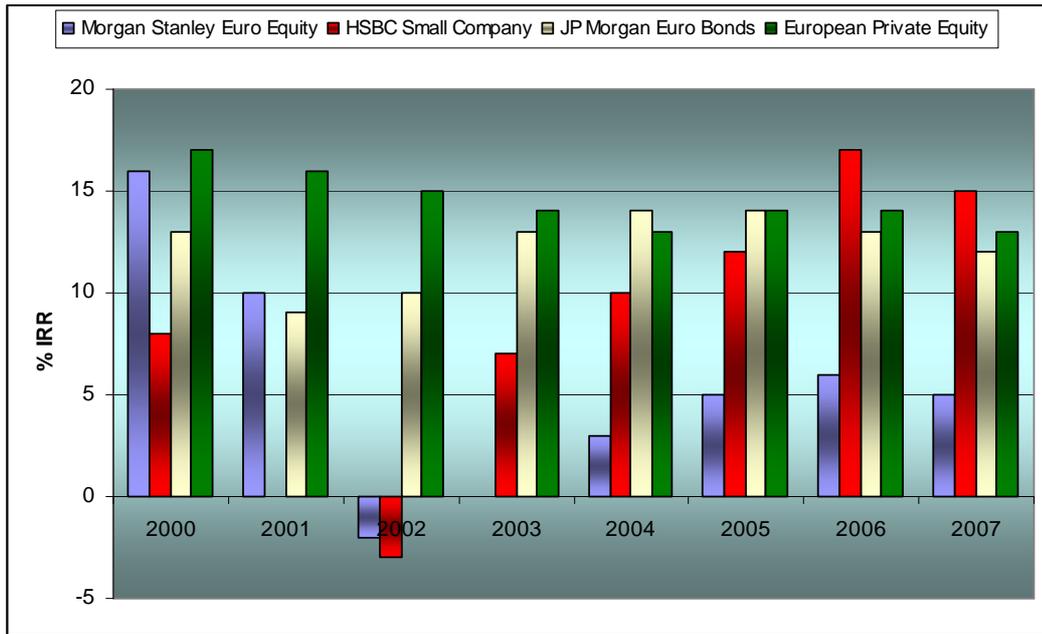


Figura 19: Private Equity comparato a benchmark di mercato di riferimento su base decennale. Fonte: EVCA e Thomson Financial

È peraltro interessante notare come i rendimenti, soprattutto quelli a tre e cinque anni, si impennino al crescere delle dimensioni del fondo considerato: evidentemente, una possibile spiegazione sta nel fatto che i fondi che riescono a gestire maggiori capitali sono anche quelli in grado di fornire ritorni migliori, soprattutto se si considera che sono anche quelli più attivi negli investimenti di maggiori dimensioni, che ancora una volta denotano il loro peso positivo nel periodo contraddistinto dai bassi tassi d'interesse.

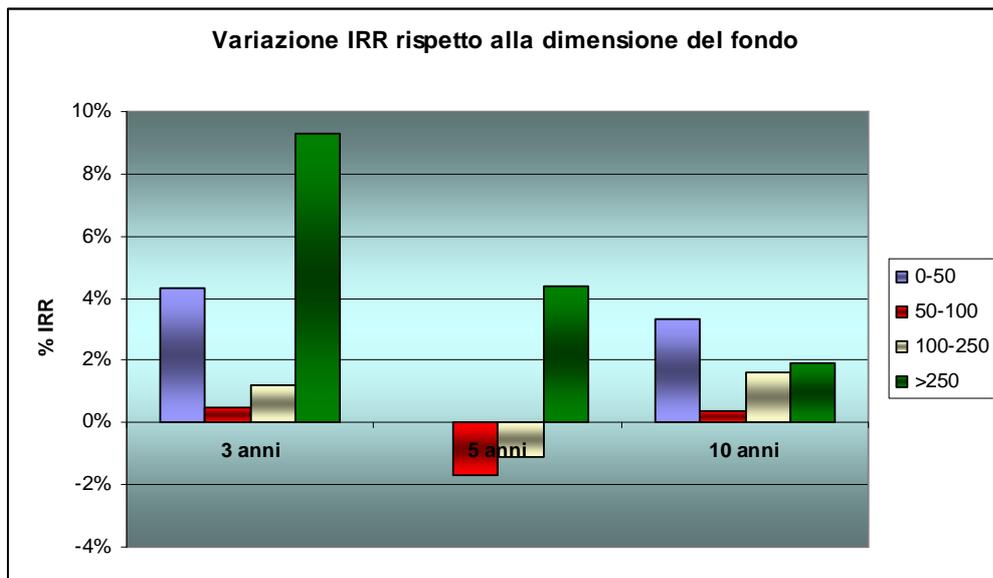


Figura 20: IRR Buy Out Europa per dimensione fondo. Fonte: EVCA e Thomson Financial

Al di là dei dati, la riflessione da fare è che nel 2007 il private equity si è mosso in un ambiente dove il *fund raising* è diventato molto più competitivo: ciò vuol dire che l'intero settore si è trovato di fronte ad una necessità, cioè la capacità di adattarsi ad uno scenario economico e finanziario che stava iniziando a mutare. Questa esigenza di flessibilità ha richiesto ai fondi di essere molto lungimiranti e in grado di distinguersi rispetto alle strategie da adottare per il futuro, sotto più punti di vista: della raccolta, degli investimenti, anche del disinvestimento, come si vedrà in seguito. Alcune *issues* relative a ciò che è emerso dall'anno 2007 in Europa possono essere così schematizzate:

- *Criticità della crescita organica*: il cambiamento dello scenario finanziario obbligherà i fondi a considerare le varie strategie di crescita organica meno cadenzate nel tempo e invece più urgenti, onde fronteggiare la perdita della leva di creazione del valore basata sulla struttura finanziaria indebitata;
- *Capacità di diversificare il proprio business*: le mutate condizioni imporranno la necessità di andare oltre il LBO e le consuete macro-regioni di riferimento per investire, puntando su target più piccole e in realtà in cui diventa impossibile ritardare l'entrata;
- *Incrementare l'accountability e la trasparenza dei gestori*: soprattutto nei confronti dei propri *limited partners* e ai fini di un migliore *fund raising*, in cui l'aspetto comunicativo diverrà essenziale per mantenere i rapporti;

Sono tutte questioni che si riproporranno più prepotentemente nel 2008 e nel 2009, quando gli effetti della crisi si faranno sentire in modo decisamente diverso.

2.2.2 Nord America

I dati relativi al Nord America, comprendendo dunque oltre agli Stati Uniti anche il Canada, mostrano uno scenario in parte diverso da quello europeo relativo al biennio 2006-2007. La differenza discende sicuramente da caratteristiche molto diverse tra i due mercati: quello americano, oltre a essere storicamente sviluppato da più tempo, è sostanzialmente omogeneo tra i vari stati che lo compongono, senza avere quelle profonde diversità che si riscontrano in Europa e che sono state delineate in precedenza; ancora, il sistema economico e finanziario presenta notevoli differenze a livello di dimensione aziendale e caratteristiche dei mercati finanziari, certamente molto più avanzati in America, con conseguenze ovvie sull'attività di raccolta (sia come dimensioni, che nel ruolo dei singoli investitori) e di disinvestimento soprattutto; infine, l'importante ruolo della tecnologia ha decretato uno sviluppo maggiore dell'attività di *venture capital* rispetto alle realtà europee, nonché investimenti complessivi in alta tecnologia normalmente più elevati in tutte le altre tipologie d'intervento che nel vecchio continente.

Per coerenza d'analisi, è d'obbligo partire anche qui dai numeri relativi al *fund raising*: anzitutto, come si era avuto modo di sottolineare precedentemente, l'ammontare di capitali raccolto nel Nord America è sempre stato superiore a quello europeo, con punte del doppio e anche più in alcuni periodi¹¹⁸. Questa circostanza deriva probabilmente dal fatto che il mercato americano viene considerato ancora più maturo di quello europeo dagli investitori in private equity, oltre che storicamente meno soggetto ad alcuni dei vincoli normativi che sono invece presenti nei vari Stati europei. Inoltre, l'importanza di alcune tipologie d'investitori, su tutti i fondi pensione, e soprattutto la sofisticazione delle rispettive scelte d'investimento, ha reso possibile nel tempo una costante allocazione dei capitali verso gli investimenti alternativi, tendenza aumentata a dismisura con la proliferazione degli strumenti di gestione del risparmio e la conseguente maggiore concorrenza e ricerca di rendimenti superiori a quelli dei *competitors*.

¹¹⁸ PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008

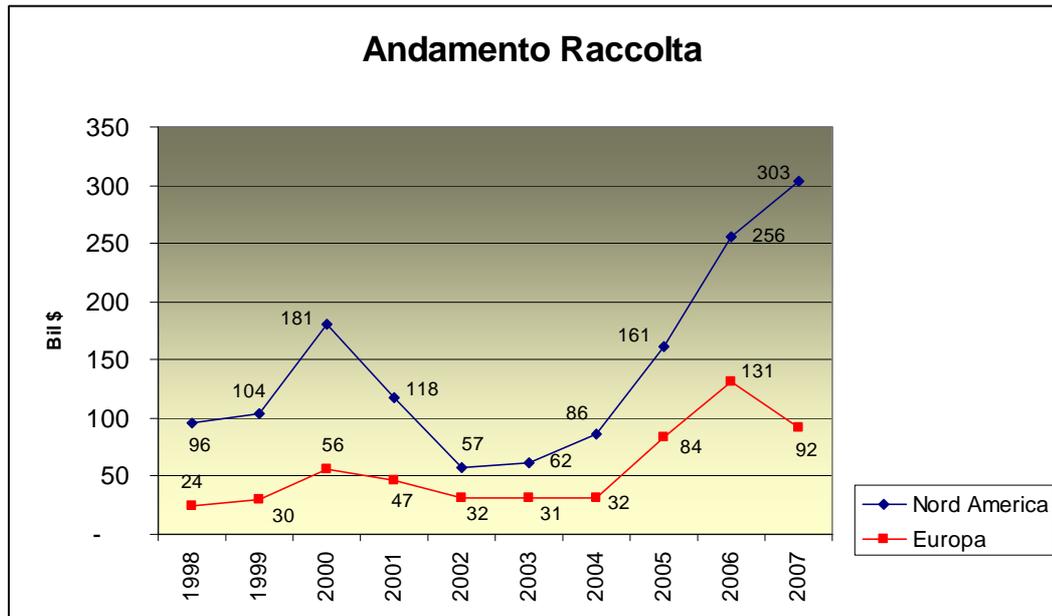


Figura 21: Andamento fund raising a confronto. Fonte: PWC Global Report 2008

Come si può notare dal grafico, che mette a confronto le due realtà in termini di valori della raccolta, tra il 2006 e il 2007 il Nord America è in crescita, mentre l'Europa, come si era detto precedentemente, ha osservato un deciso calo, nell'ordine del 30% sul valore assoluto. Guardando appunto ai valori, nel Nord America il *fund raising* è passato dai 256 miliardi di dollari del 2006 agli oltre 300 del 2007 (2% del PIL, un'incidenza pari a più del doppio dell'Europa), aumentando del 17% e dunque in decisa controtendenza con quanto avvenuto in Europa¹¹⁹. Una possibile spiegazione di questo *puzzle* potrebbe risiedere nel momento in cui si è raccolto: poiché i primi scossoni sui mercati si possono far risalire a partire dall'autunno 2007, un'eventualità è che la maggior parte dei fondi abbia fatto raccolta nei primi sei - sette mesi dell'anno, dunque senza risentire delle prime turbolenze sui mercati. Una spiegazione alternativa può risiedere invece nel diverso grado di maturità dei due mercati, che potrebbe aver contribuito a allargare il gap a vantaggio di un sistema più maturo: sembra tuttavia molto difficile che possa essere questo il caso, dato l'impatto che il *credit crunch* ha avuto sul sistema finanziario statunitense e il suo conseguente crollo, esacerbato dalle dimensioni dei mercati stessi e dalla loro sofisticazione, sicuramente maggiore di quella europea.

¹¹⁹ Dati PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008

Relativamente agli investimenti, nel 2006 sono stati investiti circa 80 miliardi di dollari sul mercato nordamericano (0,7% del PIL): leggermente meno che in Europa, ma nel 2007 lo storico divario si riapre, poiché allo stallo sostanziale che si registra nel mercato europeo (+2%) si contrappone il netto aumento (+35%) nel Nord America, dove vengono sfondati i 100 miliardi di dollari investiti. Ciò sta a significare che, al di là della raccolta, il mercato americano nel 2007 è andato in generale decisamente meglio di quello europeo anche a livello d'investimenti: tuttavia, leggendo attentamente il dato, occorre sottolineare che dei circa 107 miliardi di investimenti compiuti oltreoceano nel 2007, il 6% è rappresentato da operazioni di *venture capital*, che in Europa contano invece per circa la metà (3%). Non è una considerazione di poco conto, poiché sta a significare che il finanziamento dell'avvio ha nel Nord America un peso molto importante sull'attività del private equity nel suo complesso, molto più di ciò che avviene in Europa, né potrebbe essere altrimenti data l'importanza che la tecnologia ha nel sistema economico americano.

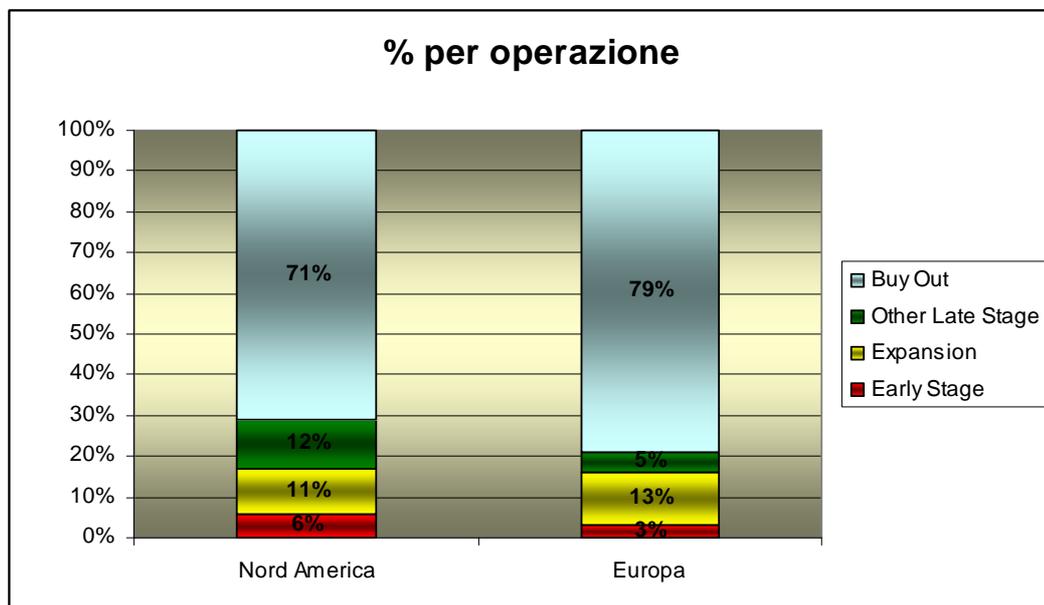


Figura 22: *Peso percentuale tipologia di operazione sul totale degli investimenti nel 2007.*
Fonte: PWC Global Report 2008

Come si può notare, in Europa il *buy out* ha avuto nel 2007 un'importanza relativa superiore rispetto al Nord America, ma in termini di valori assoluti la situazione cambia: solo nel 2004 e nel 2006 il valore dei *buy out* europei è stato superiore a

quello americano, mentre in tutti gli altri periodi l'importo totale di questo tipo di operazioni è stato maggiore oltreoceano.

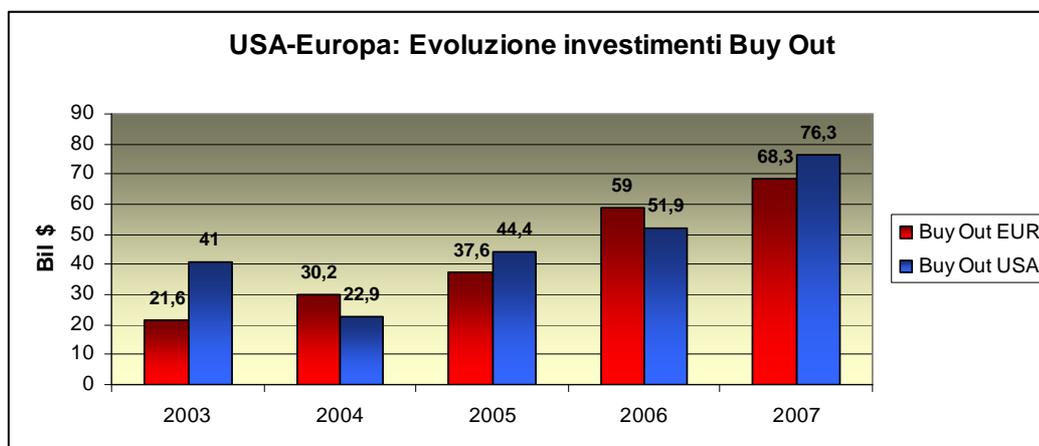


Figura 23: Investimenti in buy out a confronto. Fonte: PWC Global Report 2008

Vale la pena sottolineare che l'America, come e più dell'Europa, si è resa protagonista di un cospicuo numero di *deal* di dimensioni elevate, anche qui sospinti dalle stesse condizioni ambientali (capitali a disposizione, tassi bassi, forte concorrenza nel settore, alti multipli in entrata) che ne hanno favorito lo sviluppo in Europa: analizzando i settori coinvolti, si vedrà tra breve qualche operazione degna di nota tra le maggiori, in molti casi di valore ben superiore ai 300 milioni indicati dall'EVCA come valore soglia dei *mega deal*.

Molto importante rimarcare, perché esplicativo del momento, l'aumento dei prezzi pagati come multiplo dell'EBITDA, che ha raggiunto il 10x nel 2007, a fronte dell'8.6x dell'anno prima e del 9.1x dell'Europa¹²⁰. Come si vedrà successivamente infatti, il dato relativo ai prezzi pagati per le acquisizioni è una delle cause più dirette del crollo del mercato del *buy out* nel 2008, da associare naturalmente al cambiamento in negativo delle condizioni finanziarie legate ai prestiti.

Un'ultima annotazione di carattere metodologico. Questa messe di dati e valori, che potrebbe sembrare ad una prima lettura abbastanza fine a se stessa, ha lo scopo invece di mostrare delle differenze che, in termini analitici, contano: come si è potuto notare, ciò che emerge è che mentre il mercato europeo nel 2006 aveva

¹²⁰ Dati PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008

registrato un vero e proprio boom delle operazioni, superando addirittura per la prima volta nell'ultimo decennio gli Stati Uniti, il primissimo impatto della crisi ha colpito molto meno questi ultimi, che hanno continuato a crescere in maniera decisa, mentre l'Europa si è attestata sui valori del 2006.

Questo trend ha, come detto in parte parlando della raccolta, due possibili spiegazioni: o le operazioni principali del 2007 negli USA sono avvenute nel primo semestre e quindi i contraccolpi delle prime incertezze autunnali sono stati assorbiti dal dato positivo dei mesi precedenti, o effettivamente il mercato americano ha subito i primi effetti della crisi globale solo a partire dal 2008, rimanendo ancorato all'andamento positivo dei propri fondamentali. Anche in questa chiave di lettura potrebbe sottostare la maggiore maturità del mercato, che potrebbe aver metabolizzato la situazione nel suo divenire senza farsi prendere dal panico ai primi segnali negativi: sembra però una spiegazione piuttosto debole, non solo perché in realtà dai primi mesi di crisi è stata colpita molto di più l'America dell'Europa, ma anche perché non sembra plausibile attribuire tutto questo peso a quello che alla fine dei conti è un semplice effetto reputazione, dato che il mercato europeo vale ormai quello statunitense sotto più punti di vista. In definitiva, queste pur non irrilevanti differenze in termini di volumi sembrano doversi riferire più a fisiologiche disparità strutturali (almeno nel caso della raccolta) o a una diversa allocazione temporale degli investimenti (sia per il *fund raising* che per gli investimenti), che al diverso grado di maturità dei due mercati, il quale può avere avuto indubbiamente un suo ruolo, tuttavia valutabile *cum grano salis*.

2.2.3 Italia

Vale la pena condurre un approfondimento a proposito dell'Italia, non solo per considerazioni facilmente intuibili, ma soprattutto per l'importanza di un mercato che da anni occupa stabilmente una delle cinque prime posizioni in Europa, sempre a distanza da Francia e Regno Unito, ma tendenzialmente in linea con Spagna e Germania.

Preliminarmente, occorre fare un distinguo metodologico a proposito dei dati che vengono utilizzati per le analisi, in quanto le due principali fonti dalle quali è più agevole attingere informazioni, cioè l'AIFI e il Private Equity Monitor (PEM)¹²¹, usano metodologie statistiche differenti, che possono dunque condurre a risultati in parte discordanti: in particolare, il PEM non include né le operazioni di *follow on*, cioè quelle in cui gli operatori di private equity intervengono sul capitale di società già presenti nei loro portafogli, né le varie forme di *venture capital*, che invece vengono censite dall'AIFI. Si può dunque dire che, mentre il PEM si concentra essenzialmente sulle nuove operazioni di *buy out* ed *expansion* effettuate ogni anno, quella dell'AIFI è comprensibilmente una visione molto più d'insieme ed "istituzionale", ma per certi versi anche da prendere con il dovuto grado di analiticità.

Come sempre, si inizierà l'analisi spendendo qualche riflessione relativamente alla raccolta, che è considerabile come un indice del sentimento degli investitori nel confronto del settore e del Paese di riferimento: nel 2007 in Italia gli investitori in private equity hanno apportato risorse per oltre tre miliardi di euro, in aumento rispetto al 2006 (+33%, lo 0,2% circa del PIL), quando si era arrivati a quota due miliardi, con un impennata del 69% in più rispetto al 2005¹²². Dell'importo relativo all'anno 2007, più del 75% proviene dall'attività di raccolta indipendente, mentre ha un peso comunque non trascurabile la raccolta dei fondi

¹²¹ Si tratta del primo Osservatorio italiano sul private equity, istituito presso l'Università LIUC Carlo Cattaneo a Castellanza (VA) e guidato da Roberto Del Giudice, più volte citato nel presente lavoro.

¹²² Dati AIFI.

captive, pari a 516 milioni di euro, il 18% del totale, ma in netto calo rispetto all'anno precedente.

Restringendo il campo alla sola raccolta indipendente, le banche hanno aumentato il loro peso percentuale, passando dal 22% al 26%; limitato rimane invece in Italia il ruolo dei fondi pensione, date le caratteristiche del sistema previdenziale nazionale (sia come masse a disposizione, che per i vincoli normativi). Non trascurabile, né potrebbe essere altrimenti, è il peso delle fondazioni bancarie, agevolate da una normativa favorevole e storiche casseforti delle banche italiane; al primo posto nella raccolta permangono comunque i fondi di fondi, che dal 2006 hanno sorpassato le banche (come accaduto anche in Europa), tradizionalmente i principali sottoscrittori di fondi di private equity e *venture capital* in Italia. Da segnalare anche che il peso dei mercati dei capitali è piuttosto limitato, come era lecito aspettarsi in un contesto come quello nazionale contraddistinto da difficoltà di vecchia data ed essenzialmente banco – centrico.

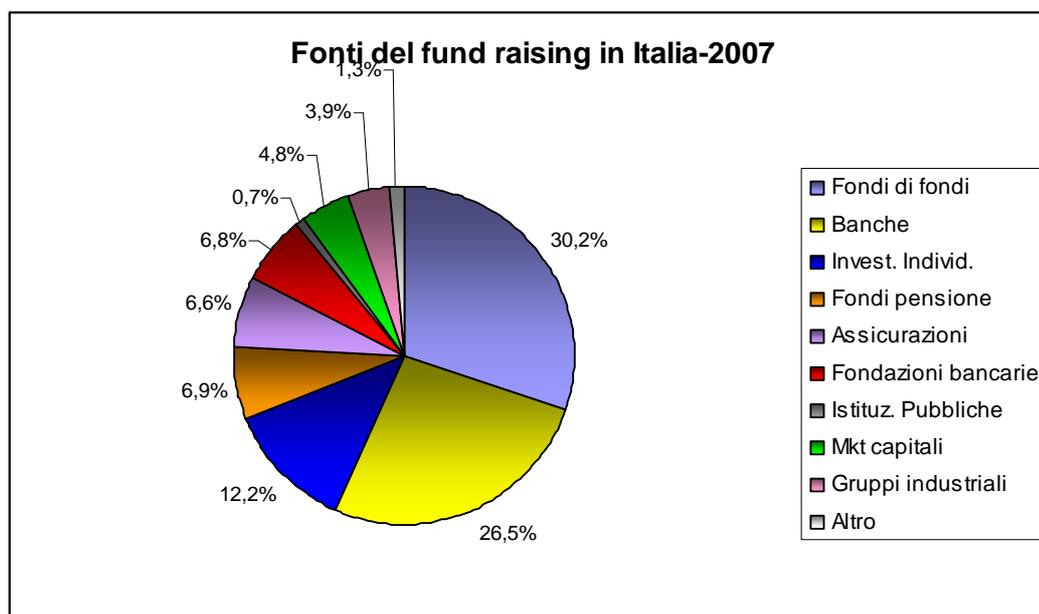


Figura 24: *Peso degli investitori sulla raccolta in Italia nel 2007. Fonte:AIFI*

Gli investimenti in Italia tra il 2005 e il 2007 hanno mostrato un andamento crescente, pur a diverse velocità: nel 2006 sono stati investiti circa 3,7 miliardi di euro (0,25% del PIL nazionale), il 22% in più rispetto al 2005, mentre nel 2007 è stato di poco superato il limite dei 4 miliardi (0,26% del PIL), con un tasso di crescita annuale praticamente dimezzato rispetto all'anno precedente (12%);

infatti, sono solo 10 le operazioni in più effettuate nel 2007 rispetto al 2006, passando da 292 a 302 interventi. Come si può vedere dall'incidenza degli investimenti sul PIL nazionale, il peso del private equity nell'economia italiana è abbastanza limitato rispetto agli altri Paesi europei¹²³, eccezion fatta per la Germania, cosa che si spiega facilmente guardando alle dimensioni del PIL tedesco, tra i più alti del mondo.

Il dato aggregato fornito dall'AIFI sugli investimenti include tutte le tipologie di operazioni, ma il peso dell'*early stage* in Italia è, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, abbastanza importante numericamente: si sta parlando infatti di 66 milioni di euro investiti in 88 operazioni nel 2007 (taglio medio di ciascun *deal* pari a 1,3 milioni di euro), un dato in aumento pari al 29% del numero delle operazioni effettuate¹²⁴, per lo più da soggetti di emanazione pubblica statale e/o regionale, il che conferma le storiche difficoltà italiane nell'investimento privato in questo segmento.

Più interessante soffermarsi sul *buy out* e sull'*expansion*: entrambi seguono la tendenza europea come controvalore delle operazioni, aumentando il primo tra il 2006 e il 2007 e diminuendo invece il secondo. Lo scenario cambia invece guardando al numero dei *deal* effettuati: le operazioni di *expansion* sono in realtà cresciute nel periodo considerato, quelle di *buy out* diminuite.

¹²³ Per i dati degli altri Paesi europei, si rimanda al paragrafo 2.2.1.

¹²⁴ Dati AIFI.

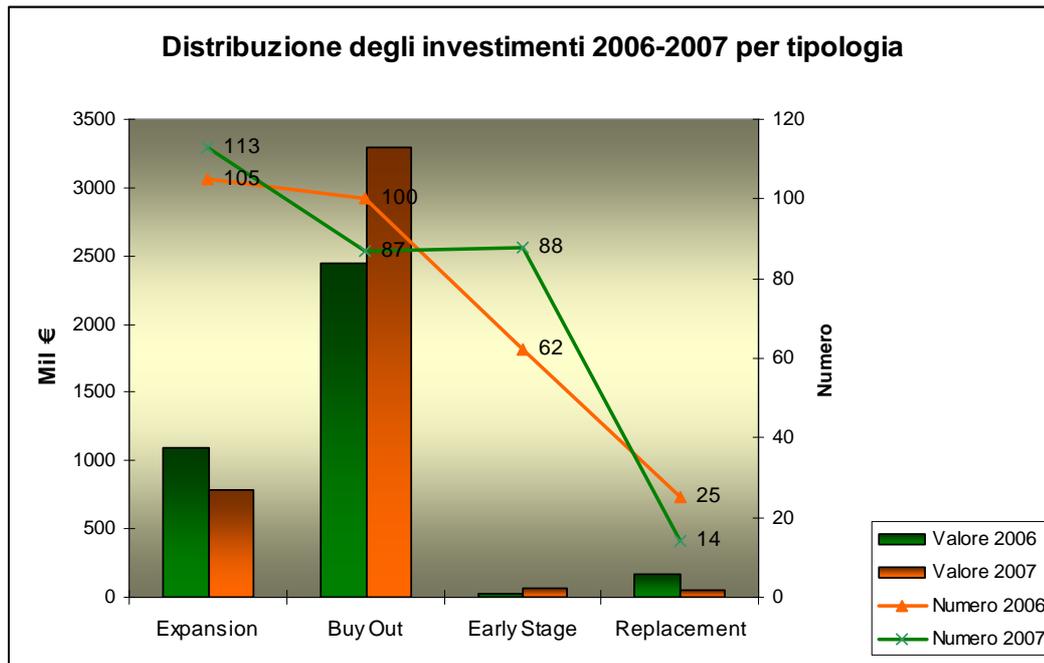


Figura 25: Distribuzione investimenti in Italia per tipologia. La spezzata che rappresenta il numero dei deal effettuati non va interpretata in chiave tendenziale. Fonte: AIFI

Dal grafico soprastante, è possibile notare che il finanziamento allo sviluppo in Italia è da molti anni il più rilevante *stage* operativo numericamente, il che si spiega anche con le caratteristiche dimensionali e settoriali dell'imprenditoria del nostro Paese, dove circa il 75% delle operazioni complessive riguarda le piccole e medie imprese¹²⁵. La conseguenza di tutto ciò è che il taglio medio delle operazioni di *buy out* è aumentato parecchio rispetto al 2006 (38 milioni contro 24), quando il dato rilevante era stata invece proprio la tendenza a fare *small buy outs*: sostanzialmente, si sono fatte meno operazioni, proprio come in Europa, ma di taglio maggiore, tanto che l'ammontare di capitale investito nel particolare segmento dei *large e mega deal* è aumentato del 58% nei volumi, passando da 1,3 miliardi a 2,1 miliardi e del 6% come numero di operazioni. Accade esattamente l'opposto, ovviamente, con l'*expansion*. Nulla di strano dunque rispetto alle tendenze internazionali: con proporzioni ovviamente del tutto differenti, il trend del 2007 è stato anche in Italia quello dei *mega deal*. Non è dunque una questione solo di caratteristiche delle imprese target e della loro dimensione, ma soprattutto di condizioni ambientali per assumere debito: è questo il vero dato rilevante.

¹²⁵ Dato AIFI, considerando le PMI sia per classe di fatturato, che per numero di dipendenti.

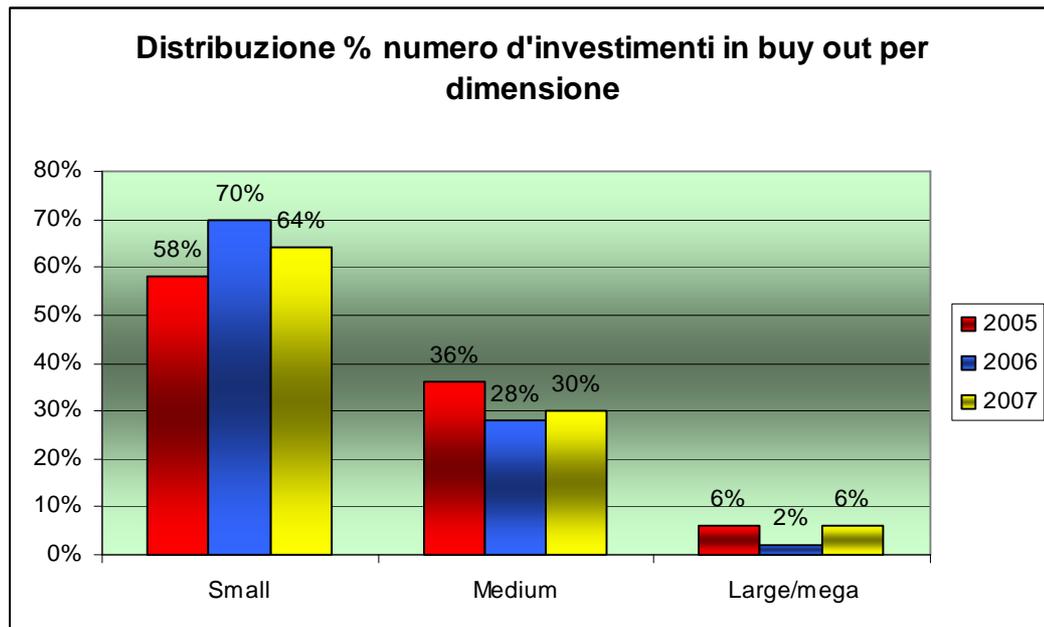


Figura 26: Distribuzione % numero d'investimenti in buy out per dimensione. Fonte: AIFI

Infatti, relativamente alla classe dimensionale delle operazioni di maggioranza, un dato molto importante è quello della leva finanziaria utilizzata in ciascuna operazione di *buy out*: in teoria, ci si dovrebbe aspettare un aumento del quoziente di indebitamento al crescere della dimensione del *deal*, ed in effetti è questo che accade. A fronte di un dato medio, per il 2007, di 1.8 del rapporto debito/equity, il *range* varia infatti dall'1.6 delle operazioni *small* al 2.2 delle *large/mega*: parallelamente, si osserva che i prezzi pagati per le acquisizioni, intesi come multiplo dell'EBITDA, sono aumentati dal 5.8x del 2005 al 7.1x e 7.5x del 2006 e 2007, coerentemente con l'aumento della dimensione e del livello di indebitamento.

Cambiando l'ottica dei dati, e facendo dunque riferimento a quanto elaborato dal PEM, che oltre alle considerazioni già svolte sul *follow on*, non considera investimenti di emanazione pubblica/regionale, né le operazioni di *venture capital*, lo scenario muta, ma solo parzialmente. Da questi dati si deduce che in Italia nel 2007 prevalgono le operazioni di *buy out*, 66% del totale, mentre le operazioni di *expansion* rappresentano il 24% del totale¹²⁶. Un peso di gran lunga

¹²⁶ Rapporto Private Equity Monitor 2007.

inferiore hanno le operazioni miranti al *replacement* degli azionisti e quelle di *turnaround*, che complessivamente rappresentano il 10% delle operazioni.

Il prevalere dei *buy out* rispetto alle altre tipologie di intervento rappresenta, secondo il PEM, la conferma che molte realtà industriali del nostro paese necessitano di mutamenti radicali nella proprietà, nel management, nelle strategie operative e dunque la disponibilità di capitali di rischio e di *know-how* manageriale diventa lo strumento principale per accelerare questo processo¹²⁷. La crescita dei fenomeni di *buy out* riflette inoltre il fatto che molte imprese medio - piccole e medio - grandi devono affrontare il problema del ricambio generazionale: la presenza del private equity facilita tale passaggio di mano, sia ai manager, sia tramite il subentro di famiglie e/o azionisti esterni. Il PEM ha rilevato che il 50% delle operazioni di *buy out* realizzate in Italia tra il 1998 e il 2005 sono state originate da imprese familiari che hanno optato per il sostegno da parte di un investitore istituzionale in capitale di rischio (canale *Family & Private*), contro il 24% rilevato dal *Centre for Management Buy Out Research* (CMBOR) per l'Europa nello stesso orizzonte temporale di riferimento¹²⁸. Relativamente al livello di indebitamento delle operazioni, infine, il PEM conferma sostanzialmente il dato AIFI, rilevando tuttavia un calo del rapporto debito/equity da 2.9 a 1.8, frutto secondo l'Osservatorio dei primi mutamenti sui mercati, cui tuttavia non corrisponde un calo nel *buy out*.

Quanto è stato appena detto a proposito dell'Italia dovrebbe aver fatto chiaramente comprendere alcuni punti essenziali: in primis, le peculiarità del nostro sistema economico, che si presta molto bene sia agli interventi di maggioranza (specie nell'ambito del ricambio generazionale), che a quelli di minoranza (per le caratteristiche dell'imprenditoria nazionale). Emerge poi una certa linearità, pur con proporzioni completamente diverse, rispetto a quanto osservato a livello internazionale in termini di andamento di raccolta (con differenze nelle fonti) e investimenti. Le medesime sono anche le cause di tale sviluppo: si vedrà poi, nel corso del terzo capitolo, quanto diverso sia invece stato il 2008 italiano rispetto a quello nel resto del mondo.

¹²⁷ E. Pontarollo, M. Casè, *Il private equity e l'industria italiana*, L'industria, n.4 2007

¹²⁸ R. Del Giudice, P. Papilj, *Il mercato italiano del private equity: caratteristiche e dimensioni*, in Amministrazione e Finanza, 2007

2.3 I principali settori coinvolti nelle operazioni: cause ed evoluzione

Si è più volte sottolineato come l'industria del private equity si caratterizzi per interventi nel capitale di rischio delle imprese nei più svariati settori, applicando di volta in volta la tipologia di operazione più adatta all'azienda target. Si è anche ribadito in numerose occasioni che società appartenenti a settori diversi possono necessitare di interventi diversi, dunque è opportuno soffermarsi ad analizzare in maniera più approfondita quali siano le *industry* più appetite dai private equity e per quali motivi, spostando talvolta il focus dall'attività in sé, per compiere considerazioni sulle tendenze anche attuali e future dei vari mercati di riferimento: si prenderà dunque prima in esame ciò che è avvenuto tra il 2006 e il 2007, spendendo qualche riflessione su alcune delle operazioni più importanti a livello internazionale, per poi andare oltre, valutando gli scenari che si presentano nell'immediato. Trattandosi di trend abbastanza simili a livello internazionale, si prescindereà dall'analisi geografica, per fornire poi qualche riflessione ulteriore su ciò che è accaduto nel mercato italiano, anche con l'ausilio di una schematizzazione che riassume le principali operazioni avvenute in Italia tra il 2006 e il 2007.

Si può iniziare quest'analisi osservando la distribuzione settoriale delle operazioni nel 2006: in effetti, come normalmente avvenuto in passato, si è osservata una decisa tendenza alla specializzazione in certi settori industriali da parte del private equity, in particolare per quanto riguarda le imprese piccole e medie, che coprono la pressoché totalità dei business esistenti in ogni parte del mondo, mentre non si può dire lo stesso delle imprese di grandi o grandissime dimensioni, che sono spesso concentrate negli Stati Uniti o in pochissimi Paesi europei e gestiscono business con caratteristiche tali da prestarsi all'espansione dimensionale (energia, costruzioni, telecomunicazioni e media su tutte).

Guardando al numero delle operazioni di *buy out* compiute a livello globale nel 2006, Ernst & Young ha rilevato la situazione presentata nel grafico che segue ¹²⁹:

¹²⁹ Ernst & Young, *Private Equity: 2006 Year in Review*, op. cit.

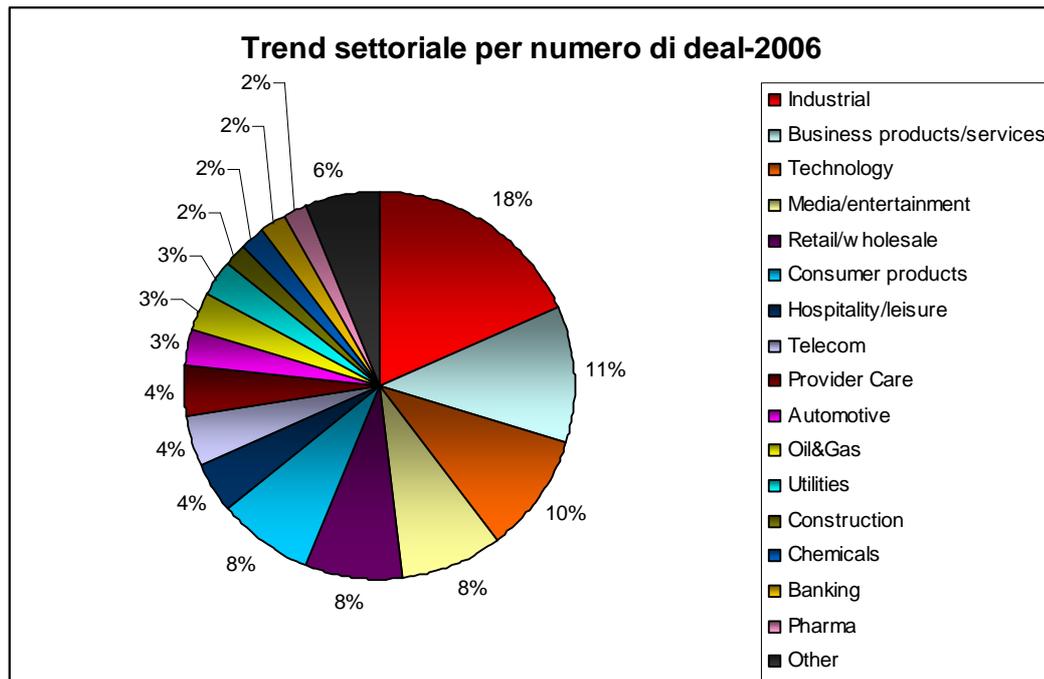


Figura 27: Trend settoriale per numero di deal-2006. Fonte: EY

Come si può notare, i settori coperti sono tra i più vari: questo dato è molto importante, perché ai fini dell'analisi è ben diversa la significatività di un settore in termini di operazioni effettuate, rispetto al loro controvalore. Si scoprono infatti tendenze molto interessanti: anzitutto, ad un primo sguardo si evince che praticamente tre comparti coprono da soli il 40% delle operazioni: si tratta del settore industriale, della produzione di beni e servizi per le imprese, e della tecnologia. Quest'ultimo dato è particolarmente interessante, perché smentisce la diffusa credenza che gli investimenti in tecnologia siano oggetto prevalente dei fondi di *venture capital*: ancora una volta, vale la pena sottolineare che esiste tecnologia e tecnologia. Il carattere innovativo, se vogliamo rivoluzionario, di certe idee o invenzioni va spesso di pari passo con difficoltà nella nascita o nell'operatività dell'impresa innovatrice: per questo esiste il finanziamento all'avvio. Tuttavia, quello della tecnologia è un universo vasto, che comprende numerosi segmenti, in grado di prestarsi molto bene agli interventi di maggioranza, come si vedrà a breve. È d'obbligo rimarcare anche che il ridotto peso percentuale dei comparti energetici e della salute va di pari passo con la grande dimensione delle operazioni in questi settori, peraltro da sempre molto apprezzati dagli operatori.

Si propongono ora, come già anticipato, alcuni approfondimenti relativi ai principali settori industriali d'intervento del private equity, utili non solo all'analisi delle tendenze d'intervento degli operatori, ma anche ai fini di una piena visione dei rispettivi ambienti di riferimento, che nel corso degli ultimi tre anni hanno subito in alcuni casi delle modifiche sostanziali.

Prodotti e servizi industriali

Come detto, una notevole fetta della distribuzione settoriale è coperta dal comparto industriale, solitamente uno dei settori più attrattivi per le operazioni di *buy out*, anche se considerato storicamente abbastanza ciclico perché lega il suo andamento a quello dei tassi d'interesse e, comunque, al trend economico generale: è chiaro che se ci si trova in una fase caratterizzata da bassa produzione, quello industriale è un settore in cui si fa molta difficoltà. Resta comunque uno degli storici comparti d'intervento del private equity, prevalentemente per le sue caratteristiche di base, che vanno al di là della ciclicità di molti business:

- Possibilità di significativi miglioramenti in termini di efficienza produttiva;
- Sfruttamento di economie di scala (grazie al livello dei costi fissi, spesso notevole) e di scopo, che consentono di abbassare il costo per unità di prodotto e aumentare volumi e/o marginalità;
- Nell'arco del normale periodo d'investimento di un fondo, esiste di solito una relativa stabilità della durata dei contratti in essere per le società industriali, che consente la continuità della produzione e quindi dei flussi di cassa;
- In molti dei business che costituiscono il settore, la stagionalità della produzione è relativamente bassa, il che alimenta la costanza dei *cash flow*;
- A livello internazionale, è in atto da anni una decisa tendenza all'*outsourcing*, con l'ovvia conseguenza dell'aumento dei volumi di operatività;

Tuttavia, al di là di queste imprescindibili considerazioni, va anche aggiunto che probabilmente la definizione di settore industriale, o comunque dei prodotti e

servizi per le imprese (soprattutto di contabilità, IT e fiscali, che sono progrediti parecchio negli anni addietro, seguendo la tendenza all'esternalizzazione che si è appena accennata) è abbastanza ampia: l'*industry* si presenta infatti come molto variegata, non mancando business tipicamente anticiclici al suo interno e soprattutto cicli di diversa lunghezza relativamente ai prodotti sviluppati. Il punto, come per ogni classificazione, è che forse occorre andare ad indagare a livello di singolo business, anche perché molti sfuggono all'inclusione settoriale rigida e le conseguenti considerazioni sulla più o meno elevata ciclicità lascerebbero a quel punto il tempo che trovano.

Tecnologia

È interessante notare che il 2006 ha visto numerose operazioni riguardanti il comparto tecnologico, settore considerato solitamente instabile e, questo senza dubbio, notevolmente ciclico, come ha anche dimostrato la bolla internet del 1999-2000. D'altra parte, ciò vuol dire che effettivamente il buon andamento dell'economia nel 2006 ha portato ad investire in un settore fortemente correlato, data l'elevata domanda per maggiori funzioni e applicazioni IT da parte delle imprese: in particolare, ci sono stati numerosi *deal* nel sub-segmento dei semiconduttori, forse uno dei più esposti al ciclo economico, come testimonia l'affare Freescale Semiconductor (nata nel 2004 come *carve-out* della divisione semiconduttori della Motorola), acquisita nel settembre 2006 dai fondi Blackstone, Carlyle, Permira e Texas Pacific Group per circa 17 miliardi di dollari.

La tendenza, prima che la crisi rimettesse in discussione tutto (tanto che la stessa Freescale ha chiesto alle banche finanziatrici un'estensione della *maturity* dei suoi ingenti debiti), era positiva, dato il forte consolidamento in atto nel settore e i conseguenti *carve-out* delle grandi aziende tecnologiche notevolmente diversificate: tuttavia, benché le operazioni nel settore fossero e sono tuttora gestite e soprattutto valutate decisamente più prudentemente di quanto non avvenisse prima della bolla speculativa (e del Sarbanes-Oxley Act, almeno per il mercato USA che è certamente il più importante per l'high-tech), va ribadito che questa industria è forse una di quelle più soggette a tutte le possibili discontinuità

che si erano delineate nel primo paragrafo di questo capitolo. Su tutte, quella che presenta la tendenza a cambiare più velocemente, al di là ovviamente delle modalità tecniche, è la dinamica dei modelli di business, che nell'high-tech mutano frequentemente e rapidamente e rendono obsoleto ciò che fino a poco tempo prima sembrava inattaccabile: internet e l'industria dei software in particolare sono i sub-segmenti che ne sono più soggetti.

Media ed entertainment

Un dato che può essere interessante approfondire è quello relativo all'industria dei media e dell'*entertainment*: attualmente, se esiste un settore che è nella più incerta delle fasi di transizione è proprio questo. Considerato tendenzialmente e storicamente ciclico (anche se poi spesso i dati relativi ai periodi di recessione hanno smentito questa teoria, poiché alcune forme di *entertainment* a buon mercato, come il cinema, attirano sempre la domanda nelle crisi economiche), ha convogliato nel 2006 l'8% delle operazioni (sempre in numero), guidate dal *mega deal* di Apollo e Texas Pacific, che hanno acquisito per 27 miliardi di dollari la più grande catena di hotel/casinò del pianeta, Harrah's Entertainment, che a Las Vegas gestisce, tra gli altri, il celeberrimo Caesar's Palace. L'operazione, pagata interamente con *cash*, si è dimostrata alla prova dei fatti tutt'altro che un successo: per dare un'idea, nel marzo del 2009 i *credit default swap* hanno scontato una probabilità di default del 95% per Harrah's, che tuttavia ha ridotto nei primi sei mesi dello scorso anno il proprio indebitamento del 15%, a circa 20 miliardi, emettendo nuove *notes* con una *maturity* più lunga¹³⁰; anche Blackstone inoltre, che aveva acquisito da Apollo una quota di Harrah's, ha avuto non pochi problemi con questo investimento, decidendo alla fine di svalutare del tutto la sua partecipazione.

L'andamento di questo affare di enormi dimensioni dimostra ancora una volta che negli anni d'oro dell'attività sono state compiute molte operazioni che alla fine dei fatti si sono rivelate sopravvalutate (soprattutto per effetto dell'elevata competizione tra i fondi per le operazioni), per di più finanziate con un indebitamento tale da poter essere molto difficilmente, per non dire affatto,

¹³⁰ The New York Times, *Apollo increases its bet on Harrah's*, dicembre 2009

sostenuto una volta che gli scenari del mercato si sono rovesciati: naturalmente, neppure i più esperti e accorti tra gli operatori potevano prevedere (anche questo non è comunque del tutto vero) quanto sarebbe di lì a poco accaduto, ma multipli in entrata elevati e debito di finanziamento ingente restano due fatti assolutamente innegabili del mercato recente.

Al di là di ciò che è avvenuto, il settore dei media presenta oggi delle prospettive di totale incertezza, in parte legate alla crisi dell'editoria, nonché al ruolo delle nuove tecnologie e all'universo dell'*advertising* sul web a prezzi stracciati, la vera rivoluzione lanciata da Google: resta una scommessa e un'incognita sia la scelta di News Corporation di offrire i propri servizi web a pagamento, in un mondo dominato dal *free* e non più disposto a pagare per fruire dell'informazione, sia la correlata nascita di dispositivi (iPad e quant'altro) per fruire di tali servizi in mobilità, che d'altra parte sembra essere il vero futuro di questo settore, come hanno dimostrato Apple e l'universo dei videogames. Tutto ciò per dire che probabilmente le stime che erano state fatte nel 2006 e nei primi mesi del 2007, riguardo alla *industry*, si sono rivelate come minimo azzardate da parte degli operatori di private equity: basandosi probabilmente sull'idea di un settore ancora perfettamente controllabile e dalle caratteristiche ideali, l'esplosione del concetto del *free* e del mondo amatoriale ha scardinato le certezze nel comparto, che a oggi presenta degli sviluppi difficilmente prevedibili¹³¹.

Beni di consumo e retail

Relativamente al settore del *retail* e dei beni di consumo in genere, aggregati hanno rappresentato nel 2006 circa il 16% delle operazioni: anche qui, trattandosi di un'industria estremamente eterogenea in cui si inserisce di tutto, considerarlo come normalmente si fa un settore anticiclico potrebbe essere fuorviante. Tuttavia, è sempre stato un comparto molto appetito dagli operatori, specialmente per il *buy out*: questo perché, oltre ad una certa solidità nei flussi di cassa (ma molti business presentano comunque una certa stagionalità), in particolare in alcuni segmenti come quello alimentare o dei prodotti per la casa, molti *retailers* possiedono *assets* utilmente cedibili sul mercato (per lo più immobili civili) su cui

¹³¹ Cfr. C. Anderson, *La coda lunga: da un mercato di massa ad una massa di mercati*, Codice Edizioni, 2008

fare affidamento per le operazioni di LBO. Questa considerazione è suffragata dal dato che nel 2006 il multiplo medio del debito sull'EBITDA è salito fino a 6.7x in questo settore¹³²: inoltre, come per l'industria della tecnologia, molte grandi società, specialmente negli Stati Uniti, hanno creato buone opportunità per gli investitori attraverso la cessione di brand secondari, specialmente nel segmento alimentare e in quello dell'elettronica di consumo. Questa tendenza alla focalizzazione dei grandi gruppi diversificati sarà peraltro una sicura caratteristica del mercato per gli anni a venire, il che potrà generare numerose opportunità vantaggiose anche in imprese o rami d'azienda di dimensioni ridotte, più facilmente gestibili sotto il profilo finanziario con condizioni di mercato come quelle attuali, nonché dalle prospettive di redditività meglio raggiungibili.

Real estate e infrastrutture

Dati fortemente discordanti nel tempo ovviamente per due settori come il *real estate* e le infrastrutture. Il primo, senza ombra di dubbio ciclico, nel 2006 aveva osservato un periodo di grande crescita nel sub-segno degli uffici commerciali, culminato con il *mega deal* di Equity Office Properties Trust, acquistata all'inizio del 2007 per la cifra record di 39 miliardi di dollari da Blackstone. Con questa somma venne stabilito il nuovo record di operazione più grande di sempre che, fino a quel momento, spettava a KKR con l'affare HCA, catena di ospedali e sanità acquisita per 33 miliardi¹³³. A poche settimane dall'acquisizione di Equity Office Property, Blackstone aveva già dismesso immobili per complessivi 14,55 miliardi, riuscendo così a dimezzare il debito assunto in occasione della scalata. Lo scoppio della bolla immobiliare e il conseguente crollo del mercato del *real estate*, in particolare quello ad uso commerciale che naturalmente ha subito e sta tuttora subendo contraccolpi notevoli, ha reso tuttavia le operazioni in questo settore veramente problematiche, mettendo in difficoltà molti fondi specializzati soprattutto nell'attività di *trading*, che poi è quella che genera gran parte dei profitti; sicuramente, anche perché è stato uno dei detonatori della crisi, quello del *real estate* è tra i settori che hanno subito i maggiori effetti

¹³² Dati Ernst & Young, in *Private Equity: 2006 Year in Review*, op. cit.

¹³³ Entrambi i record sarebbero poi stati abbattuti dall'acquisizione di TXU da parte di KKR e TPG.

negativi della crisi. Tuttavia, non vanno sottovalutate le opportunità che si schiudono nei mercati emergenti, Cina e India in particolare, dove la domanda per immobili nei grandi centri urbani è in costante aumento: ciò conferma che anche quando si tratta di business molto difficili da gestire nei momenti di crisi, i nuovi mercati offrono delle possibilità altrimenti inesistenti, circostanza che contribuirà ad accelerare l'ingresso dei fondi in queste nuove realtà, strategia questa non più rimandabile.

Le infrastrutture di pubblica utilità rappresentano per i governi nazionali invece il settore anticiclico per eccellenza (in ottica keynesiana naturalmente), una delle principali leve con cui manovrare la spesa pubblica nei periodi di recessione, anche se alcuni segmenti, ad esempio quelli legati alla logistica, sono legati positivamente all'andamento dell'economia. Nel 2006 le operazioni in questo ambito non sono state particolarmente importanti, eccetto l'acquisizione da parte di Macquarie di Thames Water Holdings, in Inghilterra, per 8 miliardi di sterline (15 miliardi di dollari), che volendo si potrebbe far rientrare nella categoria dell'energia, dato che si tratta di fornitura di acque. È comunque un settore che potrà rappresentare una forte opportunità con la crisi per il private equity: la sfida, una volta realizzato l'investimento, sarà quella di interfacciarsi con controparti che, nella stragrande maggioranza dei casi, sono di emanazione pubblica, con esigenze e tempistiche soprattutto completamente differenti da quelle dei fondi. Anche in questo settore, l'attenzione va posta su quanto accade nei Paesi emergenti, specie quelli di nuovissimo sviluppo, dove i governi nazionali hanno in programma ambiziosi programmi di rafforzamento infrastrutturale (specialmente gli Stati sudamericani e l'Africa del Nord). Il *trade - off* tra rischi ed opportunità rimane comunque molto difficile da discernere: numerosi affari possibili agendo al fianco di imprese che certamente necessitano di un supporto strategico, ma anche problemi innegabili nella cultura del business e soprattutto nelle prospettive di indebitamento pubblico di certe realtà, rischio piuttosto considerevole.

Infine, qualche ulteriore riflessione anche su due settori veramente importanti per l'attività di private equity, quello energetico (o *utilities* in generale) e l'*health care*. Entrambi caratterizzati da una correlazione bassa con il ciclo economico, coprono operazioni spesso imponenti nel valore. In effetti, guardando ai dati che ha fornito per l'Europa nel 2006 l'EVCA¹³⁴, il peso di ciascun settore rispetto al capitale che vi è stato investito è praticamente simile al dato sul numero dei *deal* a livello globale di Ernst & Young: dal grafico sottostante, si può notare che *health care* ed energetico rappresentano insieme in Europa circa l'11% degli investimenti, mentre come numero di operazioni arrivano a circa il 12%. Peraltro, come si può vedere mettendo a confronto i dati, le classificazioni che vengono effettuate sono leggermente diverse, poiché per esempio l'EVCA distribuisce il settore farmaceutico presumibilmente tra *health care*, *biotech* e *chemicals*, mentre nello studio compiuto da Ernst & Young fa categoria a sé e va sommato al *provider care*.

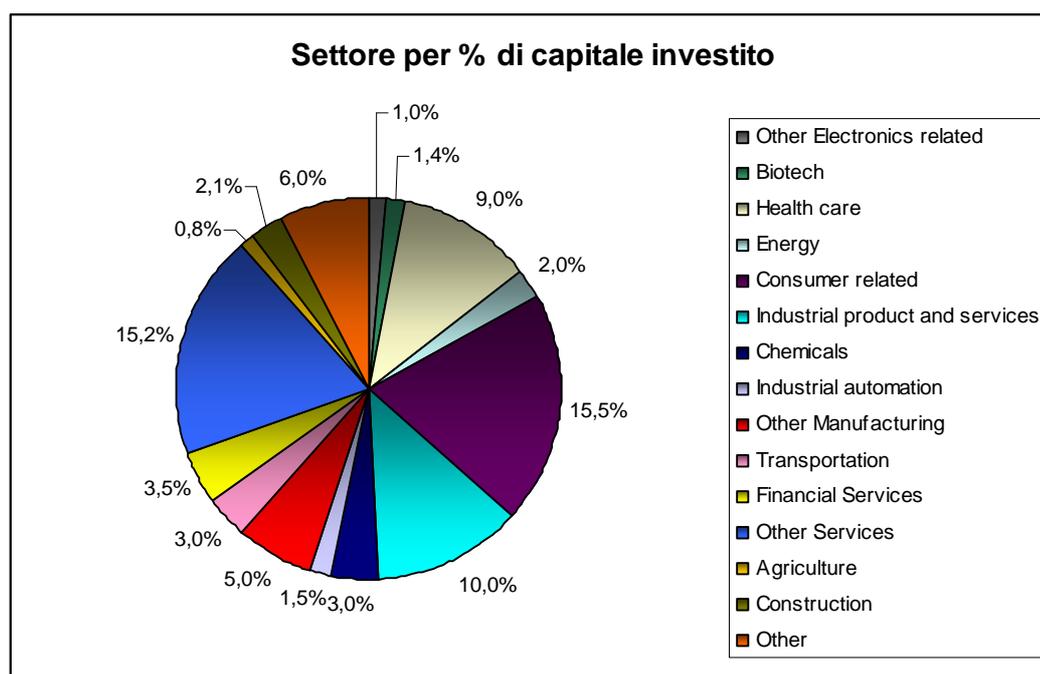


Figura 28: Distribuzione % per settore degli investimenti in Europa. Fonte: EVCA.

¹³⁴ Dati EVCA/PriceWaterhouseCoopers/Thomson Financial.

Energia

L'energetico, investimento di certezza e stabilità trainato in molti Paesi dal sistema degli incentivi (specie per le forme rinnovabili, ma in quel campo sono molto interessati anche gli operatori di *venture capital*), dagli elevati prezzi di petrolio e gas, nonché dalle tensioni politiche nel Medio Oriente, ha attratto notevoli masse di investimenti: due *deal* di dimensioni ragguardevoli in questo settore, cioè TXU e Kinder Morgan. L'acquisizione di TXU, la più importante società energetica texana, è stata realizzata nei primi mesi del 2007 da KKR e Texas Pacific Group (col sostegno di Goldman Sachs, Citigroup, Morgan Stanley e della defunta Lehman Brothers) per 45 miliardi di dollari, la cifra più alta mai registrata per un'acquisizione con indebitamento da parte di un fondo: molto interessante, tra le altre cose, il fatto che i due fondi si sono mossi con il consenso delle organizzazioni ecologiste, bloccando il precedente progetto della TXU di impiantare undici centrali per la produzione di carbone con tecnologie tradizionali, che sono le più economiche ma anche le più inquinanti. Alla fine, è stata prevista la costruzione di tre soli complessi a vecchia tecnologia, nonché un impegno per l'abbassamento delle tariffe al consumo e la riduzione del 20% delle emissioni di anidride carbonica: tutto ciò è stato fatto non tanto per cercare consenso presso l'opinione pubblica, quanto piuttosto perché evidentemente KKR e TPG hanno compreso per tempo che una delle principali sfide del futuro sarebbe stata la riduzione dell'impatto ambientale dell'attività delle imprese, soprattutto per il costo, non solo sociale, che questo comporta, e vedendo l'impegno che la nuova amministrazione Obama ha preso sul tema, sembrano aver avuto ragione.

L'operazione Kinder Morgan, società texana che si occupa del trasporto e immagazzinamento di gas e petrolio, ha invece coinvolto i fondi Carlyle, Riverstone e Goldman Sachs Capital Partners in un *management buy out* conclusosi nel maggio 2007 per 22 miliardi di dollari, di cui 7 di nuovo debito. Sul fronte delle energie rinnovabili, ancora protagonisti nel 2006 Carlyle e Riverstone (col suo fondo dedicato esclusivamente alle fonti rinnovabili, di nuova creazione), nell'acquisizione di Bottle Rock Power, società californiana di infrastrutture geotermali, e di United Cogen Fuel (cogenerazione da biomasse).

Health care

Quanto al settore dell'*health care*, il trend positivo segue naturalmente quello dell'invecchiamento della popolazione nel mondo occidentale, ed è supportato dalla copiosa attività di ricerca nel comparto biotecnologico e in quello farmaceutico; nondimeno, i cambiamenti che negli Stati Uniti comporterà la riforma della sanità saranno un *driver* di notevole importanza di cui tener conto, cui si legherà anche il settore assicurativo. Sicuramente va ascritto in questa categoria il *mega deal* di KKR e Bain su Hospital Corporation of America, la maggiore catena di ospedali e cliniche degli Stati Uniti, avvenuto nel 2006 per 33 miliardi di dollari: un'operazione notevole in un segmento, quello ospedaliero, dove stanno guadagnando molto terreno le strutture specializzate, che riescono ad ottenere i business più profittevoli. Almeno questo, comunque, è un business su cui si potrà fare conto anche nel futuro, difficilmente soggetto a transizioni forti nell'arco di un periodo d'investimento e in grado di produrre flussi di cassa stabili.

2.3.1 Focus sull'Italia: caratteristiche delle imprese target e principali operazioni

Si cercherà in questo paragrafo di offrire qualche spunto ulteriore analizzando i settori e le principali operazioni avvenute nel 2006 e nel 2007 in Italia, onde verificare se e dove esistono significative differenze con quanto invece rilevato a livello globale, date le peculiarità di un mercato, quello italiano appunto, dove alcune delle industrie oggetto delle grandi operazioni appena viste hanno uno sviluppo meno pronunciato. Ancora una volta, vale la pena ricordare che verranno considerati due differenti fonti per i dati: poiché questo lavoro si incentra sulle operazioni di private equity e non su quelle di *venture capital* (se non a fini di confronto e in alcuni dati aggregati), verrà dato più spazio alle statistiche del Private Equity Monitor, che come già sottolineato valuta solo interventi di *buy out* ed *expansion*.

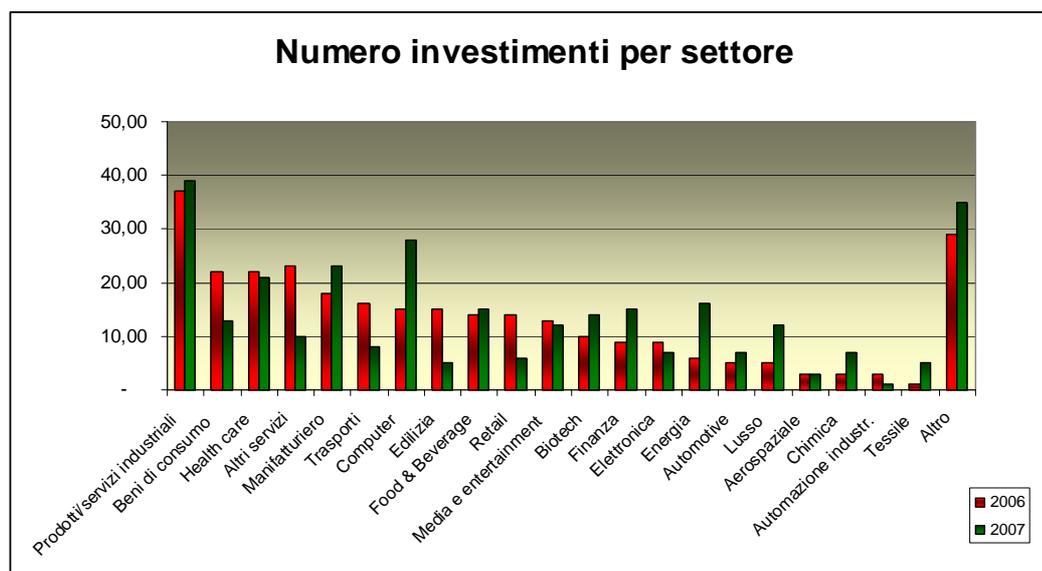


Figura 29: Italia - numero investimenti per settore a confronto 2006/2007. Fonte: AIFI

Come si può vedere dal grafico, secondo quanto rileva l'AIFI anche in Italia il settore prevalente è quello dei prodotti e servizi industriali, storicamente molto sviluppato nella nostra economia, mentre assume un peso molto rilevante nel 2007

il comparto che l'AIFI denomina computer¹³⁵, si potrebbe dire sorprendentemente, date le ben note difficoltà in cui versa l'high-tech italiano: va tuttavia rilevato che, sebbene ridotto nell'ammontare, proprio il numero degli investimenti in alta tecnologia è pari al 30% del totale (1/3 di questo 30% si riferisce ai computer), il che vuol dire che l'apporto dei fondi nel settore è realmente decisivo. Molti *deal* anche nel manifatturiero e nel lusso, altri storici punti di forza dell'economia nazionale, nelle biotecnologie (dove da qualche anno si stanno facendo significativi passi in avanti), nell'energia, sempre molto allettante per gli operatori di private equity (anche con i primi affari nel segmento delle fonti rinnovabili) e, a dispetto dei primi mesi di crisi di fine 2007, nel settore dei servizi finanziari.

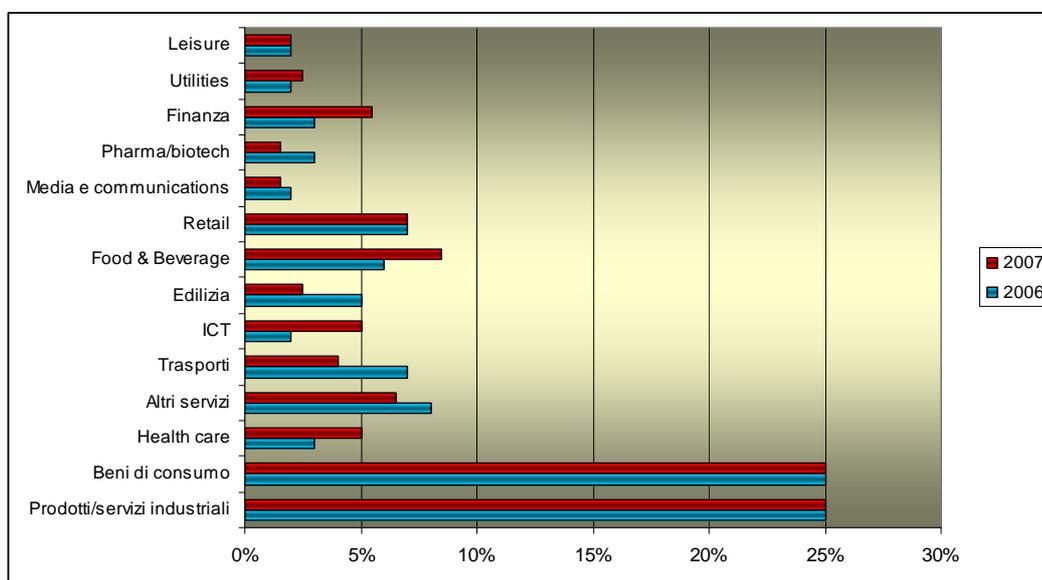


Figura 30: Distribuzione settoriale buy out ed expansion in Italia. Fonte: PEM

Analizzando le sole operazioni di *buy out* ed *expansion*, il quadro cambia parzialmente: beni di consumo e prodotti industriali coprono da soli la metà degli interventi, mentre la classificazione del PEM non considera il manifatturiero e il lusso come settori singoli; si presume che ciò che è ricompreso in queste categorie sia stato frazionato tra *consumer goods* e altri comparti. Di seguito viene proposto un grafico che mostra il peso percentuale sul PIL nel 2007 di ciascuno dei settori

¹³⁵ Si suppone che AIFI per computer intenda l'industria ICT in generale, soprattutto software e servizi.

individuati dal PEM, per meglio comprendere il ruolo delle differenti industrie sulla capacità di generare valore aggiunto a livello aggregato¹³⁶.

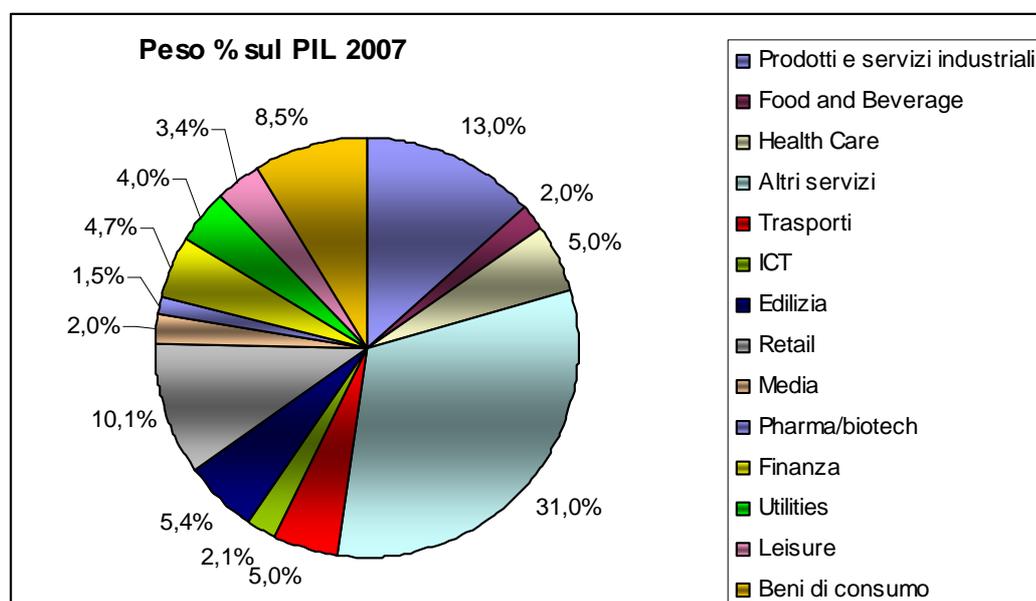


Figura 31: Peso percentuale settori su PIL 2007 in Italia.
Fonte: elaborazione propria su dati ISTAT.

Numerosi comunque i *deal* nei settori industriale e dei beni di consumo: alcuni dei principali vengono indicati nella tabella seguente che, come le altre che verranno poi proposte per gli altri settori, è costituita da due componenti, separate per comodità. Nella prima sono indicate le controparti dell'operazione e il tipo d'intervento, oltre che la quota acquisita; nella seconda parte della tabella vengono inserite invece alcune informazioni disponibili pubblicamente sull'operazione, quali settore d'attività, origine del *deal* e i dati su EBITDA ed *enterprise value* relativi all'anno dell'operazione, funzionali alla comprensione delle dimensioni della stessa¹³⁷:

¹³⁶ Nota metodologica: i dati utilizzati, presi dall'ISTAT, si basano su un valore del PIL nel 2007 in Italia, compreso delle imposte e calcolato a prezzi correnti, di 1544 miliardi di euro. Relativamente alla ripartizione tra i settori, il dato va completato col peso dell'agricoltura (1,8%), che non è stato considerato dal PEM e per coerenza analitica non incluso nel calcolo. Va inoltre sottolineato che l'ISTAT compie una classificazione del tutto diversa dei vari settori, dunque la trasformazione dai criteri ISTAT a quelli PEM è un'elaborazione personale, "limata" secondo criteri di omogeneità analitica.

¹³⁷ I dati forniti sono contenuti nei Rapporti annuali del Private Equity Monitor. EV e EBITDA si riferiscono all'anno dell'operazione, la percentuale è quella acquisita dal fondo.

Società Target	Acquirente	%	Anno	Tipo
Arena	BS Private Equity	100	2006	Buy Out
Azelis	3i	57	2006	Buy Out
Cifa	Magenta, Alpha, Intesa	53	2006	Buy Out
Cisalfa	Investitori Associati	67	2006	Buy Out
Comital-Salag	M&C	68	2006	Turnaround
Ducati	InvestIndustrial, BS	21	2006	Buy Out
Fiat Avio	Cinven	70	2006	Buy Out
Gruppo Lince	Bain	70	2006	Buy Out
Gruppo Pellegrini	21, Centrobanca	16	2006	Expansion
Gruppo Sympak	Italian Lifestyle	60	2006	Buy Out
La Gardenia	L Capital Management	70	2006	Buy Out
Lediberg	Sofipa	25	2006	Buy Out
Limoni	Bridgepoint Capital	70	2006	Buy Out
Pirelli Tyre	One Equity, Intesa	39	2006	Expansion
Zobebe	Doughty Hanson	70	2006	Buy Out
Alberto Aspesi	Investitori Associati	50	2007	Buy Out
Rocco Bormioli	Quadrivio	21	2007	Replacement
Conbipel	Oaktree Capital Mgmt	100	2007	Turnaround
Ferdinando Giordano	Private Equity Partners	84	2007	Buy Out
Gemeaz Cusin	Barclays	100	2007	Buy Out
Global Garden Prod.	3i	93	2007	Buy Out
Gruppo Argenta	Cognetas, Investitori Associati	100	2007	Buy Out
Intercos	Euraleo	40	2007	Buy Out
Metalcam	Clessidra	42	2007	Expansion
Rhiag	Alpha	100	2007	Buy Out
Targetti Sankey	3i	39	2007	Expansion
Trend Group	Cape Live	18	2007	Expansion
Valentino	Permira	100	2007	Buy Out

Società Target	Deal origination	Attività	EBITDA	EV
Arena	Secondary	Swimwear	8,8	55
Azelis	Secondary	Distrib. Chimica	37,1	315
Cifa	Family & Private	Macchinari	27,4	184
Cisalfa	Family & Private	Retail Art. Sport.	36	266
Comital-Salag	Family & Private	Alluminio	31	328
Ducati	Secondary	Moto	58,5	320
Fiat Avio	Secondary	Aereonautica	290	2550
Gruppo Lince	Secondary	Servizi informativi	13	117
Gruppo Pellegrini	Family & Private	Food & Beverage	25,5	170
Gruppo Sympak	Secondary	Packaging	11	70
La Gardenia	Family & Private	Beauty shops	16	122
Lediberg	Family & Private	Prodotti in pelle	23,5	195
Limoni	Secondary	Beauty shops	41,6	470
Pirelli Tyre	Local Parent	Pneumatici	518	2150
Zobebe	Family & Private	Profumi	38	300
Alberto Aspesi	Family & Private	Abbigl. Sport	15	160
Rocco Bormioli	Family & Private	Prodotti in vetro	67	390
Conbipel	Family & Private	Abbigl. Sport	31	200
Ferdinando Giordano	Family & Private	Food & Beverage	18	180

Gemeaz Cusin	Foreign Parent	Ristorazione	22	135
Global Garden Products	Secondary	Attrezzi giardinaggio	84	736
Gruppo Argenta	Secondary	Ristorazione	65	700
Intercos	Secondary	Cosmetici	42	280
Metalcam	Local Parent	Metallo	23,6	150
Rhiag	Secondary	Distrib. ricambi auto	48	350
Targetti Sankey	Public to Private	Illuminazione	21,6	119
Trend Group	Family & Private	Vetro	17	180
Valentino	Local Parent	Abbigliamento	243	2800

Relativamente ai settori analizzati, si era detto del sorprendente dato dell'ICT, che comunque non esce così ridimensionato come si poteva pensare, una volta ristretto il campo: non si tratta insomma solo di *venture capital*, ma ci sono stati diversi *deal* interessanti anche nei *buy out*, perlopiù legati alla fornitura di servizi alle imprese, quindi software e soluzioni IT di supporto ai processi aziendali. Anche in questo caso, sono state selezionate alcune operazioni significative:

Società Target	Acquirente	%	Anno	Tipo
Metroweb ¹³⁸	<i>Stirling Square Capital</i>	77	2006	Buy Out
Gruppo Tas	<i>Audley Capital Mgmt</i>	67	2007	Buy Out
Sirti	<i>Euraleo, Clessidra, 21, Investitori Associati</i>	70	2007	Buy Out
E-motion	<i>Synergo</i>	50	2006	Buy Out
Metodo	<i>Bain</i>	50	2007	Buy Out
V2	<i>Synergo</i>	51	2007	Buy Out

Società Target	Deal origination	Attività	EBITDA	EV
Metroweb	Local Parent	Fornitura fibra ottica	28,2	232
Gruppo Tas	Local Parent	Software finanziari	8,7	120
Sirti ¹³⁹	Secondary	Progettaz. Sistemi telecom	67,6	703
E-motion	Altro	Distrib. Elettronica	3,3	-
Metodo	Family & Private	Software	-	-
V2	Family & Private	Sistemi elettronici	3,8	25

¹³⁸ Abbastanza discutibile l'inclusione dell'operazione Metroweb, ex società appartenente ad AEM, agenzia municipalizzata del Comune di Milano, che ha cablato la città anni addietro. Era forse più corretto includerla nelle infrastrutture, ma ci si attiene a quanto delineato dal PEM.

¹³⁹ Vale anche per Sirti il discorso fatto per Metroweb: in questo caso, si tratta di una società attiva nei servizi infrastrutturali per telecomunicazioni, trasporti e logistica, reti energetiche, sistemi elettroferroviari. Discutibile dunque l'inclusione dell'ICT, che è solo una parte del business di Sirti.

Infine, il sorprendente dato sulla crescita del settore dei servizi finanziari nel 2007. Il PEM chiarisce comunque che la crescita delle operazioni nel settore è da riferirsi ai mesi prima di agosto, dunque prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati. Queste alcune operazioni salienti:

Società Target	Acquirente	%	Anno	Tipo
Farmafactoring	<i>Apax</i>	92	2006	Buy Out
Euromobiliare SIM	<i>JC Flowers, MID Industry</i>	60	2007	Buy Out
Maccorp Italiana	<i>PM & Partners</i>	55	2007	Buy Out
Sigla Holding	<i>Dea Capital</i>	34	2007	Expansion

Società Target	Deal origination	Attività	EBITDA	EV
Farmafactoring	Local Parent	Factoring	25	250
Euromobiliare SIM	Local Parent	Intermed. Mobiliare	30	140
Maccorp Italiana	Family & Private	Valute e cambi	9	50
Sigla Holding	Family & Private	Credito al consumo	-	-

2.4 La recente attività di Private Equity nelle economie emergenti

2.4.1 Analisi generale dell'attività e delle prospettive future

Il ruolo dei Paesi emergenti all'interno dell'economia mondiale è da anni uno dei fatti più rilevanti ed evidenti da qualsiasi prospettiva lo si voglia leggere: lo è in primis dal punto di vista produttivo (quindi dal lato dell'offerta); della crescente domanda per materie prime, beni e servizi; indubbiamente anche sotto il punto di vista finanziario. D'altra parte, per alcuni di questi Stati, India e Cina su tutti, la definizione di emergenti sta ormai stretta, data la crescente supremazia che continuano a esprimere nella produzione, anche a dispetto della crisi: tuttavia, al di là delle convenzioni giornalistiche, la definizione di Paese emergente in senso tecnico, così come fornita dalla World Bank, rimane ancora fra le più usate. Si parla cioè di un'economia con un reddito pro capite basso (inferiore a 825 dollari) o medio - basso (tra 826 e 3255 dollari): naturalmente è solo una delle tante definizioni possibili, che non spicca peraltro per esaustività e coerenza¹⁴⁰.

Rispetto invece al private equity, la definizione di economie emergenti ha ancora una sua piena logica, se si pensa a quanto si è già detto a proposito della diversa maturità del mercato nordamericano rispetto a quello europeo: un divario che si sta ormai colmando del tutto, ma comunque per certi versi ancora esistente. Normale quindi che in Paesi come la Cina o la Russia, dove la transizione da sistemi economici pianificati a quelli capitalistici è avvenuta da poco tempo, si debba ancora parlare di un'industria, quella dell'investimento in capitale di rischio, in fase di pieno sviluppo: tuttavia, la crescita registrata negli ultimi anni è stata realmente significativa, tanto da portare l'International Finance Corporation a definire il 2006 come l'anno dei mercati emergenti.

¹⁴⁰ Da anni si dibatte nelle massime istituzioni internazionali su come classificare i Paesi emergenti ed in via di sviluppo: la definizione della World Bank, molto classica e per questo fra le più usate, ha il grosso difetto di non tener conto né del grado di povertà, né tantomeno della distribuzione del reddito e del potenziale economico nel lungo periodo. Altre classificazioni economiche note ed usate sono: indebitamento estero (IMF), eleggibilità del prestito (WB), indice di sviluppo umano (UN), livello medio reddito pro capite (simile a quello della WB, usato dall'OECD), risultati ottenuti dai gestori dei fondi comuni (Morgan Stanley Capital International).

Secondo l'Economist¹⁴¹, tre sono stati i fatti che hanno contribuito in tal senso, rafforzando un potere già di per sé importante:

1. L'output complessivo dei Paesi emergenti ha rappresentato nel 2006 il 50% della produzione mondiale considerata in parità dei poteri d'acquisto;
2. Le economie emergenti hanno contribuito per il 50% alla crescita del PIL mondiale;
3. Soprattutto, le prime 32 tra le economie in via di sviluppo hanno mantenuto una crescita positiva del PIL tra il 2005 e il 2006.

Come noto, al centro della scena in gran parte delle analisi sui Paesi emergenti c'è il gruppo di Stati che prende il nome di BRIC: si sta parlando naturalmente di Brasile, Russia, India e Cina, quattro nazioni che ormai si fatica a considerare del tutto in via di sviluppo, specialmente le ultime due. Si tratta comunque delle più grandi realtà emergenti in termini demografici, economici e finanziari: proprio per questo, il contributo fornito dal private equity allo sviluppo dei mercati dei capitali è stato molto importante, in particolare negli ultimi anni¹⁴².

Tra il 2003 e il 2007, il *fund raising* nei Paesi emergenti è incrementato esponenzialmente, raddoppiando praticamente ogni anno, se si esclude una crescita meno sostenuta tra il 2005 e il 2006. Nel 2007 ha raggiunto la cifra record di 60 miliardi di dollari, raccolti da circa 200 diversi fondi. A questo dato, che viene sottolineato dalla *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA) come contrario a molte delle aspettative, si affianca la considerazione che praticamente in tutti i Paesi che compongono il campione la raccolta ha raggiunto il suo massimo storico.

¹⁴¹ The Economist, *Emerging Economies Climbing Back*, 19 gennaio 2006

¹⁴² A. Banerjee, *Private Equity in Developing Nations*, Journal of Asset Management, agosto 2008

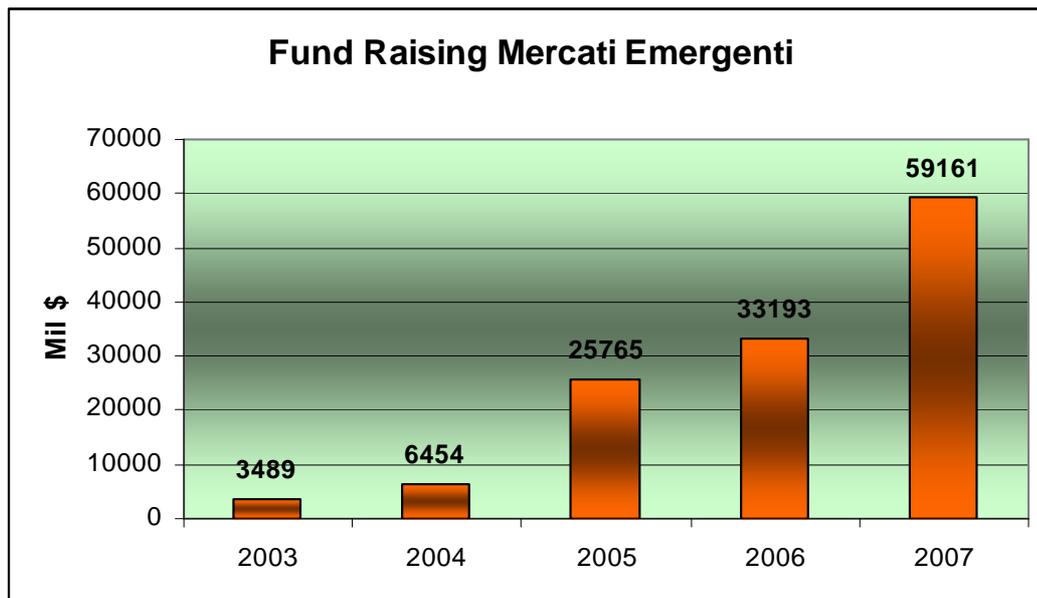


Figura 32: Fund raising 2003-2007 nei Mercati Emergenti. Fonte:EMPEA

Sia in Asia che in Sud America la raccolta è cresciuta a passi più accelerati di quanto non avesse fatto già nel 2006, nell'Europa Centro-Orientale (CEE), come si era già sottolineato in riferimento al solo mercato europeo, il tasso di crescita è stato addirittura del 300%, seguendo il grande interesse di tutti gli investitori verso queste nuove economie, poi travolte dallo scoppio della crisi. Meno esplosiva la crescita di Medio Oriente e Africa, dove il *fund raising* ha registrato uno stallo come valori, ma si è distribuito in diversi Stati del continente, andando oltre il mercato sudafricano, storicamente il più importante.

Di seguito si propongono due tabelle che individuano quanti fondi sono stati raccolti come valore e come numero, relativamente a ciascuna tipologia di operazione, nel 2008 in Cina, India, Europa Orientale (compresa la Russia) e Sud America. Come si può notare, le dimensioni del mercato cinese in termini di raccolta sono praticamente più di tre volte quelle dell'Italia e il doppio di quelle dell'India, ma un focus decisamente diverso è sulle operazioni: come si dirà più compiutamente a breve, il mercato indiano vede una decisa prevalenza dei fondi destinati ad interventi di minoranza, mentre la Cina è abbastanza equilibrata, con un peso comunque notevole del *buy out*, che in India rimane abbastanza contenuto, per le caratteristiche del sistema imprenditoriale che poi si diranno. Molto più ridotte, né potrebbe essere altrimenti, le proporzioni del mercato in America Latina e Europa Orientale (più la Russia): ciascuno dei due mercati

presenta una tendenza prevalente verso l'intervento di maggioranza, comunque in numeri più contenuti.

Cina			India		
Stage	Mil \$ raccolti nel 2008	Num. fondi	Stage	Mil \$ raccolti nel 2008	Num. Fondi
<i>Buy Out</i>	5348	3	<i>Buy Out</i>	1340	1
<i>Expansion</i>	5012	20	<i>Expansion</i>	3860	18
<i>Venture Capital</i>	3821	22	<i>Venture Capital</i>	1110	16
<i>Multi-stage</i>	208	2	<i>Multi-stage</i>	1400	2
<i>Mezzanine</i>	72	1	<i>Mezzanine</i>	-	-
Totale	14461	48	Totale	7710	37

CEE & Russia¹⁴³			SudAmerica¹⁴⁴		
Stage	Mil \$ raccolti nel 2008	Num. fondi	Stage	Mil \$ raccolti nel 2008	Num. Fondi
<i>Buy Out</i>	2346	6	<i>Buy Out</i>	2455	4
<i>Expansion</i>	1899	7	<i>Expansion</i>	1413	10
<i>Venture Capital</i>	330	2	<i>Venture Capital</i>	180	5
<i>Multi-stage</i>	985	5	<i>Multi-stage</i>	124	1
<i>Mezzanine</i>	-	-	<i>Mezzanine</i>	288	2
Totale	5560	20	Totale	4460	22

La maggior parte dei fondi operativi in queste regioni adotta un approccio generalista, ma l'EMPEA ha rilevato che nel 2007 alcuni fondi hanno seguito strategie focalizzate su determinati settori, quali l'energetico e le risorse naturali (che chiaramente catalizzano gran parte dell'interesse, essendo molti di questi Paesi delle fonti ancora in parte inesplorate di materie prime), le infrastrutture (si era già sottolineato precedentemente come questo settore generi una domanda notevole dalle nuove economie), l'ambiente e l'agricoltura, che ha rappresentato per anni il fulcro delle operazioni.

¹⁴³ Dei 5560 milioni di dollari di raccolta, 880 sono riferiti alla sola Russia.

¹⁴⁴ Dei 4460 milioni di dollari di raccolta, 3589 sono riferiti al solo Brasile.

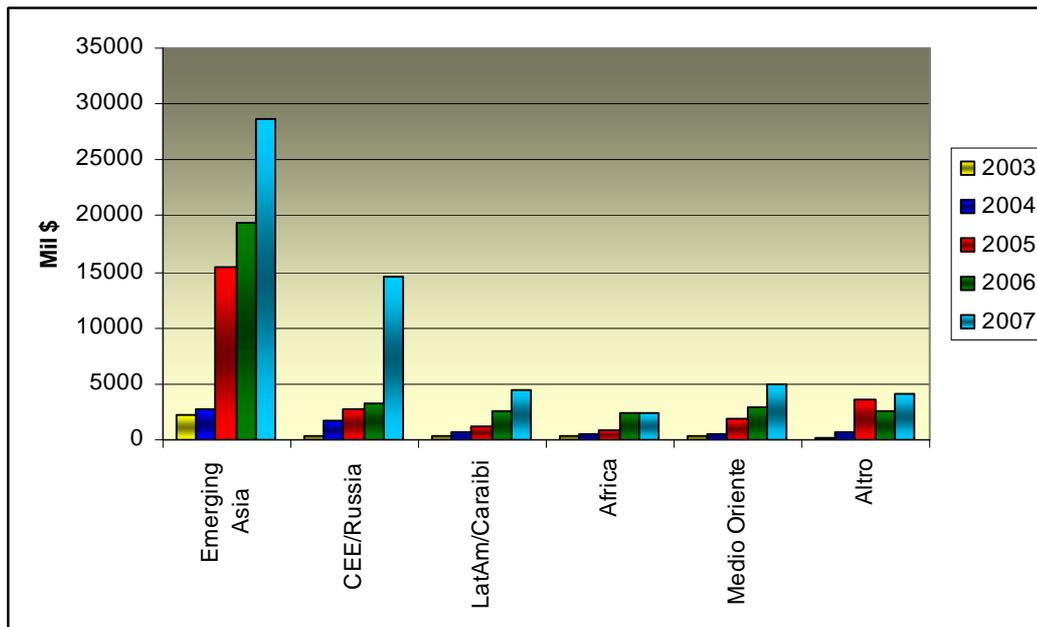


Figura 33: Fund Raising per Regione-Mercati Emergenti. Fonte: EMPEA

Relativamente agli investimenti, nel 2007 sono stati investiti nei mercati emergenti poco più di 50 miliardi di dollari, con un incremento del 42% rispetto all'anno precedente, quando erano stati 35 miliardi. Esclusa l'Asia, che figura naturalmente al primo posto con più del 60%, le regioni dove si è investito di più sono state l'America Latina, la Russia e l'Europa Centro-Orientale, in interventi, come detto, che rappresentano nella metà dei casi *expansion*, per il resto *buy out* e *venture capital*.

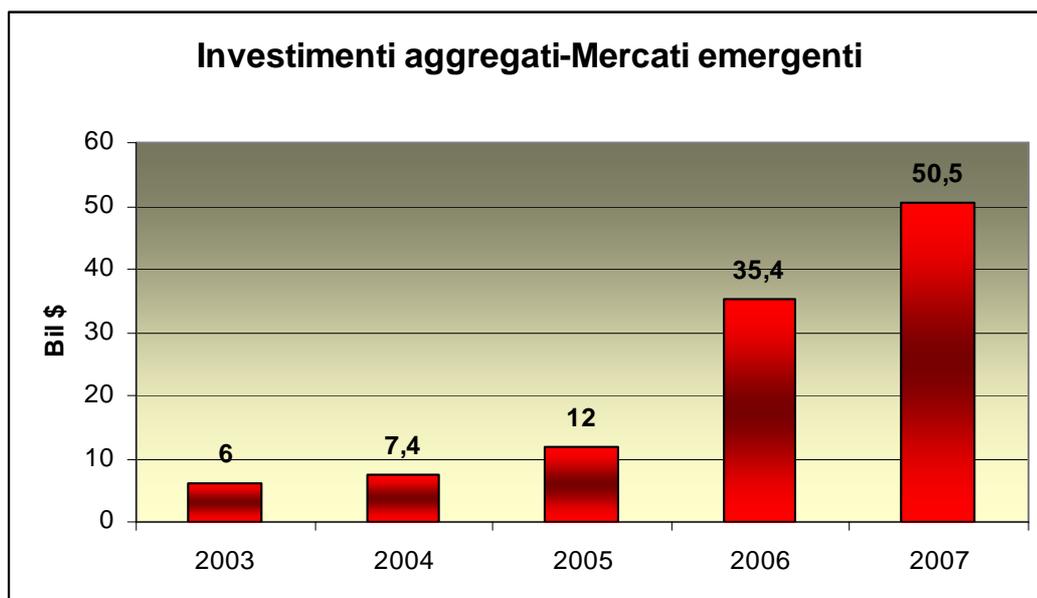


Figura 34: Investimenti nei mercati emergenti. Fonte: EMPEA

Al di là dei dati, merita un approfondimento un'indagine sulle cause di questo notevole sviluppo, che sono certamente diverse in parte da quello che sono state delineate negli anni recenti sui mercati occidentali. Alcuni di questi fattori riflettono infatti i forti fondamentali in rapida crescita delle nazioni emergenti, altri si riferiscono alle opportunità che questi mercati offrono ora che numerosi vincoli, normativi e non, sono stati rimossi, circostanze che nel mondo occidentale sono avvenute decenni fa, contribuendo a creare il gap esistente¹⁴⁵.

Un primo fattore importante che ha comportato la crescita dell'attività di private equity nei Paesi in via di sviluppo è stato il progresso economico di queste regioni: una forte accelerazione a questo processo è venuta senza dubbio dalle riforme economiche adottate da molti Stati, dove la transizione verso il sistema capitalistico non è stata priva di problemi, ma sta comunque andando avanti con decisione. Tra queste riforme, merita di essere sottolineato almeno il Brady Plan¹⁴⁶ del 1989, con il quale molti Stati sudamericani rinegoziarono il proprio debito in dissesto: quest'azione, migliorando sostanzialmente lo stato di salute dell'economia dei Paesi coinvolti, sospinse una certa fiducia da parte degli investitori in questi mercati, che erano rimasti sempre relativamente stabili, crisi a parte. Anche le riforme fiscali, come negli Stati avanzati d'altra parte, hanno avuto il loro ruolo, attraverso il taglio delle imposte sui *capital gains* e la rimozione di vincoli agli investimenti esteri¹⁴⁷, il che ha incoraggiato l'ingresso di capitali dall'estero e la crescita dei mercati azionari. Infine, la maggiore *disclosure* e la crescente standardizzazione delle regole contabili hanno contribuito a ridurre le asimmetrie informative che un investitore straniero deve generalmente affrontare.

¹⁴⁵ A. Banerjee, *Private Equity in Developing Nations*, op. cit.

¹⁴⁶ I cosiddetti Brady Bond furono creati nel 1989 per convertire la maggior parte dei bond emessi dalla maggior parte degli Stati sudamericani in nuovi titoli, dopo che negli anni '80 molti di questi Paesi erano sull'orlo della bancarotta. Il successivo default dell'Argentina del 2001 non cancella comunque l'innegabile importanza di una riforma che ha rimesso in sesto il debito pubblico di gran parte del Sudamerica, permettendo una nuova iniezione di fiducia in quei mercati. Cfr. A. Banerjee, *Private Equity in Developing Nations*, op. cit.

¹⁴⁷ P. Krugman, *International Economics*, Pearson Education, 2008

2.4.2 Focus sui BRICs

Vale la pena analizzare con un maggior grado di dettaglio le principali *issues* relative ai BRIC, con una particolare attenzione sul caso indiano, che presenta delle peculiarità di indubbio interesse.

Brasile

Dopo anni di significativi miglioramenti nei fondamentali macroeconomici, nella primavera 2008 il Brasile è stato innalzato per la prima volta ad *investment grade* (BBB-) da Standard & Poor's, grazie alla maggiore stabilità economica, politica, fiscale, nonché alla decisa riduzione dell'inflazione e al maggior controllo su debito e deficit pubblico. Nel 2007 e nel 2008 l'attività di M&A in generale e quella di private equity in particolare sono state significative nonostante la crisi, seguendo la notevole crescita del mercato sudamericano, di cui il Brasile è l'indiscusso leader. I settori principalmente coinvolti sono stati il *real estate*, le costruzioni, *consumer goods*, finanza e minerario; la dimensione media dei deal aumenta nel tempo spostandosi verso il *mid market*. Di seguito si propongono dei *basics* sul private equity in Brasile nel 2008:

Fund Raising (mil \$)	3589
Investimenti (mil \$)	3020
Indice penetrazione PE¹⁴⁸	0,18%
Numero deal	36
Dimensione media (mil \$)	84
Principali Operatori	Carlyle, TPG, Advent, Citigroup, GP Investments (locale)

Un ruolo significativo nella crescita del private equity lo hanno avuto di certo la maggiore *regulation* dell'industria e le riforme fiscali, nonché il mercato azionario che in Brasile è più sviluppato rispetto ad altre economie emergenti: sono elementi fondamentali che faranno da *background* per attrarre nuovi capitali, tuttavia l'importanza delle *commodities* nell'economia brasiliana e il conseguente

¹⁴⁸ È il rapporto tra investimenti in private equity e PIL.

impatto sull'inflazione non consentono di dire che il Paese uscirà indenne dalla crisi¹⁴⁹.

Russia

La transizione dal sistema pianificato a quello capitalistico in Russia è stata molto complessa, anche alla luce della crisi del 1998, ma l'economia del Paese ha raggiunto recentemente la stabilità necessaria per attirare dall'estero capitali, nonostante gli investimenti diretti esteri in entrata non siano così elevati.

In Russia il ruolo del private equity è essenzialmente orientato al supporto e alla crescita manageriale, al miglioramento del livello tecnologico nelle imprese, piuttosto che al taglio dei costi: la crisi finanziaria ha certamente colpito le aziende russe, ma il conseguente abbassamento dei prezzi per le acquisizioni crea nuove opportunità per il private equity, che può finanziare quelle imprese che avevano invece pianificato una quotazione. Nella tabella seguente, si segnalano i dati principali del mercato russo per il 2008:

Fund Raising (mil \$)	880
Investimenti (mil \$)	2594
Indice penetrazione PE	0,15%
Numero deal	29
Dimensione media (mil \$)	90
Principali Operatori	Baring Vostok PE (locale), Alfa Capital Partners (locale), Svarog Capital (locale), TPG

La maggior parte delle operazioni in Russia si concentra prevalentemente nei settori dei beni al consumo e *retail*, ma anche in infrastrutture, manifatturiero, servizi finanziari e *real estate*. Le sfide che si presentano per gli operatori nel Paese sono tuttavia numerose, date le caratteristiche tutt'altro che ordinarie; PriceWaterhouseCoopers ne ha individuate cinque, quali:

1. la cultura locale degli affari, che influenza tempi e struttura delle operazioni;
2. l'elevato livello d'incertezza;
3. lo studio di strategie complesse per gestire l'indebitamento;

¹⁴⁹ PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008

4. la gestione dei *cash flow* più prudente;
5. la necessità di aspettarsi dei *security packages* più complessi da parte delle banche.

India

Un caso molto interessante è quello dell'India. Da qualche anno, l'economia indiana sta osservando tassi di crescita elevati, che hanno attratto diversi operatori di private equity, i quali hanno iniziato a stabilire la loro presenza nel Paese, mentre precedentemente si basavano in Stati limitrofi, come Singapore: nel 2006 sono stati investiti circa 5 miliardi e mezzo di dollari in India, diventati 9 miliardi e mezzo nel 2007, una crescita notevole¹⁵⁰, a dispetto della crisi imminente, che avrebbe fatto infatti tornare nel 2008 a 7,5 miliardi il dato. Per certi versi, il sistema imprenditoriale indiano è simile a quello italiano, con un grande numero di imprese di dimensioni ridotte possedute e gestite da famiglie riluttanti a condividere la proprietà e perdere il controllo totale: questo vuol dire che le opportunità sono in teoria molte, ma anche che la dimensione media di ciascuna *deal* è inferiore a quella, per esempio, di Paesi come Cina e Corea del Sud: sono rarissimi casi come quello del LBO di KKR su Flextronic Software Systems, acquisita per 900 milioni di dollari nel settembre 2006, mentre la dimensione media della maggior parte delle operazioni è di 40 milioni o meno, con numerose operazioni tuttavia sui 300 milioni¹⁵¹.

Una delle peculiarità che rende il mercato del private equity indiano in grado di rispondere bene alla crisi è la sua predisposizione alle operazioni di *expansion* (le quote possedute dai fondi in ciascuna azienda si attestano sul 15-20%), dato che molti settori sono ancora in formazione: ciò dovrebbe consentire di attrarre quegli investitori che ritengono di arginare le perdite sui grandi LBO nei mercati occidentali muovendo denaro verso realtà in crescita come l'India. Nel 2007, i *buy out* sono stati solo 9, per un totale di 967 milioni di dollari, a fronte delle 173 operazioni di *expansion* pari a 7 miliardi circa: la principale operazione di *buy out*

¹⁵⁰ Ernst & Young – Outlook Business Handbook, *Private Equity in Numbers: every bit of data you would ever want to know on deals in India*, 2008

¹⁵¹ Ernst & Young – Outlook Business Handbook, *Private Equity in Numbers: every bit of data you would ever want to know on deals in India*, op. cit.

dell'anno è stata l'acquisizione di Intelenet Global Services da parte di Blackstone per 200 milioni. Anche per l'India si propone una schematizzazione dei dati principali del 2008:

Fund Raising (mil \$)	7710
Investimenti (mil \$)	7598
Indice penetrazione PE	0,61%
Numero deal	203
Dimensione media (mil \$)	38
Principali Operatori	Temasek, CVC, Goldman Sachs, Blackstone, ICICI (locale), IDFC (locale)

Poiché, come in qualsiasi altra realtà, il valore aggiunto richiesto dalle aziende al private equity è il continuo supporto all'attività, diventa fondamentale conoscere bene il sistema in cui si opera, nonché sviluppare anche in questo caso il famoso network di relazioni di cui si è parlato nel primo capitolo: aziende fortemente focalizzate sul proprio territorio richiedono normalmente soluzioni locali a problemi locali. Oltre a questa criticità, un'altra, che peraltro è di strettissima attualità anche in contesti più avanzati, è la capacità di *exit*: nei mercati emergenti le opportunità di disinvestire mediante quotazione non sono sicuramente quelle esistenti altrove. Le Borse sono generalmente poco liquide e spesso anche sottovalutate¹⁵²: inoltre non è raro che le poche imprese di grandi dimensioni scelgano un *cross listing* che garantisce rendimenti certamente migliori di una quotazione fra le mura domestiche; d'altra parte, non è semplice neppure il *trade sale*, date le succitate caratteristiche del sistema imprenditoriale, mentre forse buoni investimenti possono creare valore sia per il venditore che per il compratore attraverso un *secondary sale* che andrà sicuramente a crescere data la concorrenza in aumento sul mercato. Tuttavia, si può affermare che in generale l'ambiente indiano sia favorevole alla realizzazione di operazioni: il sistema legale, come tutti quelli di ispirazione *common law*, tutela relativamente bene gli azionisti¹⁵³

¹⁵² Il rapporto market cap/GDP della Borsa Indiana è 0,42, mentre per la Cina è 0,37 e per il Brasile 0,7: più il rapporto si avvicina all'unità, più il mercato è sopravvalutato. Per dare un'idea, il rapporto negli USA è 0,81.

¹⁵³ Tuttavia, non mancano anche qui i problemi: le operazioni con parti correlate, materia spinosa per qualsiasi ordinamento (in Italia non si è ancora giunti a una soluzione del problema), sono sottoposte in India a un labirinto di giurisdizioni diverse sconcertante, che complica davvero le cose.

(specie quelli di minoranza), la cultura degli affari e le regole contabili (nonché l'uso dell'inglese) contribuiscono a rendere l'India un Paese dove il modo di fare business è molto più "occidentale" che in altre economie emergenti asiatiche¹⁵⁴. Va da sé che i settori privilegiati siano quelli dell'alta tecnologia (specie ICT), *business process outsourcing* (BPO), servizi finanziari (ben 72 *deal* nel 2007), *health care*, infrastrutture e costruzioni, mentre rimangono, a dispetto dell'apertura internazionale ormai consolidata, alcuni vincoli sulle industrie della difesa (che comunque in tutti i Paesi è troppo strategica per lasciare ai privati il controllo, specie se si tratta di investitori esteri), del *retail*¹⁵⁵.

Cina

Da quando sono state introdotte, ormai trent'anni fa, le prime riforme che hanno cominciato ad aprire il mercato cinese, la crescita del PIL del Paese è stata a dir poco imponente, arrivando nel 2007 all'11%. A fronte di tale dato, nel 2007 gli investimenti in private equity sono incrementati solo del 3%, raggiungendo quota 10 miliardi. La spiegazione è da ricercarsi anche nell'andamento dei mercati azionari in Cina tra il 2006 e il 2007, con IPO valutati a rapporti di *price/earnings* pari a 40x, nonché nell'eccessiva quantità di denaro indirizzata a opportunità numericamente inferiori: queste cause congiuntamente hanno portato le valutazioni a livelli non attrattivi per molti operatori. A partire dal novembre 2007, comunque, i capitali sono diventati meno disponibili: i mercati azionari cinesi sono significativamente scesi, conseguentemente le imprese si sono rese disponibili a vendere a prezzi più ragionevoli. In generale, le operazioni si concentrano tra *expansion* e *early stage*, meno nei *buy out*, che comunque sono cresciuti tra il 2006 e il 2007: la tendenza, con i mercati azionari in caduta, è il *going private*. Come per l'India, il ruolo delle connessioni locali è importantissimo: anche per questo numerose sono le alleanze tra i fondi domestici e quelli internazionali, con *deal* che raggiungono dimensioni solitamente abbastanza ridotte (molto spesso 10 milioni di dollari, la media è comunque sui

¹⁵⁴ Ne è testimonianza anche il fatto che il tempo medio per chiudere un'operazione in India va dai tre ai sei mesi, contro i quasi due anni di molti *deal* in Cina, che spesso neppure vanno a buon fine.

¹⁵⁵ Ernst & Young, *Private Equity: 2006 Year in Review*, op. cit.

40) se effettuati solo da operatori nazionali, maggiori se esteri. Di seguito, la consueta schematizzazione dei dati fondamentali del 2008:

Fund Raising (mil \$)	14461
Investimenti (mil \$)	8994
Indice penetrazione PE	0,21%
Numero deal	222
Dimensione media (mil \$)	41
Principali operatori	Carlyle, TPG, Blackstone, KKR, Apax, CLSA (locale)

Una questione molto importante in Cina è rappresentata dal fisiologico e crescente surplus commerciale, che costringe il governo a controllare strettamente gli investimenti diretti esteri in entrata: questo ha indotto alcuni investitori a costituire fondi in *renmimbi*, la moneta locale¹⁵⁶. Anche così rimangono comunque vincoli ai capitali investibili e soprattutto a quelli che arrivano dall'estero.

In definitiva, le opportunità per il private equity in Cina sono considerevoli, grazie alla rapida crescita dell'economia e la crescente apertura di nuovi settori. Tuttavia, le questioni di tipo regolamentare e anche di *due diligence* (che in Cina è notevolmente *time-consuming*) sono considerevoli. La dimensione delle operazioni è in crescita e ci sono segnali favorevoli per gli interventi di maggioranza, anche se, fino a che il mercato del debito interno non maturerà, i *buy out* rimarranno un'eccezione.

¹⁵⁶ Va sottolineato che all'atto della quotazione in Borsa del fondo Blackstone, il fondo sovrano China Investment Corporation aveva investito circa 3 miliardi di dollari per avere il 10% del pacchetto azionario: forte di questo background, Blackstone ha da poco aperto il suo primo fondo in valuta, in partnership con l'autorità di sviluppo della nuova area Pudong a Shanghai.

Capitolo III L'impatto della crisi finanziaria sulle operazioni di Private Equity

3.1 L'impatto del *credit crunch*

Nel capitolo precedente è stata analizzata l'attività di private equity negli anni che potrebbero essere definiti come un vero e proprio periodo d'oro, contraddistinto da alcuni aspetti che si sono rivelati decisivi per l'andamento delle operazioni a livello internazionale. Tali temi possono essere così riassunti:

- Crescita decisa del PIL mondiale tra il 2005 e il 2007, che ha generato numerose e significative opportunità d'investimento in società dalle buone performance;
- Apertura globale dell'attività nel suo complesso, anche verso le economie dei Paesi in via di sviluppo;
- Raccolta dei fondi stabilmente in ascesa in tutto il mondo, trainata dall'incremento del risparmio delle famiglie convogliato presso gli investitori istituzionali che investono in private equity (su tutti fondi pensione e fondi di fondi);
- Volumi d'investimento in continua crescita, trainati dal peso delle operazioni di maggioranza che sono aumentate in numero e in controvalore, oltre che nel taglio medio;
- Investimenti in high-tech crescenti anche nelle operazioni di *later stage* e non solo nell'ambito del *venture capital*;
- Notevole disponibilità di denaro a costi contenuti a causa dei tassi d'interesse bassi, circostanza che ha alimentato le operazioni di LBO, specialmente i *mega deal*, ma anche la vendita ad operatori industriali (*trade sale*) e il *secondary buy out*;

- Crescita dei multipli medi pagati per le acquisizioni, alimentati anche dalla crescente concorrenza nel settore;
- Favorevole andamento dei mercati azionari e conseguenti migliori opportunità per l'*exit* tramite IPO.

Naturalmente, si tratta di elementi che hanno pesi diversi sull'attività di private equity nel suo complesso, ma ciascuno di essi ha avuto un ruolo comunque non trascurabile: per fare un esempio, si è più volte sottolineata l'importanza dei fattori macroeconomici, come il PIL e il saggio di risparmio delle famiglie mondiali, il cui aumento ha contraddistinto l'uno la presenza di numerose imprese in salute e dalle buone prospettive, l'altro l'incanalamento dei capitali verso le istituzioni abilitate all'attività d'investimento anche in *assets* alternativi, quale il private equity è.

È tuttavia innegabile che un peso realmente decisivo, in particolar modo per quanto riguarda l'attività di *buy out*, lo abbiano avuto due aspetti ben precisi: il complessivo andamento dei mercati finanziari e soprattutto l'ottima performance delle imprese oggetto d'investimento. Alimentati dalle notevoli masse di liquidità in circolazione, i mercati hanno infatti contribuito sotto più punti di vista alla crescita dell'attività: in primis, attraverso la disponibilità di capitale di debito a prezzi bassi da parte delle banche, più inclini alla concessione del credito poiché non ne sopportavano (in teoria, come si vedrà poi) il rischio. Infatti, a seguito dell'introduzione delle nuove regole sui requisiti patrimoniali imposte da Basilea II, il tasso di rendimento medio dei prestiti bancari si è dimostrato spesso inferiore a quello delle altre attività detenute in portafoglio dagli istituti di credito: ciò ha portato le banche a rimuovere dai propri bilanci i finanziamenti concessi, riversando il *credit risk* altrove (prevalentemente presso compagnie di assicurazione e fondi) attraverso *securitization* e conseguente creazione di strumenti finanziari strutturati come CLOs e CDOs. Il buon andamento dei mercati azionari ha inoltre avuto due ulteriori effetti secondari: da un lato ha fatto sì che le operazioni rivolte alle società quotate vedessero innalzare il proprio valore nell'acquisizione, spinte dai multipli in ascesa delle imprese comparabili; dall'altro, nell'ambito della fase di disinvestimento, il canale dell'IPO è diventata

una scelta particolarmente vantaggiosa, date appunto le valutazioni in ascesa attribuite dal mercato in quel periodo. D'altra parte, il mercato dell'M&A, che come si è detto all'inizio del secondo capitolo ha raggiunto i suoi picchi tra il 2006 e il 2007, ha anche incentivato ulteriormente le operazioni di vendita ad investitori industriali (*trade sale*), che in quel periodo hanno privilegiato la strategia della crescita esogena per aumentare la dimensione e la competitività dei propri business.

Il punto cruciale in questo scenario è che la disponibilità di credito non ha fatto altro che incentivare l'investimento dei fondi nelle aziende target dalle migliori performance: nel periodo antecedente la crisi, erano infatti molte le imprese a mostrare margini di redditività tali da catturare l'interesse dei fondi di private equity, che avrebbero poi fatto leva su tali elevati livelli di marginalità per ripagare il debito contratto per concludere l'acquisizione. Si trattava in sostanza del classico funzionamento del meccanismo del LBO, in cui il perno era rappresentato dalla presenza di numerose imprese in ottima salute, e la leva diventava una naturale conseguenza, per di più a buon mercato: fino a quando il rapporto tra domanda e offerta è stato di parità, problemi non si sarebbero posti; quando poi la crisi finanziaria è scoppiata in tutta la sua gravità e la stretta creditizia si è fatta sentire sulle imprese industriali, i fondi avrebbero visto rapidamente scendere le performance dei propri investimenti in portafoglio e si sarebbero ritrovati, come si dirà più avanti, con notevoli masse di capitali inespresi da sfruttare senza sbocchi. L'attività delle aziende non avrebbe infatti più trainato gli investimenti e, una volta che il momento più drammatico del *credit crunch* sarebbe stato superato, la domanda di imprese redditizie da parte dei fondi sarebbe stata superiore all'offerta: in sostanza, la stagnazione del mercato.

Tornando al ruolo dei mercati finanziari sull'attività di private equity nel periodo recente, questo è stato comunque decisamente importante, sia a monte (con i maggiori capitali a disposizione per le operazioni), che a valle (attraverso l'*exit* azionario): tuttavia, la storia della finanza ha dimostrato più di una volta che periodi come quello che si è appena descritto difficilmente sono duraturi, e oltretutto spesso soggetti a bolle speculative di vario genere, che una volta

scoppiate hanno effetti devastanti. Tutto ciò si amplifica, come è ovvio, nel contesto attuale: la dinamicità e la pressoché universale apertura dell'economia fa sì che un fatto di per sé positivo, la globalizzazione e il collegamento dei sistemi economici e dei mercati finanziari internazionali, faccia espandere uno shock iniziale, anche di proporzioni apparentemente ridotte e isolate, fino a generare una vera e propria epidemia a livello globale. In sostanza, questo è esattamente ciò che è avvenuto con il *credit crunch* del 2007-2008 e la conseguente crisi, finanziaria ed economica, mondiale. Il settore del private equity, che come e più di altri aveva beneficiato delle condizioni di mercato favorevoli, non ne è rimasto esente, come si vedrà nel dettaglio in seguito. Preliminarmente, va però fatta una chiara disamina di quanto accaduto negli ultimi due anni sui mercati finanziari, indagando su cause ed evoluzione della crisi finanziaria.

3.1.1 Breve Storia della Crisi finanziaria: cause ed evoluzione

Le turbolenze sui mercati finanziari del 2007 e del 2008 hanno portato alla più grave delle crisi finanziarie dai tempi della Grande Depressione, hanno avuto e stanno tuttora avendo notevoli ripercussioni sull'economia reale: per dare un numero esplicativo delle proporzioni di ciò di cui si sta parlando, nell'arco di un solo anno, tra l'ottobre del 2007 (quando il Dow Jones raggiunse il suo massimo storico) e l'ottobre 2008 (quando, un mese dopo il *default* di Lehman Brothers, Bush e Paulson annunciarono il *Troubled Assets Relief Plan*), la Borsa di New York ha perso circa 8 trilioni di dollari, una cifra spropositata che rende bene l'idea del fenomeno.

Alla base di quella che è stata chiamata *housing bubble*, stanno diversi fattori concomitanti, ciascuno dei quali ha avuto un peso non trascurabile. Anzitutto, dal punto di vista dell'ambiente macroeconomico di riferimento, va ricordato che nell'arco temporale precedente al 2007 l'economia statunitense ha attraversato un periodo contraddistinto da tassi d'interesse bassi, dovuti alla politica monetaria espansiva della Federal Reserve¹⁵⁷ (in seguito ai fatti dell'11 settembre e del calo della fiducia degli investitori e dei consumatori legato agli scandali Enron, Tyco, WorldCom) e alla abbondante presenza di capitali provenienti dall'estero, in particolare dai Paesi asiatici, i quali acquistavano titoli statunitensi sia per fissare i tassi di cambio a livelli favorevoli alle proprie esportazioni, sia per coprirsi dal rischio del deprezzamento eccessivo della propria valuta nei confronti del dollaro, una pratica imparata a proprie spese nel corso della crisi del Sud-Est asiatico di fine anni '90¹⁵⁸.

¹⁵⁷ Durante la crisi, si sono moltiplicate le accuse all'ex governatore della FED Alan Greenspan, secondo alcuni eccessivamente legato alla lobby bancaria (così come l'ex Segretario al Tesoro Paulson, ex dirigente di Goldman Sachs) e responsabile, con la politica dei tassi bassi tenuta per troppo tempo e l'incrollabile fiducia nei meccanismi di *deregulation*, dell'incipit del disastro, come spesso ripete il Nobel Paul Krugman. In realtà, lo stesso Greenspan, nell'ormai storica audizione al Senato dell'ottobre 2008, aveva ammesso le sue responsabilità, non tanto a livello di politica monetaria (l'America usciva dalla recessione e i movimenti a ribasso sui tassi furono un toccasana), quanto piuttosto sul tema della fiducia cieca nei meccanismi del mercato.

¹⁵⁸ Le politiche monetarie cinesi sullo *yuan* rimangono un tema di strettissima attualità, che pongono diversi interrogativi sulla capacità di ripresa dell'economia americana, fortemente

Allo stesso tempo, la seconda delle cause concomitanti proveniva, come sempre accade quando si gonfiano le bolle speculative, da un settore in rapida ascesa, in questo caso il *real estate*: come noto, il modello finanziario perpetrato dalle banche e l'ampia disponibilità di liquidità presente ha portato gli istituti di credito ad alimentare indiscriminatamente l'acquisto di immobili sia da parte delle società, che soprattutto degli individui, spesso privi dell'adeguata capacità reddituale per operazioni siffatte. In numerose occasioni, edifici dai prezzi chiaramente insostenibili venivano acquistati senza che le banche ponessero i giusti freni, convinti com'erano tutti che il modello si sarebbe tenuto in piedi da sé grazie ai continui rialzi dei prezzi degli immobili, che avrebbero consentito agevolmente il ripagamento dei mutui. Come si dirà a breve, ciò si sarebbe dimostrato un grave errore.

La causa forse più importante viene però direttamente dai mercati finanziari. Si stava infatti attuando compiutamente la nuova politica delle banche che si è già sommariamente delineata in precedenza, ovvero la cartolarizzazione dei prestiti detenuti e, a seguito della creazione dei nuovi titoli ad essi legati (*Collateralized Debt Obligations* e quant'altro), la facilitazione ulteriore dell'afflusso dei capitali dall'estero: è quindi utile vedere nel dettaglio cosa è avvenuto.

Il punto di partenza in questo processo sta nella creazione di portafogli diversificati di mutui ipotecari e altri tipi di prestiti, obbligazioni societarie, titoli vari di altre tipologie da parte delle banche: una volta creato un portafoglio di *assets* ben diversificato, il passaggio successivo sta nella suddivisione del portafoglio in più *tranche* di titoli collegati, ciascuna delle quali ha un profilo di rischio differente e si rivolge a potenziali investitori con altrettanto variegata propensione al rischio. Chiaramente, come per le varie forme di debito che sono state analizzate nell'ambito del finanziamento di un LBO, la diversa gradazione del rischio risiede nella diversa *seniority* che hanno le *tranche* delle cartolarizzazioni, ciascuna delle quali è contraddistinta da un rating: si va dalle *super senior* (AAA), che vengono ripagate per prime in base ai *cash flow* generati dal portafoglio (e offrono ovviamente un rendimento più basso perché meno

influenzata dalle esportazioni/importazioni con la Cina. Cfr. M. Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, Journal of Economic Perspectives, 2008

rischiose), alle cosiddette *toxic waste*, le ultime ad ottenere rimborso¹⁵⁹ e di solito (ma non sempre) detenute dalle banche emittenti, a garanzia di monitoraggio dei propri prestiti¹⁶⁰.

Quella appena descritta è una comunissima operazione di *securitization*, che rappresenta uno dei due trend presenti nel settore bancario che hanno contribuito al boom dei prestiti e alla *housing frenzy*, alla base della crisi del credito. L'altro elemento fondamentale sta nel cambiamento dell'orizzonte temporale prescelto dalle banche per la propria struttura finanziaria: il sistema delle banche commerciali classiche, come noto, ha sempre finanziato i propri prestiti con depositi che possono essere normalmente ritirati con un preavviso breve, variabile a seconda della normativa di riferimento. È la pratica usuale, che non ha mai avuto eccessivi intoppi; il cambiamento decisivo sta nell'aver applicato questo *mismatch* temporale a tutto il sistema dei veicoli finanziari detenuti *off-balance* dalle banche stesse. Tali veicoli si finanziavano vendendo vari titoli a breve termine (ad esempio *asset backed commercial papers* con scadenza a 90 giorni¹⁶¹) prevalentemente ai fondi operanti sul mercato monetario, investendo invece in *assets* a lungo termine. Il *mismatch* delle scadenze ha generato per le banche il rischio di finanziamento e di liquidità: gli investitori infatti, potendo naturalmente smettere in qualsiasi momento di comprare le *commercial paper*, avrebbero in questo modo bloccato di fatto il *roll-over* del debito per i veicoli finanziari, squilibrando del tutto il loro modello. Le banche di riferimento di ciascun veicolo garantivano però loro una linea di credito (*liquidity backstop*) per mantenere l'operatività: in pratica, con questa garanzia gli istituti di credito continuavano a sopportare integralmente il rischio di liquidità, anche se questo non appariva propriamente sui loro bilanci.

¹⁵⁹ Naturalmente per qualsiasi cartolarizzazione ciascuna banca si serve di *special purpose vehicles*, cioè veicoli finanziari creati ad hoc dalle banche e detenuti fuori bilancio, un'altra delle circostanze che come si dirà a breve si è rivelata decisiva. Cfr. E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, op. cit.

¹⁶⁰ Gli acquirenti delle varie tranches di CDOs emessi erano inoltre soliti coprirsi attraverso l'acquisto dei CDS, contratti derivati che coprono dall'insolvenza di uno specifico debitore.

¹⁶¹ In generale, la 'carta commerciale', o *commercial paper*, è una fonte di finanziamento a breve termine per le imprese. Si tratta di una specie di "cambiale" che le imprese emettono e che sono sottoscritte da banche, fondi o privati. Vengono chiamate *asset backed* perché sono sostenute da mutui ipotecari o altri prestiti a garanzia; in caso di *default*, chi le possiede può richiedere la vendita delle garanzie a sostegno.

Il problema delle scadenze si è proposto inoltre non solo per le banche commerciali, ma anche per quelle d'investimento, che hanno iniziato a finanziare i propri attivi con i cosiddetti *repo* (*repurchase agreement*), i comunissimi pronti contro termine che vengono normalmente usati dalle Banche Centrali per aggiungere o togliere liquidità al sistema bancario: questi strumenti di breve termine, in particolare quelli *overnight*, sono più che raddoppiati tra il 2000 e il 2007 nei bilanci delle banche d'investimento¹⁶², obbligandole a rinnovarli giornalmente, a fronte di attivi di ben più lunga durata. È evidente dunque che sia le banche commerciali, che quelle d'investimento, attraverso una struttura finanziaria molto rischiosa e soggetta allo squilibrio temporale e dunque al rischio di liquidità, hanno contribuito attivamente a creare tensioni sul sistema finanziario.

Tornando al primo dei due temi riguardanti le banche, cioè il sistema delle cartolarizzazioni, un aspetto veramente importante sta nella possibilità che queste hanno offerto a certi investitori istituzionali, su tutti fondi pensione e fondi operanti sul mercato monetario, di aggirare i requisiti regolamentari che imponevano un tetto ai rischi accettabili: di fatto, un'istituzione abilitata ad investire esclusivamente in *fixed income* di rating AAA, grazie alle cartolarizzazioni suddivise in diverse classi di rischio poteva investire in una *tranche* teoricamente AAA costituita in realtà da titoli con rating BBB¹⁶³. Alcuni osservatori¹⁶⁴ hanno tuttavia rilevato che, poiché gran parte delle banche erano esse stesse tra i principali acquirenti di prodotti strutturati, in realtà dietro la creazione e l'acquisto di questi *assets* ci sono stati motivi meno lodevoli del

¹⁶² M. Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, op. cit.

¹⁶³ Uno dei temi che hanno animato molti dibattiti a proposito delle cause della crisi è la tendenza all'arbitraggio regolamentare da parte delle banche per aggirare i limiti imposti da Basilea I prima, dal nuovo accordo poi. Il requisito patrimoniale imposto dal Comitato di Basilea poteva essere aggirato semplicemente trasferendo sui veicoli finanziari fuori bilancio vari pool di prestiti, assicurando il rating massimo tramite il *liquidity backstop*. Il punto, come si è visto, è che l'ammontare di patrimonio necessario per rispettare il requisito veniva sì in questo modo diminuito, ma il rischio che le banche ritenevano di aver trasferito in realtà era tutto nelle loro mani. In tutto ciò, i rating attribuiti alle tranche cartolarizzate erano quantomeno discutibili: sfruttando il beneficio della diversificazione, due asset con rating BBB e correlazione perfettamente negativa potevano essere racchiusi nello stesso veicolo che poteva emettere titoli con rating AAA che la banca stessa poteva acquistare e mettere in bilancio con rischio quasi zero e conseguente capitale a supporto molto abbassato.

¹⁶⁴ D. Duffie, *Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability*, BIS Working Paper 255, 2008

“semplice” arbitraggio regolamentare, come ad esempio la ricerca di rating più alti da parte di banche che già sapevano di essere in difficoltà: al di là di questo, non si può non sottolineare che le previsioni fortemente ottimistiche di investitori professionali e agenzie di rating sui possibili *default* dei mutui si sono rivelate clamorosamente errate. In primis, si trattava di modelli statistici che utilizzavano serie storiche con frequenze di *default* dei mutui molto basse (frutto soprattutto del fatto che mai negli Stati Uniti le crisi immobiliari avevano avuto estensione nazionale, ma solo regionale, il che ha contribuito a far pensare a una bassa correlazione tra il crollo dei prezzi delle case in Ohio, per esempio, e quello in Florida); in aggiunta, ha avuto il suo ruolo anche la degenerazione del sistema delle commissioni pagate alle agenzie di rating, più alte sui prodotti strutturati. La crescente popolarità dei prodotti strutturati ha alla fine condotto a flussi notevoli di credito a basso costo, oltre che al progressivo deterioramento degli standard creditizi stessi: una volta attenuatasi la spinta al rialzo dei prezzi delle abitazioni, questo complesso modello si è sgretolato.

Queste sono essenzialmente le forze alla base della *credit bubble*, che tuttavia non pochi avevano già riconosciuto all’inizio del 2007¹⁶⁵, almeno sei mesi prima che tutto venisse allo scoperto. La percezione degli operatori era comunque di “cavalcare” quest’onda in procinto di impazzire piuttosto che arrestarla, semplicemente perché era ancora profittevole farlo: nel frattempo però le società di rating avevano iniziato, tra giugno e luglio, il *downgrading* di numerose *tranche* di titoli emessi dai veicoli finanziari delle banche e legati ai mutui *subprime*; soprattutto, i prezzi e le vendite delle case avevano appena iniziato il loro deciso calo che sarebbe durato fino al termine del 2008 e che avrebbe sconquassato il modello portato avanti dalle banche, che stava iniziando a sbriciolarsi anche con il crollo del mercato delle *asset backed commercial papers*, la cui liquidità andava nettamente calando a partire dal luglio 2007.

Tutti questi segnali testimoniavano un fatto chiaro: gli operatori del mercato monetario erano diventati riluttanti a prestarsi vicendevolmente denaro, e ad agosto la situazione venne fuori in tutta la sua gravità, quando anche lo spread tra

¹⁶⁵ Il primo incremento nei default dei mutui *subprime* (BBB e inferiori) risale al febbraio 2007, quando gli indici ABX correlati, basati sui prezzi dei CDS, sono iniziati a calare.

il LIBOR e il tasso sui *Treasury Bill* americani (il cosiddetto *TED spread*) iniziò ad aumentare, come normalmente avviene nei periodi di crisi¹⁶⁶. Tra il 1° e il 9 agosto 2007, decine di *hedge fund* registrarono notevoli perdite, amplificate dalla correlazione esistente tra i modelli quantitativi da loro utilizzati¹⁶⁷, mentre è ormai Storia dell'economia quanto accaduto il 9 agosto, con la prima ondata di illiquidità sui mercati, che percepivano un elevato rischio di *default* delle banche, e il conseguente intervento di BCE e FED, che iniettarono liquidità rispettivamente per 95 miliardi di euro e 24 miliardi di dollari sull'interbancario; in un mese, la stessa FED intervenne pesantemente tasso di sconto e sul tasso sui Fed Funds (4,75%), mentre il successivo crollo della Northern Rock in Inghilterra, nonostante il tentativo di salvataggio della Bank of England, è diventato ormai il caso pratico di tutti i modelli teorici che descrivono il cosiddetto *bank run*¹⁶⁸.

Il resto, come si suol dire, è storia: il continuo taglio dei tassi da parte della FED e l'attivazione del credito d'ultima istanza anche per le banche d'investimento (*Primary Dealer Credit Facility*); il crollo della Bear Stearns, una delle banche d'investimento “*too big to fail*”, acquistata nel marzo 2008 da JP Morgan Chase; il *bail out* di Freddie Mac e Frennie Mae, i due colossi statali dei mutui, e di AIG da parte del governo statunitense tra giugno e ottobre 2008; il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008; il *Troubled Assets Relief Plan*, annunciato nell'autunno 2008 dall'allora Segretario al Tesoro Paulson, un *mega bail out* da 700 miliardi di dollari che comprendeva vari provvedimenti, tra cui programmi di acquisto di *mortgage backed securities*, di mutui, di azioni delle banche in difficoltà da parte dello Stato, oltre che la mitigazione delle norme sui pignoramenti delle case.

Questi eventi hanno messo a dura prova non solo il sistema finanziario mondiale, che ne è uscito indubbiamente indebolito soprattutto sotto il punto di vista dei sistemi di regolamentazione (agenzie federali e quant'altro) e limitazione del rischio di *moral hazard*, ma anche il complessivo modello capitalistico che regola

¹⁶⁶ M. Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, op. cit.

¹⁶⁷ Per le ondate di ribassi generabili da schemi di *portfolio insurance*, cfr. J. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, op. cit.

¹⁶⁸ D. Diamond, P. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy, 1983

i meccanismi dell'economia, messo superficialmente in discussione da quanti non hanno compreso appieno la complessità di ciò che è accaduto. Al di là di ciò, si sottolinea come questa sintetica ma (auspicabilmente) esaustiva descrizione delle turbolenze avvenute sui mercati finanziari nel corso del 2007-2008 sia alla base del totale rovesciamento delle condizioni di contesto che avevano condotto il mercato del private equity al boom che si è descritto nel corso del secondo capitolo. Un cambiamento che ha messo in discussione pesantemente il modello perpetrato dai fondi fino all'autunno 2007, ma che, come teorizzato nell'abusato ossimoro di Schumpeter, è in grado di generare dalla "distruzione" una nuova "creazione": delle nuove tendenze cioè per l'industria del private equity, che dimostreranno se la capacità di adattamento di questa attività sono ancora e realmente in grado di superare anche momenti di spiccata difficoltà come quello attuale.

3.1.2 1990-2007: l'impatto sul Private Equity di due crisi del credito

Tutti gli avvenimenti ricordati, limitandosi a ciò che è accaduto fino all'inizio del 2009 (dunque prima che scoppiassero altri casi scottanti, come gli ultimissimi guai di Dubai e soprattutto Grecia, oltre alle accuse di frode perpetrate nei confronti di Goldman Sachs) e circoscrivendo il campo alla sola componente finanziaria e creditizia della crisi, hanno generato un impatto notevole sull'attività di private equity, come è stato più volte sottolineato precedentemente, specialmente nell'ambito dei LBO. Tale impatto può essere ritenuto parzialmente simile a quanto avvenuto sul finire degli anni '80 e nei primi anni '90: anche lì infatti, come nel 2007, l'industria del private equity usciva da una *golden age*, che si concluse bruscamente con la crisi delle *savings & loans* e la conseguente recessione del 1990-1991 negli Stati Uniti. In particolare, nel 1991 fallirono 26 degli 83 *large/mega deal* conclusi tra il 1983 e il 1987, mentre 18 finirono sotto il *Chapter 11*: ma il dato più interessante non è tanto questo, quanto invece il fatto che il mercato del LBO crollò del tutto in numero e volumi, passando dagli 88 miliardi di investimenti mondiali del 1988 ai soli 7,5 del 1991; per tornare alle cifre del boom degli anni '80 ci vollero ben 13 anni.

Oggetto di una messe di studi nel corso degli anni, è ormai opinione comune degli economisti che a causare il collasso del mercato delle acquisizioni a debito tra il 1988 e il 1990 sarebbero state cinque le cause fondamentali¹⁶⁹: tali spiegazioni possono essere in realtà applicate parzialmente anche alla crisi attuale, il che se da un lato cristallizza la diagnostica di quanto ormai già accaduto, dall'altro contribuisce a gettare ombre sul futuro del private equity negli anni a venire. Le cinque cause individuate sono:

1. I crescenti prezzi pagati per le acquisizioni nel periodo di crescita dell'attività;
2. I livelli di indebitamento nelle acquisizioni arrivati anche al 90% del totale dell'*enterprise value* della target;

¹⁶⁹ S. Kaplan, J. Stein, *The evolution of buy out pricing and financial structure in the 1980s*, Quarterly Journal of Economics, 1993

3. L'improvvisa e inaspettata accelerazione da parte delle banche nel richiedere i propri pagamenti sui prestiti, il che ha condotto ad un sostanziale declino nella capacità delle imprese di rimborsare il proprio debito;
4. La gran parte del debito contratto di carattere subordinato, dunque più rischioso, utilizzato al fine di completare la struttura di finanziamento di operazioni dalle dimensioni elevate;
5. La notevole porzione del debito venduto dalle banche agli investitori privati attraverso il mercato obbligazionario, tramite la creazione di titoli ad alto rendimento e rischiosità.

Come si può notare, alcune di queste cause erano già state evidenziate come tendenze emergenti dal periodo favorevole dell'attività, altre sono invece tra i detonatori della crisi, altre ancora sono cambiate col passare degli anni e l'evoluzione dell'ingegneria finanziaria (come il ricorso al mercato pubblico del debito, attuato ora attraverso il complesso sistema delle cartolarizzazioni anziché con le classiche obbligazioni).

A tal proposito, va subito detto che nel tempo sono emerse delle opinioni contrastanti, non tanto riguardo a queste cause, quanto invece sul loro impatto: da una successiva ricerca empirica effettuata da Steven Kaplan¹⁷⁰, è emerso come in realtà i *distress costs* legati alle operazioni di LBO non siano poi così alti, poiché si parla di un dato medio compreso tra il 10 e il 20% del valore dell'impresa acquisita. Ciò potrebbe sembrare strano rispetto a quanto appena detto, ma in realtà nello studio viene chiarito che questi valori sono da riferirsi principalmente a cause di tipo economico (per esempio un improvviso deterioramento delle condizioni in un settore, o cambiamenti improvvisi nella domanda per prodotti e/o servizi realizzati dall'azienda oggetto dell'acquisizione), molto meno invece a cause finanziarie. La riflessione potrebbe quindi deporre a favore di quanti vedono dei fondamentali comunque forti nell'industria del private equity, quindi in grado di creare valore anche a dispetto di scossoni sul lato finanziario: tuttavia, non va dimenticato un dato cruciale, cioè il fatto che le proporzioni della crisi attuale

¹⁷⁰ S. Kaplan, G. Andrade, *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from high-leveraged transactions that became distressed*, Journal of Finance, 1998

rispetto a quella del 1990 sono ben diverse, sia perché le dimensioni del mercato del LBO sono cresciute parecchio¹⁷¹, ma soprattutto perché i *network effects* che si sono tracciati precedentemente hanno amplificato in profondità ed estensione gli shock iniziali sui mercati finanziari. Se a ciò si aggiunge che, a parte l'*industry* scatenante la bolla speculativa (il *real estate*), attualmente ce n'è più di una in crisi o comunque in transizione, ecco che le evidenze empiriche sulle differenze tra *economic* e *financial distress* cominciano a vacillare: se anche si trattasse di costi da attribuire maggiormente a problemi economici, attualmente sono presenti sia questi, a causa della recessione globale, che quelli finanziari.

Al di là di questa precisazione, occorre verificare se in realtà le caratteristiche degli avvenimenti di vent'anni fa possono essere fatte in tutto e per tutto coincidere con la situazione odierna, oppure se qualcosa è cambiato, cosa che è avvenuta sì, ma in peggio. A tal proposito, poiché gli aspetti relativi ai comportamenti delle banche sono già stati delineati nell'ambito della descrizione del *credit crunch*, l'analisi si focalizzerà su quelli che più volte nel corso del lavoro sono stati definiti i fattori cruciali del mercato del LBO: i prezzi delle acquisizioni, il ruolo dell'indebitamento e la trasmissione degli shock iniziali sul mercato del credito.

Il punto di partenza sta effettivamente nella valutazione dei prezzi pagati per le acquisizioni nei periodi positivi per l'attività: si può affermare in generale che si tratta di multipli alti, come è normale che sia data soprattutto la forte concorrenza nel settore, ma la questione è capire quanto alti in realtà siano. Nel 1990, appena iniziata la recessione, i prezzi calcolati come multiplo dell'EBITDA scesero di circa un terzo, passando da 7-8x a 5-6x; apportando le dovute correzioni alle stime attuali¹⁷², che scontano sicuri cambiamenti dei prezzi di mercato e dei multipli di riferimento sulle Borse, i multipli medi fino al 2007 si aggiravano su una media

¹⁷¹ Ciò è dimostrato dal fatto che il livello dell'attività registrato negli anni '80 si è ricreato con quella consistenza tra il 2003 e il 2005, considerati come periodi positivi per il private equity, ma incomparabili al boom del 2006-2007.

¹⁷² V. Acharya, J. Franks, H. Servaes, *Private Equity: boom and bust?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2007

che andava dal 10x degli Stati Uniti al 9x dell'Europa, con non poche punte di 12-13x¹⁷³, dunque significativamente più alti che negli anni '80.

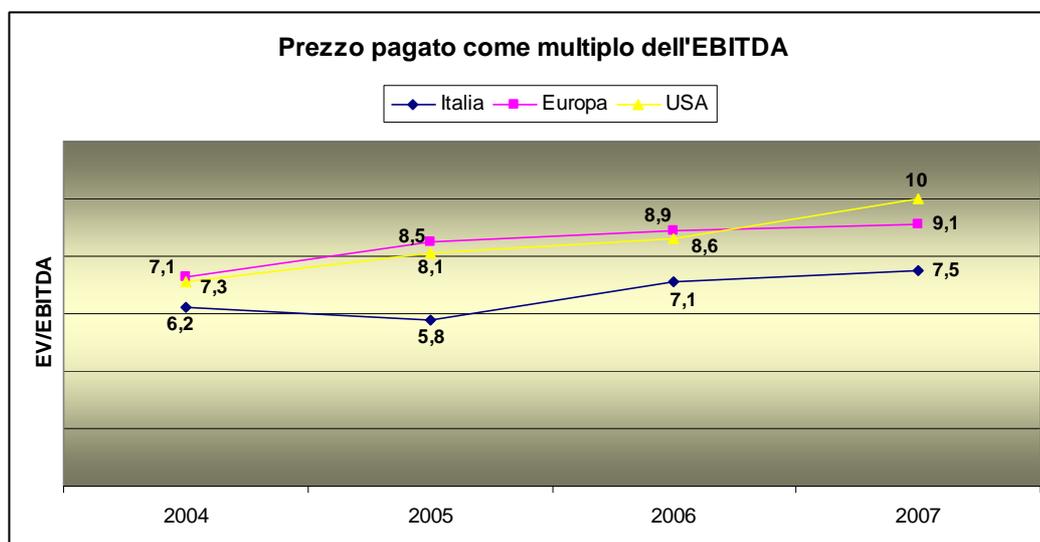


Figura 35: Prezzo pagato come multiplo dell'EBITDA a confronto. Fonte: AIFI

Tuttavia, pur essendo i prezzi ai loro massimi storici, ciò non significa necessariamente che essi siano prossimi ad un calo, cosa che in effetti non sta avvenendo: Standard & Poor's ha rilevato che alla caduta del livello d'indebitamento delle operazioni di *buy out* non è corrisposto un eguale crollo dei multipli in entrata, che sono passati da 9.7x a 7.7x tra il 2007 e il 2009.

Da un punto di vista concettuale, i prezzi elevati derivano essenzialmente da due cause, le stesse che hanno alimentato gli investimenti in private equity nel periodo antecedente la crisi: i bassi tassi d'interesse (o, in generale, le condizioni di mercato favorevoli) e l'equilibrio esistente tra domanda e offerta d'investimenti per i fondi. Fino al 2007, i tassi bassi e la presenza di numerose imprese con alta marginalità hanno agito nella stessa direzione: con il *credit crunch*, pur venendo meno la spinta del denaro a basso costo, il livello dei prezzi non si è comunque abbassato a causa dell'incremento della competitività tra i fondi per accaparrarsi i business migliori, problema esploso con l'avanzare della recessione e la necessità di utilizzare rapidamente grandi masse di capitali ancora inespressi¹⁷⁴, il che ha consentito che si generasse il classico squilibrio tra l'elevata domanda e la bassa

¹⁷³ Dati AIFI.

¹⁷⁴ Si tornerà più diffusamente sul tema nel corso del capitolo.

offerta di imprese, con il risultato che i multipli in entrata non sono di fatto scesi di molto. A confermare peraltro il legame inverso tra livello dei prezzi e tassi d'interesse si aggiunge inoltre un recente studio condotto su 153 operazioni di *buy out* condotte dai cinque fondi top (KKR, Blackstone, Permira, Bain, CVC) tra il 1980 e il 2006: viene chiarito non solo che la correlazione è statisticamente alta tra prezzi alti e tassi d'interesse bassi (il che è abbastanza ovvio), ma anche tra tassi e quantità d'indebitamento contratto per l'operazione, che dunque non dipende né dalle caratteristiche dell'impresa target, come ad esempio il suo livello base di debito, né tanto meno da quelle del fondo che la acquisisce¹⁷⁵.

Quanto al ruolo del debito, una delle caratteristiche principali del recente boom nel LBO è, lo si è sottolineato più volte, la natura dell'indebitamento stesso: gran parte di questo è stato sindacato fra le varie banche e venduto, tramite le cartolarizzazioni, anche ad altre istituzioni finanziarie, come gli *hedge funds*. La conseguenza negativa principale di questa pratica è il rischio sistemico: poiché il debito è liberamente negoziato, nessuno può sapere chi in realtà lo possiede e dunque è esposto. La mancanza di trasparenza in questo senso può causare problemi di liquidità anche per quei prestatori di fondi solventi che volessero finanziarsi ulteriormente sui mercati o presso altre banche (in poche parole, ciò che accade oggi nell'interbancario): in uno scenario simile, un piccolo shock nel mercato dei LBO, come per esempio il *default* di pochi *deal* di piccole dimensioni, magari riferiti a fondi con una reputazione non paragonabile a quelli principali, ha il potere di scatenare le stesse ripercussioni che si sono viste nel recente crollo del mercato dei *subprime*¹⁷⁶, praticamente rendendo il mercato del *funding* all'ingrosso soggetto agli stessi rischi di quello *retail*¹⁷⁷. Sono effetti che diventano, con le differenze esistenti tra un mercato istituzionale e uno *retail*, assolutamente speculari: per di più, a ciò va aggiunto anche il sistema di rimborso del debito basato su schemi prevalentemente *bullet*, entrati in crisi una volta che

¹⁷⁵ U. Axelson et al., *Leverage and Pricing in buy outs: an empirical analysis*, Swedish Institute for Financial Research, 2007

¹⁷⁶ V. Acharya, J. Franks, H. Servaes, *Private Equity: boom and bust?*, op. cit.

¹⁷⁷ In pratica, anche il mercato del LBO diventa soggetto al cosiddetto *bank run*, cioè la corsa al ritiro dei fondi e la conseguente crisi di liquidità. La dispersione del debito e le interconnessioni dei sistemi finanziari amplificano gli effetti degli shock iniziali.

l'assenza di liquidità sul mercato ha reso impossibile il rifinanziamento dei prestiti contratti. È poi evidente che, da un punto di vista meramente dimensionale, il boom dei prezzi delle acquisizioni di cui si è appena discusso ha portato inevitabilmente all'aumento della quantità d'indebitamento contratta per realizzare maxi acquisizioni da miliardi di dollari: tutto questo con proporzioni davvero molto più elevate di quelle che si erano viste negli anni '80, generando dunque effetti simili in teoria, ma di portata ben più devastante nella pratica¹⁷⁸. Considerando infatti le emissioni globali di indebitamento finalizzato ad operazioni di LBO, si nota come, a partire dal 1999, quando il livello dei prestiti era praticamente nullo, il debito emesso è salito vertiginosamente fino a toccare un picco di 500 miliardi di dollari complessivi nel 2007. Tuttavia, sia l'effetto della riduzione del *risk appetite* delle banche e l'anemico interesse degli investitori istituzionali, che la ridottissima emissione di CLOs, hanno avuto una portata decisamente devastante: nel giro di un anno l'ammontare dei prestiti finalizzati a LBO si è più che dimezzato, al punto di raggiungere nel 2009 la quasi inesistente quota di 20 miliardi.

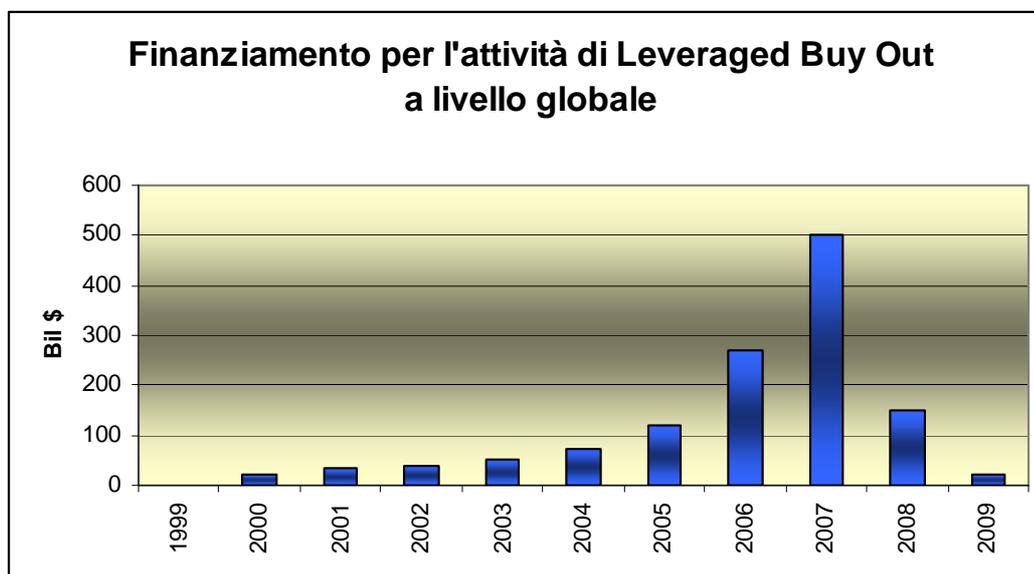


Figura 36: Ammontare di debito finalizzato ad operazioni di LBO a livello globale.
Fonte: Thomson Reuters

Si è visto dunque come le due crisi finanziarie e creditizie avvenute negli anni '80 e nel periodo recente abbiano avuto alcune similarità: su tutte, la circostanza che

¹⁷⁸ U. Axelson et al., *Leverage and Pricing in buy outs: an empirical analysis*, op. cit.

in entrambi i casi i prezzi pagati per le acquisizioni e il livello d'indebitamento utilizzato hanno raggiunto picchi notevoli, essendo di fatto l'una la conseguenza dell'altra. Tuttavia, sono emerse anche notevoli differenze: in primis, la dimensione della crisi del credito attuale è molto più elevata, sia in termini di controvalori dei *deal*, che di estensione; inoltre, nel recente ciclo creditizio gran parte dei finanziamenti è venuta dal debito bancario, che è stato poi venduto con varie modalità (portando le banche ad essere meno attente nel monitoraggio del creditore), anziché dal mercato obbligazionario come negli anni '80. Soprattutto, la principale differenza sta nel fatto che la diffusione dell'indebitamento bancario presso varie istituzioni ha generato un elevato rischio sistemico che ha reso illiquido l'intero mercato e, effetto secondario, ha limitato al minimo la possibilità di rifinanziamento del debito qualora si fosse presentata la necessità, aumentando i casi di *default* delle operazioni: poiché, come si è visto nel corso del secondo capitolo, più della metà degli investimenti complessivi dei fondi di private equity è costituita da *buy out*, la crisi di una modalità operativa, il LBO, ha finito per travolgere i volumi dell'intera attività: nel prossimo paragrafo verrà chiarito in che termini ciò è avvenuto.

3.2 Il cambiamento del trend nel 2008

Nel capitolo precedente si è visto che tra il 2006 e il 2007 in tutto il mondo le cifre del private equity sono state assolutamente sbalorditive, raggiungendo picchi in valore e numero di operazioni, nella raccolta, nei capitali gestiti. Si è anche sottolineato come il traino di questo vero e proprio boom dell'attività sia stato il segmento del *buy out*, facilitato dalla notevole disponibilità di capitali di debito a costi contenuti, in particolar modo nell'ambito dei cosiddetti *jumbo deals*, e dalla presenza sul mercato di numerose imprese dalle performance elevate.

Poiché, come detto nel corso delle riflessioni appena svolte sul *credit crunch*, l'inizio ufficiale della crisi finanziaria può essere fatto risalire al 9 agosto, quindi quasi già nel quarto trimestre, è abbastanza logico che il dato relativo al 2007 non ne abbia risentito eccessivamente, anche se si era visto come l'Europa avesse già osservato un certo calo (-30%) nella raccolta, nonché uno stallo effettivo nell'ammontare degli investimenti, che non si era registrato invece negli Stati Uniti, per i quali il 2007 è stato l'anno di picco dell'attività. Volendo considerare, quantomeno per l'Europa, gli ultimi mesi del 2007 come i primi segnali negativi, è nel 2008 che il trend nel settore del private equity cambia decisamente, specialmente a partire dal secondo semestre, quando la crisi di liquidità dei mercati si espande e l'andamento negativo del mercato dell'*exit* (specie l'IPO, ma non solo) costringe l'attività di private equity nella classica condizione che potrebbe essere definita "dell'imbuto", non potendo né alimentare nuove operazioni con la stessa rilevanza dimensionale e numerica dell'anno precedente (e sicuramente senza lo stesso livello di debito), né uscire o rifinanziare con facilità quelle che si hanno in portafoglio.

Di fatto, la crisi finanziaria globale ha rovesciato del tutto quelle forze che avevano sospinto la crescita e il successo del LBO negli anni recenti: con la stretta creditizia e i mercati azionari ben lontani dai picchi che avevano raggiunto nel 2007, i fondi operanti in particolare nell'ambito del *buy out* hanno visto (e vedranno anche nel futuro imminente) diminuire la leva disponibile per quei *deal* di grandi dimensioni che sono stati certamente uno dei fatti più rilevanti degli anni precedenti. Non di meno, molte delle imprese che sono state acquistate con prospettive molto solide e positive, stanno realizzando delle cattive performance,

poiché il meccanismo di trasmissione della crisi dal finanziario al reale è avvenuto rapidamente: onorare il servizio del debito con i *cash flow* in calo diventa sempre più difficile, considerato anche che il rifinanziamento dello stesso è un'operazione molto complessa in questo contesto, il che rende necessario un continuo intervento dei fondi sui propri business in portafoglio. C'è poi un tema ulteriore: come è accaduto ai *limited partners* (si vedrà più avanti in che termini), anche nell'ambito della gestione del portafoglio degli investimenti si crea il problema del cosiddetto "effetto denominatore". Ciò che è accaduto è infatti questo: con l'estensione della crisi all'economia reale, non è stato infrequente che in certi settori le aziende abbiano visto rapidamente anche dimezzarsi i propri EBITDA, o perlomeno scendere parecchio. Una società che, negli anni favorevoli per il *leverage*, sia stata pagata 12-13 volte l'EBITDA, cosa non rara, se quest'ultimo si è dimezzato sarà di fatto stata acquisita ad un astronomico valore di 24-25x, ingestibile sotto qualsiasi punto di vista lo si voglia considerare¹⁷⁹.

Secondo quanto stimato da International Financial Services London sulla base dei dati raccolti da PriceWaterhouseCoopers, Thomson Reuters e EVCA¹⁸⁰, nel 2008 a livello globale sono stati investiti 190 miliardi di dollari nell'attività di private equity: si sta parlando di un dato in discesa del 40% circa rispetto all'anno precedente. Come già accennato, il calo più accentuato lo si è registrato nel corso del secondo semestre dell'anno, quando la liquidità si è cominciata a prosciugare del tutto e gli investitori sono diventati più avversi al rischio con il crollo del mercato azionario. Molti fondi di private equity quotati hanno visto i prezzi delle proprie azioni crollare rapidamente e hanno dovuto operare numerose svalutazioni sugli investimenti detenuti in portafoglio: il dato preoccupante non è forse però tanto questo, quanto invece la stima di dover rifinanziare prestiti per 500 miliardi

¹⁷⁹ Preqin ha rilevato che l'IRR annuale dei fondi di *buy out* per il 2008 è stato -13.3% (incluso il totale degli *assets* del settore, non solo i capitali sfruttati). Sebbene questo rendimento negativo sia di gran lunga superiore all'andamento dei mercati azionari, è inevitabile che risenta della fortissima volatilità di breve periodo osservata. I dati su orizzonti temporali triennali o quinquennali, come si vedrà poi, confermano comunque l'*over performing* rispetto alle Borse. Cfr. Preqin, *Private Equity Spotlight*, vol. 5, n.4 (aprile 2009)

¹⁸⁰ International Financial Services London, *Private Equity 2008 Report*, agosto 2009

di dollari¹⁸¹ negli anni a venire, con condizioni di mercato non più favorevoli come prima.

Prevedibilmente, il crollo peggiore è avvenuto nel mercato dei *buy out*: la percentuale di questo tipo di operazioni sul totale è passata dall'89% del 2007, al 41% di fine 2008, seguendo la difficoltà nell'ottenere dalle banche debito per completare le acquisizioni a leva. Parliamo di cifre che si sono dunque più che dimezzate nell'arco di un anno, sia in termini assoluti che relativi; guardando invece al numero degli interventi di *buy out* realizzati, il dato peggiore riguarda gli Stati Uniti, con l'80% delle operazioni in meno, mentre l'Europa "si ferma" al 70%.



Figura 37: *Peso tipologia intervento sul totale investimenti a livello globale. Fonte: IFSL*

Di fatto, per le operazioni di maggioranza si tratta di un vero e proprio crollo del mercato, che colpisce, ma questo è abbastanza ovvio, i *deal* di grandi dimensioni, con un calo dell'84% di quelli che vanno dai 3 miliardi di dollari in su. I tre interventi più importanti a livello mondiale¹⁸² sono stati l'acquisizione di ConvaTec (*health care*) da parte di Avista Capital Partners e Nordic Capital Fund per 4 miliardi, quella di Weather Channel (media ed *entertainment*) da parte di

¹⁸¹ Dati EVCA. Si dirà poi, parlando del LBO, di quali problematiche questo crea per la stabilità dei mercati finanziari a partire dal 2012.

¹⁸² Si intendono gli interventi previsti fin dall'inizio per il 2008, poiché la crisi ha fatto sì che alcune acquisizioni previste per fine 2007 siano invece slittate all'anno successivo: ne è un esempio il già citato *deal* Harrah's – Apollo/TPG, ma anche l'operazione di Bain e Thomas H. Lee su Clear Channel (24 miliardi di dollari) nel campo delle telecomunicazioni.

Blackstone e Bain per 3 miliardi e mezzo e il *takeover* da 2.5 miliardi di Carlyle su Booz Allen Hamilton (consulenza): operazioni dunque almeno dieci volte più piccole di quelle record che si erano viste nel 2007. Parallelamente, né potrebbe essere altrimenti, si registra nel 2008 la tendenza ad aumentare la componente equity all'interno delle operazioni di LBO: il crollo del mercato del debito ha portato la contribuzione media dell'equity al 42,6%, a fronte del 33% del 2007, tornando di fatto a livelli più alti di quelli pur elevati visti subito dopo lo scoppio della bolla *New Economy*.

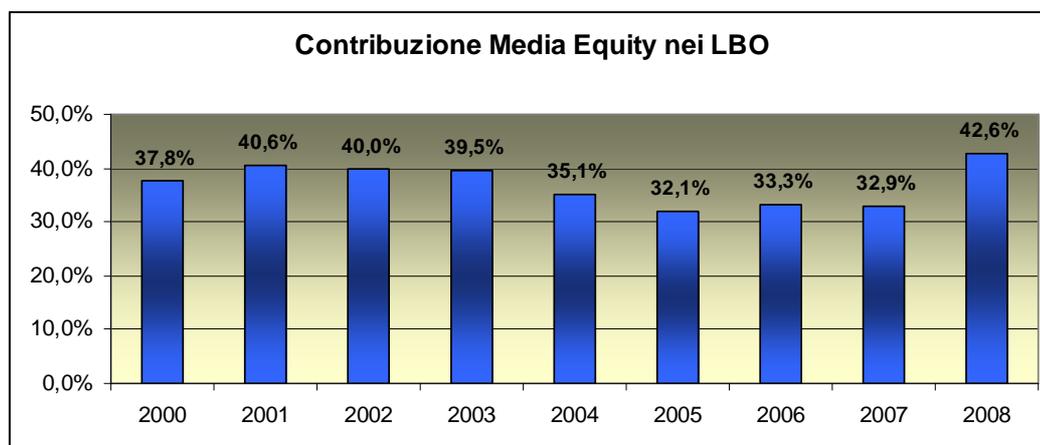


Figura 38: Contribuzione media equity nei LBO. Fonte: S&P Leveraged Commentary & Data

È altresì interessante notare che anche la quantità di capitali raccolti nel 2008 che si prevede di investire in operazioni di *buy out* nell'anno successivo si dimezza, passando dal 90% al 40% del totale della raccolta annuale. A tal proposito, due sono le questioni riguardo gli investimenti già effettuati: la prima, legittima domanda da porsi è se, con una raccolta in calo, i fondi saranno ancora in grado di andare avanti per molto tempo con il *fund raising* effettuato negli anni addietro, stante il blocco esistente sul mercato dell'*exit*. Si dirà successivamente in che termini ciò non solo accadrà, ma soprattutto è necessario che accada, stante l'ingente quantità di capitali non sfruttati da parte dei fondi.

La seconda riguarda invece la valutazione contabile dei propri investimenti in essere, chiamando in causa ancora una volta il cosiddetto "effetto denominatore": se nel passato molte società di private equity non avevano compiuto sulle proprie imprese in portafoglio il *marking-to-market*, aspettando finché non arrivasse il momento di cederle, con la crisi l'esigenza di valutare il reale valore di ciò che si

ha in portafoglio diventa più stringente. Lo scopo è soprattutto quello di consentire agli investitori potenziali di centrare i loro target di allocazione dei capitali nel private equity: poiché la quota di investimenti in *public equity* dei loro portafogli è calata drasticamente (perché viene valutata al *fair value*), se il private equity non fosse valutato a valori di mercato la sua incidenza percentuale sul totale aumenterebbe notevolmente: un altro effetto denominatore negativo dunque, amplificato dal fatto che il tipico ritardo trimestrale dei report ha reso i *limited partners* consapevoli della situazione solo a partire dal primo quarto del 2009¹⁸³. Il punto in tutto ciò è che, anche volendo compiere il *marking-to-market*, una delle approssimazioni più usate per determinare l'*equity value* delle imprese detenute da un fondo è il valore di mercato delle società quotate comparabili: non serve sottolineare ulteriormente che in questo modo le svalutazioni da compiere portano il valore degli investimenti in portafoglio a dimezzarsi¹⁸⁴.

Prima di addentrarsi ulteriormente nell'analisi, i dati sul *fund raising* sono sempre molto importanti per mostrare il sentimento degli investitori in private equity in merito all'attività: forse sorprendentemente, il più che prevedibile calo nell'attività di raccolta non è stato così negativo come per gli investimenti. Nel 2008 sono stati infatti raccolti 450 miliardi di dollari a livello globale, solo l'8% in meno dell'anno prima¹⁸⁵: questo *puzzle* si spiega in realtà in parte a livello temporale, come per gli investimenti. La raccolta nei primissimi mesi del 2008 è stata infatti sì relativamente più favorevole, ma solo perché costituita da *fund raisings* che dovevano essere conclusi a fine 2007 e sono invece stati tenuti aperti fino al 2008, nella speranza che avrebbero raggiunto la dimensione prevista, circostanza che in numerosi casi non è avvenuta.

Nel corso della seconda parte dell'anno, con l'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari, la raccolta è invece calata decisamente, con *fund raisings* che dovevano essere chiusi nel 2009 anticipati invece al 2008 per il disinteresse degli investitori; a tal proposito, si consideri che ben 30 *fund raisings* sono stati abbandonati

¹⁸³ McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, 2009

¹⁸⁴ McKinsey rileva che dei 700 miliardi di dollari già investiti nel *buy out*, ne rimarrebbero solo 300 dopo aver valutato correttamente il portafoglio. Cfr. McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

¹⁸⁵ International Financial Services London, *Private Equity 2008 Report*, op. cit.

durante il solo 2008, raddoppiando il numero del 2007, anche questo concentrato negli ultimi mesi dell'anno¹⁸⁶.

Escludendo quindi fondi chiusi in ritardo e fondi chiusi in anticipo, entrambe comunque distorsioni del processo, la raccolta 2008 è stata in realtà notevolmente inferiore a quella 2007. Ciò ha comunque avuto anche un altro effetto, permettere cioè l'ingresso diretto sul mercato di altri soggetti, come *sovereign wealth funds* e nuovi *hedge funds* (o perlomeno quelli sopravvissuti ai *default*), il che ha generato non pochi interrogativi riguardo la trasparenza delle transazioni da questi operate¹⁸⁷; resta comunque il fatto che la feroce competizione in essere nel settore prima che la congiuntura economica volgesse al peggio è ora spostata in gran parte anche sul mercato secondario del private equity, che con lo scenario attuale può offrire opportunità da non sottovalutare a tutti gli operatori, non soltanto quelli specializzati, anche se il tema dell'incertezza sui prezzi può costituire un freno notevole a quella che invece, come si vedrà poi parlando di disinvestimento, potrebbe essere la “zattera” di salvataggio del settore nel breve termine.

Bil \$	Valore Investimenti		Valore Raccolta	
	2007	2008	2007	2008
USA	106	48	302	288
UK	50	32	61	65
Francia	18	12	10	15
Cina	11	13	11	13
India	18	11	6	8
Giappone	15	10	5	3
Australia	15	2	6	3
Altri	85	61	89	55
Totale	318	189	490	450

Figura 39: Principali Paesi per investimenti e raccolta in valori 2007-2008.
Dati in miliardi di dollari. Fonte: IFSL

Come si può notare dalla tabella, che scompone geograficamente gli investimenti e la raccolta mettendo a confronto 2007 e 2008, gli Stati Uniti hanno subito un calo sia negli investimenti (-54%) che nella raccolta peggiore (-5%) di quello inglese (-32% di investimenti), dove addirittura il *fund raising* è incrementato, così come in Francia, Cina e India. Malissimo l'Australia, che ha visto crollare

¹⁸⁶ Dati McKinsey.

¹⁸⁷ McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

dell'83% i suoi investimenti, mentre forse sorprende il dato relativo all'India, che per quanto si era detto precedentemente avrebbe dovuto mantenere delle buone opportunità per gli investitori, data la rilevanza delle operazioni di *expansion* sul totale.

Parallelamente a quanto detto su investimenti e raccolta, non deve sorprendere che il totale degli *assets under management* sia aumentato, fino ad arrivare a 2 trilioni e mezzo di dollari¹⁸⁸: l'incremento è dovuto sia al buon *fund raising* di inizio anno, ma soprattutto al fatto che aumentano gli investimenti in portafoglio non realizzati, poiché i fondi sono riluttanti a disinvestire con valutazioni di mercato in caduta che non permettono la valorizzazione dei propri investimenti, creando il concetto di imbuto di cui si era parlato in precedenza. Questo tema è uno dei più problematici per i fondi, specie per quelli che dovranno fare raccolta nel 2010-2011 e devono quindi affrettarsi a valorizzare i propri business in portafoglio: se ne parlerà più diffusamente nel paragrafo riguardante le difficoltà sul lato del disinvestimento.

¹⁸⁸ Come detto, il dato include anche le operazioni di avvio: se si ricorda infatti quanto rilevato da McKinsey, il solo private equity (considerato tecnicamente) gestiva nel 2006 700 miliardi di dollari, mentre si arrivava a circa 1 trilione e mezzo considerando anche l'*early stage*.

3.2.1 Focus sull'Europa

Un interessante approfondimento può essere effettuato, come di consueto, a proposito dell'Europa, di cui l'EVCA fornisce dati e tendenze attraverso bollettini trimestrali sull'andamento dell'attività: in questo modo, sarà possibile comprendere meglio quali collegamenti esistono tra le dinamiche degli investimenti e gli eventi accaduti nel 2008, considerando ad esempio alcune date significative, come marzo e settembre, i mesi in cui sono crollate Bear Stearns e Lehman Brothers. Emergono in proposito dati molto interessanti, sui quali è necessario soffermarsi: prima di tutto, relativamente alla raccolta, si può affermare che l'Europa ha vissuto una fase di relativa stabilità, vedendo scendere il proprio *fund raising* da 81 miliardi a "solo" 79,6, un calo del 2%, a fronte del -30% del 2007 (i dati comprendono anche il *venture capital*).

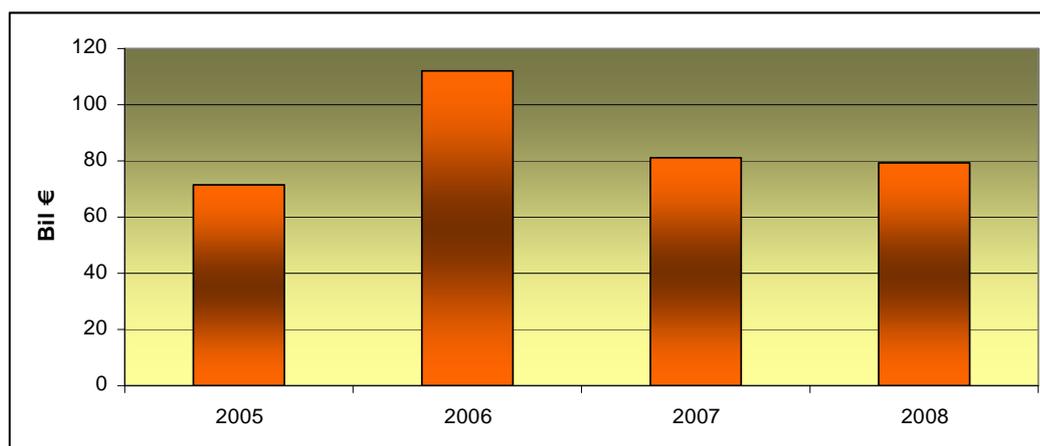


Figura 40: Evoluzione raccolta in Europa (compreso VC). Fonte: EVCA

Tra il 2007 e il 2008 il calo degli investimenti sul mercato europeo è stato invece pari al 27% (54 miliardi di euro investiti) in volumi, mentre è leggermente salito (+5%) il numero delle imprese in cui si è investito (considerando però anche i *follow on*, che con la crisi assumono una certa importanza), per un totale di poco meno di 6000 società: è un dato molto negativo, ma più alto di quelli relativi alle annate 2001-2002, biennio nero per i mercati tra recessione e terrorismo internazionale. Tuttavia, cambia anche la scala dimensionale dalla quale si scende: una cosa è, come nei primi anni del decennio, attestarsi comunque su valori che

mai avevano superato i 40 miliardi, un'altra è perdere 20 miliardi netti d'investimenti, quando si era anche sorpassata l'America, da quota 70 miliardi.

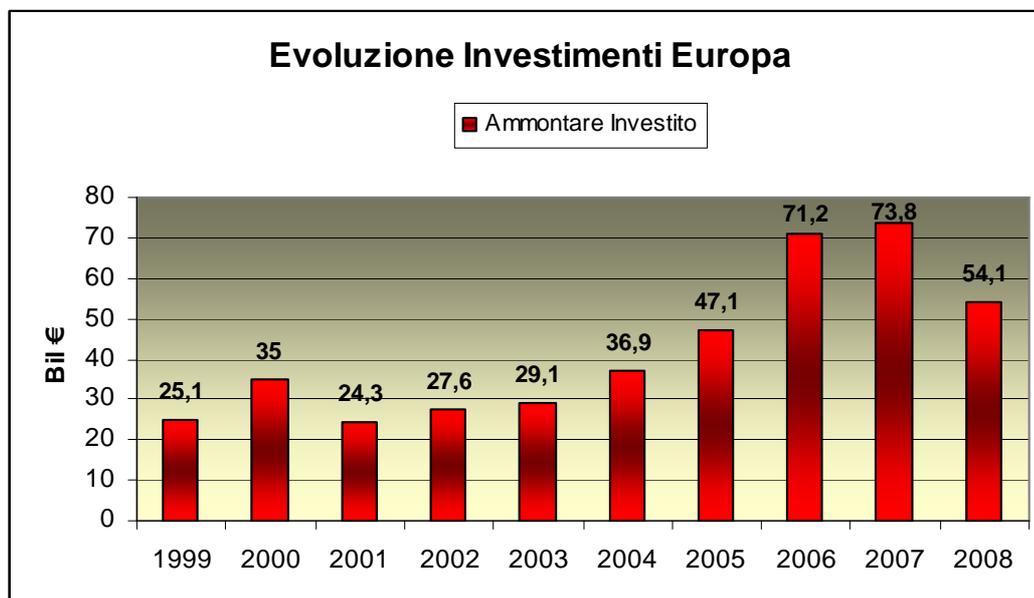


Figura 41: Evoluzione Investimenti in Europa. Fonte: EVCA

Gli investimenti nel segmento del *buy out* continuano a rappresentare, a dispetto della crisi, il 70% degli investimenti in valore, ma solo il 17% nel numero: parliamo di poco meno di 40 miliardi di euro, a fronte dei quasi 60 del 2007.

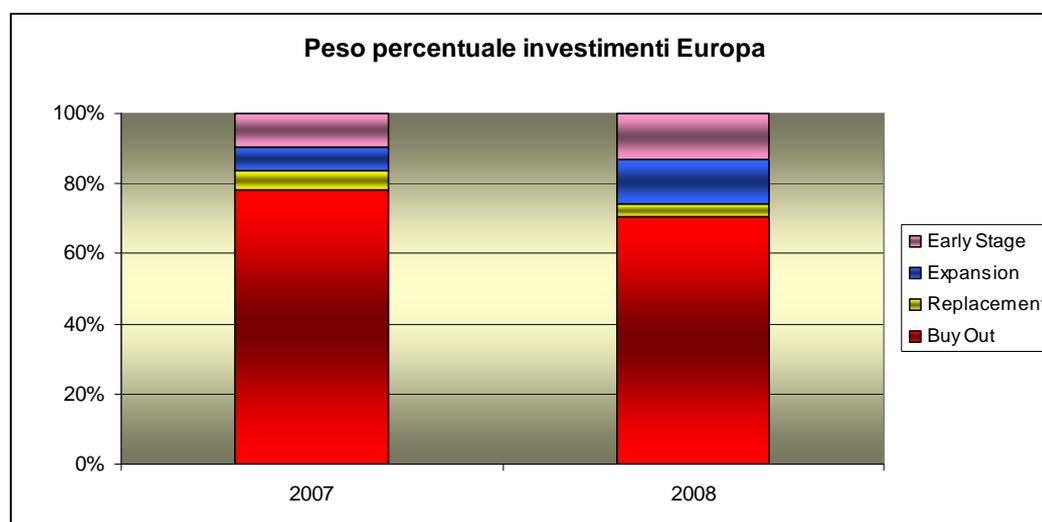


Figura 42: Incidenza investimenti per tipologia sul totale. Fonte: EVCA

Si può tuttavia provare a disaggregare il dato, e si rileva che in realtà gli investimenti europei hanno seguito almeno due distinte fasi nel corso dell'anno: a tal proposito, si proverà a seguire in questo paragrafo un percorso in parte metodologicamente diverso, che consente un'analisi più contingente e meno

strutturale, data la rapidità con cui sono cambiati gli scenari nel giro di pochi mesi. Si noterà allora che già all'interno dei singoli semestri le tendenze sono state molto differenti: conta soprattutto comprendere in che termini, tenendo comunque sempre a mente un *caveat* di non poco conto, dato dal fatto che le stime di brevissimo termine possono essere influenzate da singole operazioni dimensionalmente maggiori (sia in entrata, che in uscita).

Considerando infatti le variazioni congiunturali e non quelle tendenziali¹⁸⁹, per quanto riguarda il primo semestre dell'anno, a un deciso calo degli investimenti complessivi tra fine 2007 (ultimo trimestre) e primi tre mesi del 2008 (-29%), segue una certa ripresa (+14%) nel corso del secondo trimestre¹⁹⁰. Questo dato sta a significare due cose:

- in primo luogo, conferma che in pratica i primissimi mesi della crisi sono stati davvero negativamente significativi per l'attività europea, essendo state fatte poche operazioni (361) per 27 miliardi di euro complessivi;
- soprattutto, se il buon dato del secondo trimestre (400 operazioni per 31 miliardi) aveva contribuito, come detto precedentemente, a mascherare parzialmente la negatività del periodo che va fino a giugno, ciò che è successo negli ultimi sei mesi dell'anno è stato davvero un crollo totale del mercato, come infatti a breve si vedrà nel dettaglio¹⁹¹.

Guardando poi in particolare alla tipologia di operazione effettuata, ci si accorge come in realtà le operazioni di *buy out* non abbiano stavolta rappresentato il *driver* principale della crescita, né poteva essere altrimenti: -37% nel primo trimestre, +28% nel secondo, che di sicuro è una ripresa, ma parziale. Migliore invece il segmento dell'*expansion*, vero motore del timido rimbalzo semestrale, che ha fatto seguire a un calo del 25% iniziale un +70% nel secondo trimestre del 2008: anche qui, il dato va letto fra le righe, perché probabilmente frutto dello stato di salute delle aziende più indebitate, che guardano al private equity come fonte alternativa per finanziarsi mantenendo il controllo azionario. Anche analizzando il

¹⁸⁹ Per variazione congiunturale si intende la variazione percentuale rispetto al trimestre precedente, mentre per variazione tendenziale si intende la variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

¹⁹⁰ EVCA, *Quarterly Activity Indicator, Trends in Q1-Q2-Q3-Q4 2008*.

¹⁹¹ I dati andrebbero in realtà anche depurati dalle operazioni di *follow on*, che potrebbero non essere irrilevanti in questo senso.

numero degli investimenti, permane omogeneità rispetto ai volumi: calo prima, ripresa poi, senza sbalzi di segno opposto tra le varie tipologie d'intervento che possano far emergere tendenze al cambiamento dimensionale (che nei *buy out* si era peraltro già consumato a fine 2007).

Guardando ai disinvestimenti (-32% nel primo trimestre, +22% nel secondo), va invece segnalato che le svalutazioni, partendo da un dato molto alto di fine 2007, sono scese parecchio nei primi tre mesi del 2008 (-47%), così come *secondary* e IPO¹⁹² (-39%), mentre è rimasto sostanzialmente in stallo il *trade sale* (-4%). Il numero relativo alle svalutazioni, ma anche quello della vendita a *player* industriali, va considerato sì positivamente, ma va anche sottolineato che, trattandosi di una variazione congiunturale, sconta il fatto di partire da livelli elevati, quelli del panico dell'autunno 2007. Tuttavia, si osserva come la tendenza non cambi molto nel periodo che va da aprile a giugno, rafforzandosi anzi sia il dato relativo ai *write off* (-69%), che quello del *trade sale* (+115%), mentre permangono le difficoltà nelle altre modalità di uscita.

Quali sono dunque le conclusioni che si possono trarre dall'analisi dettagliata del mercato nei primi sei mesi del 2008?

1. Le turbolenze sui mercati iniziate tra estate e autunno 2007 sono proseguite per i primi tre mesi dell'anno, evidenziando tendenze negative per gli investimenti di ogni tipologia. Coerentemente con ciò, nel mese di marzo si è assistito al collasso della Bear Stearns, culmine del trend nero;
2. Il secondo trimestre ha visto invece una certa ripresa, trainata comunque in massima parte dagli investimenti in *growth capital*, mentre il *buy out*, pur registrando un discreto rimbalzo, continua ad attestarsi su valori bassi;
3. Pur seguendo in generale lo stesso trend (negativo prima, positivo poi) degli investimenti, le operazioni di *exit* hanno visto un calo costante e pronunciato nelle svalutazioni, il che è molto positivo, pur partendo da livelli alti. Il *trade sale* si è attestato su dati relativamente confortanti, mentre è innegabile che sia il *secondary sale* che il mercato dell'IPO abbiano attraversato fasi di marcata difficoltà, pur non potendo

¹⁹² Nel dato, l'EVCA ha discutibilmente accorpato *secondary*, *buy back* e IPO.

distinguersi con precisione all'interno del dato i termini specifici di ciascuna tipologia;

Si cercherà ora di verificare quello che ci si dovrebbe aspettare, cioè il sostanziale crollo del mercato del private equity nella seconda parte dell'anno, che si è sottolineato precedentemente essere stata una delle fasi più dure della crisi a livello finanziario, iniziata con i *bail out* di Fannie, Freddie e AIG e culminata con il *default* di Lehman e il piano TARP da 700 miliardi di dollari del governo americano: che i mercati abbiano reagito malissimo a tutto ciò è fuor di dubbio, resta da capire quali e quanti contraccolpi abbia subito il private equity.

Nel terzo trimestre, gli investimenti sono complessivamente scesi del 16%: è un calo di una certa dimensione, ma non pessimo come ci si poteva aspettare e comunque consente di rimanere su livelli superiori di quelli visti nel primo trimestre dell'anno. Operativamente, mentre il *buy out* rimane sostanzialmente stabile come volumi (-4%) ma diminuisce significativamente in numero di interventi (-11%), si assiste ad un deciso calo nell'*expansion* (-36%), dato questo molto negativo considerate le caratteristiche delle operazioni che si sposano bene al momento in atto, oltre che del *turnaround* (-74%), cosa invece abbastanza fisiologica considerati i livelli altalenanti da cui partiva.

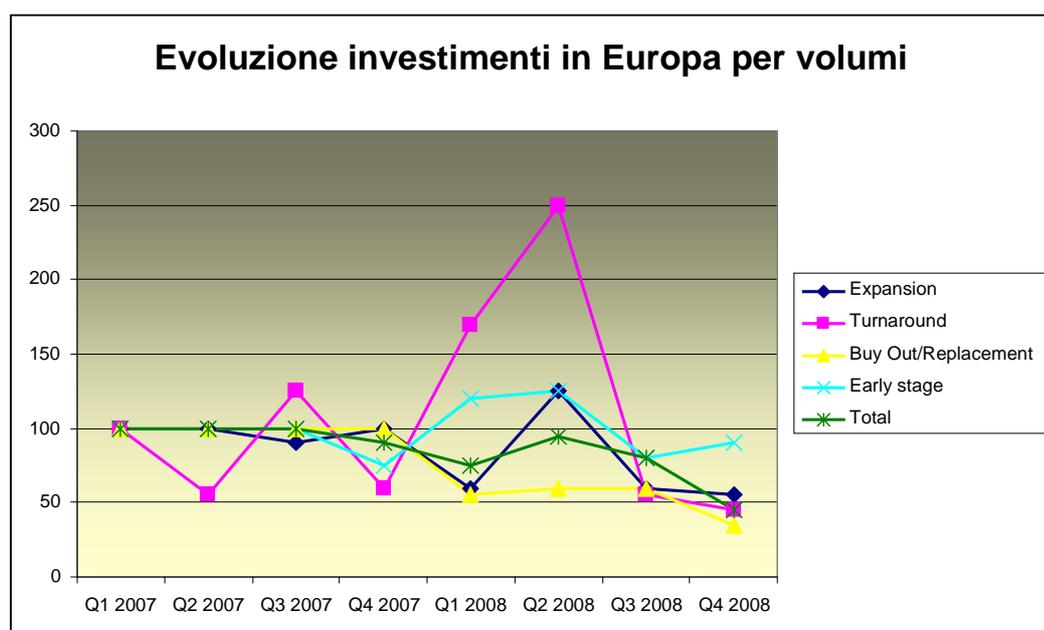


Figura 43: Evoluzione degli investimenti in Europa per volumi. La scala di sinistra funge da indice per misurare la valutazione percentuale, con base di partenza 100. Fonte: EVCA

In merito ai *buy out*, va detto che nel terzo trimestre del 2008 si è assistito ad un netto quanto prevedibile calo del rapporto d'indebitamento sull'equity per quelle poche operazioni che sono state compiute: da un sondaggio effettuato dall'EVCA a ottobre 2008¹⁹³, l'80% dei fondi di *buy out* intervistati ha affermato di essere arrivato alla soglia limite del 50% di debito sul totale dell'*enterprise value*; inoltre, diversi fondi hanno dichiarato altresì un calo della proporzione dell'equity sull'*enterprise value* durante tutto l'anno, il che, poiché l'indebitamento non aumenta, sta a significare il calo nel numero delle azioni che vengono acquistate in ciascuna impresa nella quale si investe.

L'aspetto più interessante di questa fase non riguarda comunque tanto gli investimenti, quanto invece l'*exit*: una discesa sì limitata (-4%), trainata più che altro dal calo del *trade sale* (-18%), ma soprattutto generata dall'aumento vertiginoso subito nuovamente dalle svalutazioni (+476%), che tornano ai livelli dell'inizio della crisi. In merito, va ricordato un aspetto forse lapalissiano, ma che comunque è utile sottolineare: è ovvio che, rispetto alle altre forme di uscita, le crescenti svalutazioni dell'investimento contribuiscono sì alla crescita del dato complessivo sull'*exit*, ma in senso negativo. È chiaro che se aumentano i *write off* aumenta pure il dato aggregato del disinvestimento, ma cresce perché trainato da una tipologia patologica di uscita, quale la svalutazione contabile della partecipazione è.

Come anticipato e come prevedibile, l'ultima porzione del 2008, che inizia con i drammatici eventi della Lehman Brothers nel mese di settembre, fa segnare il vero e proprio crollo del volume degli investimenti, che rispetto ai tre mesi precedenti scendono del 51%, partendo già da un livello molto basso: questa caduta è determinata soprattutto dal totale declino del mercato del *buy out*, che scende di un notevole 61% nei volumi e del 38% nel numero di interventi, il livello più basso dopo anni, trainato dalla crisi di liquidità che tocca in quei mesi il suo punto di massimo.

¹⁹³ EVCA, *Barometer*, n.64, ottobre 2008.

Peraltro, in merito alle operazioni di LBO, nel 2008 si è assistito, oltre che ad una riduzione dell'indebitamento utilizzato nei *deal*, anche ad un cambiamento nel mix di tipologie di debito: ad un aumento dell'uso del mezzanino, è corrisposto un calo sia nel *senior*, che nell'*high yield*¹⁹⁴; in tutti i casi, comunque, il costo del debito è notevolmente aumentato, come era logico attendersi, mentre non sono cambiate le fonti principali del capitale, cioè le banche. Il deterioramento nelle condizioni di accesso al debito si è riflesso inoltre nel restringimento dei *covenants* finanziari legati al rischio di *default* (debito/*cash flow* e debito/*equity*), soprattutto per gli operatori che si muovono a livello di regione o macroregione: l'effetto di ciò è che molti di questi *covenants* sono stati infranti, provocando non solo la revisione della *timeline* dei pagamenti, o dei termini dei *covenants* stessi, ma soprattutto in molti casi la perdita del controllo dell'impresa a favore dei creditori, circostanza cui si assisteva in minima parte negli anni precedenti¹⁹⁵.

Tornando alle operazioni, per nulla incoraggiante anche il dato relativo all'*expansion*, il cui volume scende del 20% a fronte invece di uno stallo nel numero: segno che si investe qualcosa nell'ambito degli interventi di minoranza, ma in *deal* di dimensioni molto ridotte, cosa comunque che non è necessariamente interpretabile negativamente.

¹⁹⁴ EVCA, *Barometer*, n.64, ottobre 2008

¹⁹⁵ V. Acharya, J. Franks, H. Servaes, *Private Equity: boom and bust?*, op. cit.

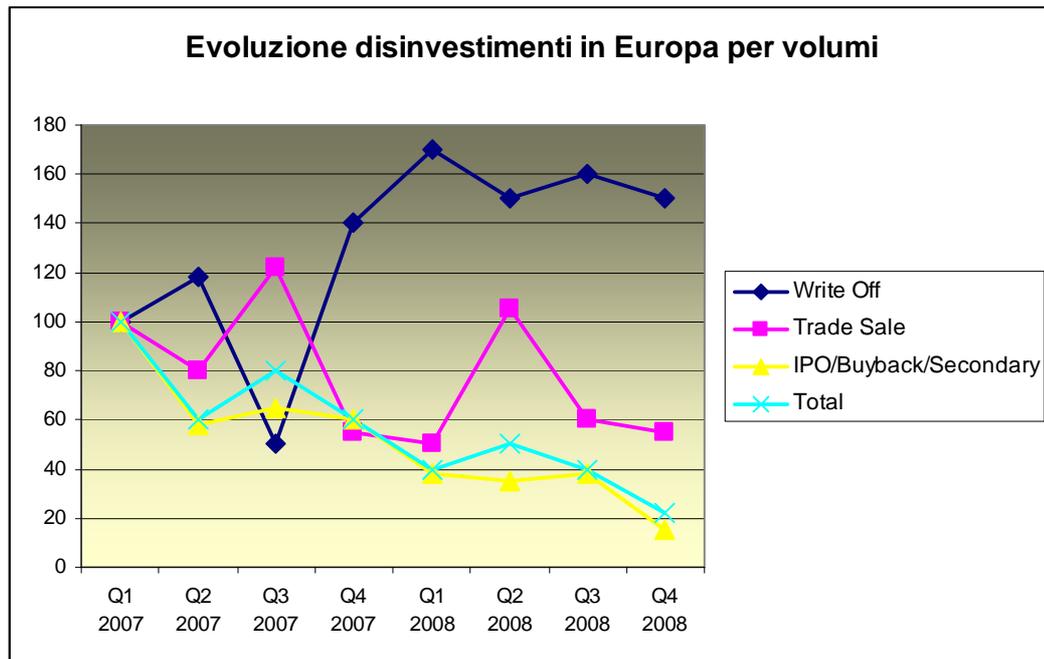


Figura 44: Evoluzione disinvestimenti in Europa per volumi. La scala di sinistra funge da indice per misurare la valutazione percentuale, con base di partenza 100. Fonte:EVCA

Nell'ambito dei disinvestimenti, si assiste anche qui al crollo totale dei volumi, che scendono del 44%, il livello più basso degli ultimi anni, trainati soprattutto dalla enorme difficoltà incontrata dai fondi nelle operazioni di *secondary* e di IPO (-62%), oltre che dal continuo calo del *trade sale* (-15%), mentre le svalutazioni sono scese modestamente del 10%. Le negative condizioni in cui si è trovato il processo di disinvestimento hanno avuto inoltre una conseguenza di notevole rilievo per l'attività di private equity nel suo complesso: si rileva infatti un incremento dell'*holding period* medio dei fondi. Se prima della crisi il periodo di detenzione delle partecipazioni era mediamente di 3 anni (si sottolinea in media, poiché convenzionalmente si è sempre detto che la fase d'investimento ha una durata quinquennale), oggi si prevede un allungamento fino a 5 e più, soprattutto nella speranza che i mercati azionari tornino a salire e consentano in questo modo di valorizzare in modo profittevole i propri investimenti in portafoglio, cosa oggi molto difficile: anche questa, tuttavia, non è una strategia esente da rischi, sia perché difficilmente i mercati torneranno a livelli molto alti in tempi brevi, stante la volatilità ancora oggi presente, sia perché crea un problema di non poco conto a livello di raccolta, la quale necessita ora più che mai di rendimenti positivi alle

spalle per essere riattivata come dimensione. Su questo tema si tornerà comunque nel corso del presente capitolo.

Volendo tirare le somme di quanto appena delineato, è evidente che le condizioni dell'ambiente in cui si è dovuta muovere nel 2008 l'attività del private equity in Europa sono state profondamente diverse da quelle che si erano viste per gli anni precedenti. Il deteriorarsi dello scenario macroeconomico in generale e finanziario in particolare ha portato a un calo vistoso negli investimenti, che ha visto il suo apice nel corso degli ultimi mesi dell'anno, caratterizzati da un vero crollo delle operazioni sia come numero che in valore, nonché da enormi difficoltà nella fase di uscita dall'investimento, contribuendo a creare un effetto di congestionamento all'interno dei fondi, i quali hanno visto ovviamente salire di parecchio i capitali in gestione e prolungare l'*holding period*.

Tuttavia, è possibile affermare che non tutto ciò che è accaduto nel 2008 abbia avuto connotati assolutamente negativi: alcuni aspetti hanno infatti rappresentato degli sviluppi di segno opposto, a dispetto delle difficili condizioni ambientali¹⁹⁶. In particolare, è apparso chiaro a molti operatori del settore che, con l'impossibilità di ricorrere in modo significativo alla leva finanziaria, le operazioni di *buy out* in particolare dovranno seguire un approccio diverso per poter continuare ad esistere. A tal proposito, oltre all'ovvia riduzione del rapporto debito/equity nella struttura finanziaria delle operazioni, alcune tendenze già osservabili sono ad esempio:

- gli interventi in imprese *distressed*, per lo più per quei fondi specializzati in un'attività che offre con la crisi numerose opportunità. L'investimento nelle aziende disestate consente infatti di entrare nel capitale di imprese temporaneamente in difficoltà a prezzi molto bassi. In quest'ambito, molto in voga sono le cosiddette transazioni "*loan-to-own*", attraverso le quali i fondi comprano obbligazioni di imprese in dissesto o vicine al fallimento e le trasformano in equity nel corso del processo di ristrutturazione aziendale: nel solo 2009, negli Stati Uniti 162 imprese sono state acquisite o fuse nel corso di una procedura concorsuale, e il numero non potrà che

¹⁹⁶ EVCA, *Barometer*, n.65, dicembre 2008

aumentare col tempo, oltre che fornire un guadagno sui prestiti concessi stimato da UBS nell'ordine del 18%¹⁹⁷;

- gli investimenti dei fondi in società quotate, denominati in gergo PIPEs. Il totale di queste operazioni negli Stati Uniti è passato dagli 84 miliardi del 2007 ai 118 miliardi del 2008, registrando una vera e propria supremazia dei fondi di private equity e di *venture capital* in un'area prima dominata dagli *hedge funds*¹⁹⁸;
- le operazioni aventi come target le istituzioni finanziarie, in grado magari di essere portate a termine a prezzi non troppo elevati, specie se si tratta di imprese che hanno subito perdite significative in un settore che non è mai stato troppo battuto dai fondi¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Un esempio di questo tipo di operazioni è l'acquisto della catena di ristoranti Real Mex da parte di KKR, Farallon Capital e Canyon Capital. Molte imprese anche non specializzate hanno comunque aperto fondi dedicati a questo genere di transazioni: Goldman Sachs ha allocato nel 2009 4,5 miliardi di dollari in uno specifico fondo per imprese *distressed*.

¹⁹⁸ Ernst & Young, *2009 US Private Equity watch: an industry in flux*, 2009

¹⁹⁹ Per quanto si è visto già con il *deal* IndyMac come la partecipazione dei fondi nelle banche sia, almeno negli Stati Uniti, fortemente limitata da norme di regolamentazione dell'attività bancaria. McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

3.2.2 Focus sul mercato italiano

Il consueto approfondimento che si è svolto nel corso di tutto il lavoro sull'Italia trova una chiave di lettura particolarmente interessante per quanto riguarda l'analisi del 2008. Difatti, si vedrà come in realtà a livello nazionale il mercato del private equity sembrerebbe non aver subito il tracollo che si è appena delineato nel contesto internazionale, ma ha anzi osservato una certa crescita, seppur contraddistinta dal fatto che un ruolo decisivo lo hanno avuto il segmento del finanziamento alle operazioni d'avvio e l'*expansion*. Il dato è comunque da prendere con la dovuta dose di buon senso, sia nel senso che la possibile posticipazione al 2008 di operazioni inizialmente previste per il 2007 potrebbe aver influenzato in parte i numeri, sia perché la crisi in Italia si può dire sia arrivata del tutto a partire dall'ultimo trimestre dell'anno, con il fallimento di Lehman e le conseguenze viste sui mercati mondiali.

Si può iniziare come sempre l'analisi dalla raccolta: il dato qui è particolarmente negativo e piuttosto in linea con quanto delineato in precedenza per l'Europa. Il calo su base annuale è infatti del 25%, per un totale di 2,2 miliardi di euro di capitali raccolti²⁰⁰. Il peso dei fondi indipendenti rimane superiore ai tre quarti del totale, come per l'anno precedente, ma il vero dato nuovo in questo ambito è che, rispetto al 2007, il ruolo degli investitori esteri si è drasticamente ridotto: nel 2008, l'83% dei capitali raccolti ha origini domestiche, mentre solo il 17% viene dall'estero, un valore che si è ridotto di più del 66% rispetto all'anno prima. Di fatto, solo nel 2005 la raccolta aveva avuto origini prevalentemente italiane, mentre negli anni a venire era accaduto il contrario: la proporzione di come si è rovesciata questa tendenza è un segno chiaro dell'impatto della crisi sugli operatori esteri, per di più perché si sta parlando di un peso che diminuisce su un totale altresì in calo. Anche rispetto all'origine della sola raccolta indipendente, c'è un dato nuovo di non poco conto: l'egemonia di banche e fondi di fondi, che nel 2007 rappresentavano complessivamente più della metà del *fund raising*, si riduce nel 2008 a un modestissimo 18% totale, un valore più che dimezzato.

²⁰⁰ Dati AIFI.

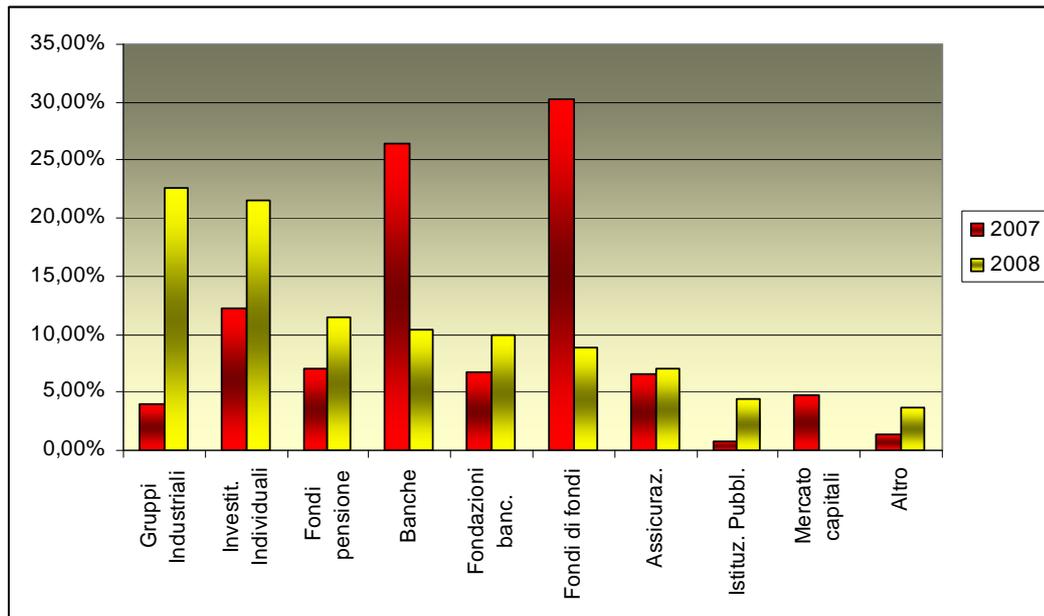


Figura 45: Evoluzione origine capitali raccolti per tipologie di fonte. Fonte: AIFI

Come si può notare dal grafico, al crollo di banche e fondi di fondi è corrisposto un deciso aumento della raccolta presso gruppi industriali e investitori individuali: forse questo dato può essere spiegato dal fatto che la crisi ha generato, per quei pochi soggetti che ne stanno uscendo indenni, opportunità di investimenti alternativi ai mercati tradizionali. È comunque sicuramente l'aspetto più significativo del *fund raising* in Italia nel 2008: vale la pena anche notare la totale scomparsa del mercato dei capitali dalle fonti e il crescente ruolo delle istituzioni pubbliche, come per ogni Paese durante la crisi.

Veniamo ora agli investimenti: nel 2008 in Italia sono state complessivamente realizzate 372 operazioni, 20 in più dell'anno prima, per un totale di 5 miliardi e mezzo di euro investiti, un incremento del 30% su base annuale²⁰¹. La cosa interessante è che, mettendo da parte le operazioni di *early stage*, rimaste invariate come numero ma aumentate in valore, gli interventi di *buy out* effettuati sono addirittura aumentati come numero nel 2008 (113 contro gli 87 dell'anno prima), pur diminuendo in valore, per un totale di 2,8 miliardi (3,2 nel 2007). Questo significa da un lato che il mercato italiano del *buy out* sembrerebbe essere, se si vuole mettere un'etichetta al dato, in fase di stallo, non di calo vertiginoso come

²⁰¹ Dati AIFI.

nel resto dell'Europa, ma anche che le operazioni effettuate sono state comunque di dimensioni più ridotte, seguendo la scarsità di debito disponibile sul mercato: l'ammontare medio di ciascun *deal* scende da 38 milioni a 15, e l'incidenza dei *mega deal* sul totale è molto meno marcata che nel 2007. Si nota infatti che mentre le operazioni di piccola dimensione sono rimaste le stesse in numero, e quelle medie sono addirittura aumentate, sono proprio i *deal* maggiori a essersi dimezzati rispetto all'anno precedente: questo conferma anche le aspettative di quanti vedono il futuro del *buy out* proprio nel mercato di medie dimensioni, dove chiaramente in Italia (ma anche in Europa) c'è abbondanza di realtà industriali di sicuro interesse per i fondi.

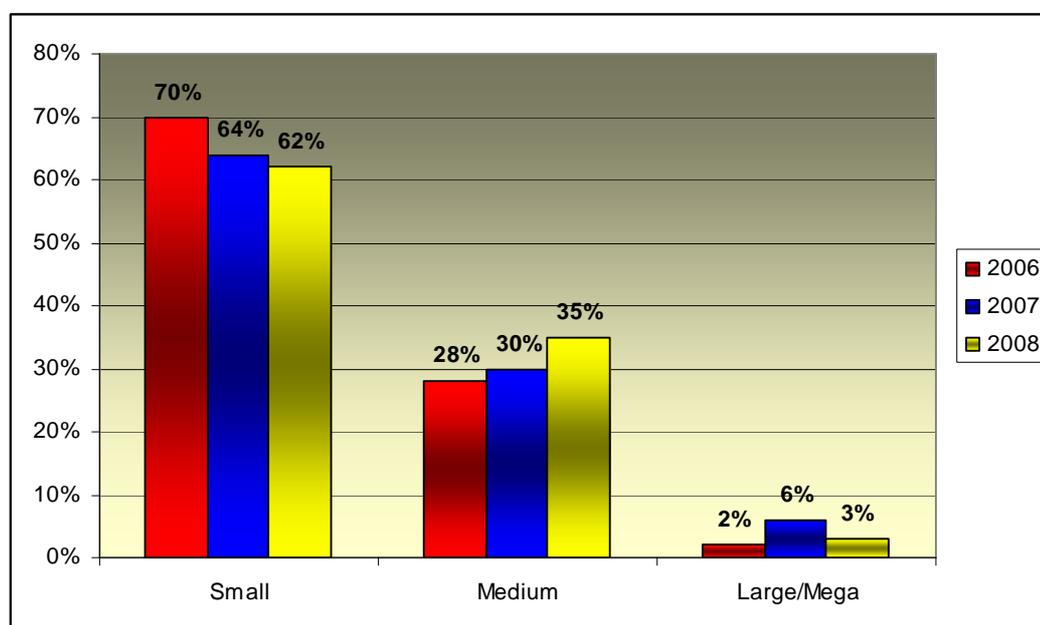


Figura 46: Distribuzione % del numero d'investimenti in *buy out* per dimensione. Fonte: AIFI

Come era prevedibile attendersi, i dati relativi all'*expansion* sono molto positivi: ad una crescita nel numero di operazioni (145 contro le 113 del 2007) corrisponde anche l'aumento dei volumi investiti, che raggiungono 840 milioni, circa 60 in più dell'anno prima, senza però nemmeno avvicinarsi al record storico del 2006, dove si superò il miliardo. La considerazione da fare rispetto a questo dato è che, al di là del fatto che il mercato del *buy out* in fase di stallo funge da spinta indiretta per lo sviluppo dell'*expansion*, le imprese italiane, soprattutto quelle piccole e medie dalle belle speranze, continuano a essere considerate come buone opportunità dai fondi: tutto sommato, come totale degli investimenti il 2008 è stato per l'Italia il

migliore degli ultimi cinque anni, ed è questo un dato che deve essere considerato con molta attenzione quando si analizza l'impatto che la crisi ha avuto sul sistema imprenditoriale nazionale. Si badi: questa riflessione non vuole certo essere un tentativo di mostrare ciò che non esiste in questo Paese, cioè un tessuto imprenditoriale forte, in grado di attirare investitori dall'estero e passato immune dalla crisi. Per più di un motivo, non è mai stata una grande prerogativa italiana saper fare del buon marketing territoriale e catalizzare l'interesse degli investitori stranieri, né si può affermare che ciò che è successo negli ultimi due anni non abbia lasciato il segno sull'economia nazionale, come infatti si vedrà parlando del 2009. Tuttavia, non si può non affermare che esistono in Italia determinate eccellenze (non solo come viene spesso ripetuto, come fosse un *mantra*, nei settori classici, come ha invece dimostrato anche il buon andamento dell'*early stage*) che, se sviluppate e "cresciute" in un contesto (non solo economico) migliore di quello attuale, possono diventare il traino di una nuova stagione per l'economia italiana. Non si dimentichi mai che, se la logica dell'investitore istituzionale è realizzare un guadagno superiore all'investimento in entrata, l'effetto del suo contributo alle imprese cui partecipa è anche il miglioramento del sistema economico cui si rivolge: in sostanza, la vera "mano invisibile" di cui parlava Adam Smith.

Qualche nota, dolente a dire il vero, anche sull'attività di disinvestimento: il calo rispetto al 2007 è vistoso, nell'ordine del 55%, per circa 20 operazioni di *exit* in meno. Di fatto, si tratta del dato peggiore assieme alla raccolta dell'anno 2008 del private equity in Italia: anche in questo caso, comunque, va sottolineato che a storiche difficoltà strutturali del sistema economico e finanziario nazionale (che emergono di più chiaramente nella raccolta e nell'*exit*), si sommano le criticità legate al contesto negativo in cui si è dovuta svolgere l'attività. Va anche detto che l'anno precedente era stato quello record per l'attività di disinvestimento, quindi si scende della metà, ma da un valore molto alto: mentre il *secondary* tiene bene, rimanendo pressoché invariato (18%) e confermando una tendenza recente che ha un'importanza sempre maggiore in Italia, e il *trade sale* scende di una decina di punti (43%), il vero dato negativo è la crescita delle svalutazioni, che

rappresentano 1/5 del totale, nonché il calo di un mercato che in Italia è già di per sé difficile come l'IPO, attività che ormai si è ridotta a un lumicino (3%).

In linea con quanto rilevato dall'AIFI, anche il PEM ha visto crescere le operazioni effettuate nel 2008 sul campione analizzato²⁰²: 127 *deal*, il record da otto anni a questa parte. Tuttavia, viene anche sottolineato dall'Osservatorio come, nonostante il numero elevato degli investimenti, il 2008 sembra aver iniziato ad assorbire l'impatto della crisi finanziaria ed economica. In particolare, in riferimento ai dati trimestrali, l'ultimo quarto dell'anno ha visto un evidente calo delle operazioni effettuate (24), peraltro in seguito a un terzo trimestre contraddistinto da un numero record di interventi, 37. Oltre a questo deterioramento dell'ambiente economico sul finire dell'anno, abbastanza in linea con quanto accaduto in Europa, si registra per il 2008 un primo segnale di riduzione dei livelli di valorizzazione delle aziende target (il multiplo EV/EBITDA è sceso al valore intermedio di 6.8x, contro i 7.3x del 2007, ma nonostante le difficoltà economiche, il PEM rileva come non siano mancate anche nel 2008 valutazioni a 12x) e delle dinamiche di indebitamento (rapporto debito/equity in calo da 1.8 a 1.3): anche questo dato è dunque abbastanza logico e indicatore di un principio di cambiamento, il quale, tuttavia, si sottolinea come in Italia sia stato meno marcato rispetto a quanto accaduto nel resto del mondo. Come di consueto, la domanda da porsi è: la situazione, migliore del previsto, è figlia di un mercato ancora non eccessivamente sviluppato, oppure si tratta di una reazione migliore al dissesto finanziario in atto nel mondo? La verità, come per molte altri quesiti, sta forse nel mezzo: è vero che quello domestico è un mercato che sicuramente non presenta lo stesso grado di maturità, senza andare troppo lontano, di quello inglese e francese, tuttavia è ormai da qualche anno che l'Italia occupa stabilmente una tra le prime posizioni in Europa dietro Francia e Regno Unito. Inoltre, una riflessione ulteriore può ancora essere fatta tenendo conto della particolarità del nostro sistema imprenditoriale, che si presta bene alle operazioni di minoranza, rispondendo dunque meglio quando la scarsità di liquidità non permette operazioni a debito, le quali, e questo va sottolineato con

²⁰² Private Equity Monitor, *Rapporto 2008*. Si ricorda sempre che il PEM non considera nelle sue analisi early stage, follow on e investimenti di emanazione pubblica.

attenzione, non hanno certo la dimensione che si è vista in generale in Europa, dove il caso del 2008 è stato certamente il crollo dei *mega deal*, scesi anche in Italia²⁰³, dove tuttavia hanno avuto una buona tenuta sia le operazioni piccole, sia quelle medie. Il problema è semmai un altro: la fase di disinvestimento, già di per sé problematica proprio per le caratteristiche appena delineate (imprese di ridotte dimensioni non in grado di fungere da compratori strategici, mercato azionario marginale), è stata il vero problema del 2008 in Italia, e sicuramente nell'imminente la vendita ad altri investitori istituzionali, specie a certe condizioni, rimarrebbe un canale da privilegiare.

Dal punto di vista della distribuzione per tipologia d'investimento, oltre alla conferma del dato AIFI che vede ancora preponderante, seppur in calo, il ruolo del *buy out*, vale la pena sottolineare il dato sul *turnaround* (6%), che conferma la presenza di una stabile attività di ristrutturazione aziendale svolta in Italia da parte di operatori specializzati, ma anche la dimensione di nicchia rispetto all'intero mercato del private equity²⁰⁴.

Circa i settori d'intervento, il 2008 mostra una stabile attenzione nei confronti dei comparti tradizionali, beni di consumo (23% del mercato) e industriali (34%), con una crescente prevalenza di quest'ultimo rispetto al 2007, dato molto importante se si considera che con la crisi economica il settore industriale potrebbe incontrare diverse difficoltà, data la ciclicità di molti dei business che lo compongono. Seguono, a notevole distanza, terziario avanzato e ICT, i trasporti e le *utilities*, mentre il settore emergente per il 2008 è certamente quello delle energie rinnovabili: non troppo sorprendentemente, sia perché già nel 2007 comparivano i primi investimenti in questo comparto, sia per la crescente tendenza favorevole alle fonti alternative (spesso sotto forma di incentivi, come hanno dimostrato Stati Uniti e Germania) un po' in tutto il mondo.

L'analisi relativa all'Italia ha dunque dimostrato un 2008 dall'andamento parzialmente in controtendenza rispetto a quanto accaduto sugli altri mercati europei, perlomeno a livello di investimenti, che hanno raggiunto il picco storico,

²⁰³ In realtà, i dati del PEM vanno qui in controtendenza con quelli AIFI, rilevando una stabilità delle operazioni sopra ai 300 milioni, probabilmente a causa dei diversi campioni analizzati.

²⁰⁴ Private Equity Monitor, *Rapporto 2008*

quando invece nel resto dell'Europa i dati sono stati negativi: addirittura, dei primi cinque Paesi europei, l'Italia è l'unica a veder aumentare gli investimenti, mentre Francia (-20%), Germania (-5%), Spagna (-32%) e Regno Unito soprattutto (-37%) hanno osservato un calo sensibile²⁰⁵, tanto da far affermare a taluni che il private equity italiano si dimostra quasi un'attività dalle caratteristiche anticicliche²⁰⁶. Tuttavia, è innegabile che sia sul lato della raccolta, sia su quello dell'*exit*, le prospettive non siano così rosee, né dal punto di vista della redditività media delle operazioni, scesa dal 19% al 10%²⁰⁷. Se ne può dedurre che in Italia il vero impatto della crisi è semplicemente arrivato più tardi rispetto al resto dell'Europa, stante che per foraggiare la crescita degli investimenti è necessaria una raccolta adeguata e una possibilità di disinvestimento effettiva e praticabile.

La domanda da porsi è, alla fine dei conti, simile a quanto si era già affermato in sede di analisi generale: per quanto tempo i fondi che operano in Italia riuscirebbero a effettuare nuovi investimenti se la raccolta continuasse a calare e il mercato dell'*exit* non riprendesse vigore, non consentendo di valorizzare le proprie partecipazioni? Per dare un numero che possa rendere l'idea, l'AIFI ritiene che al 30 giugno 2009 gli investitori istituzionali italiani indipendenti (senza tener conto di operatori *captive* e fondi pan-europei) abbiano disponibilità di risorse complessive per 7 miliardi di euro, a fronte di un portafoglio totale (includendo qui tutti i fondi) di 19 miliardi: l'AIFI ritiene che queste risorse siano ancora "considerevoli"²⁰⁸. L'unica certezza in questo senso è che, come in qualsiasi altro Paese, la sfida che il private equity dovrà affrontare sarà quella di dover gestire per un lasso temporale più lungo i propri investimenti, oltretutto con meno risorse. Essere in grado di farlo consentirà probabilmente agli investitori istituzionali di superare il momento negativo, dimostrando l'indubbia capacità di

²⁰⁵ Grant Thornton, *Private Equity for Main Centres of Activity in Europe*, giugno 2009

²⁰⁶ G. Bracchi, *Il mercato Italiano del Private Equity e del Venture Capital nel I semestre 2009*. In realtà, nelle ultime tre principali recessioni che hanno interessato l'economia americana (1975, 1982, 1991), gli investimenti in private equity sono cresciuti di più di quelli "privati" nell'anno successivo la fine di queste fasi: 53,4% contro 5% nel 1976, 118% contro -1,3% nel 1983, 75,6% contro 3,2% nel 1992 (Fonte: Ernst & Young). Il punto è che questa recessione non interessa settori isolati come nelle crisi precedenti, ma praticamente quasi tutte le industrie: per questo parlare di anticiclicità sembra davvero esagerato.

²⁰⁷ Dati AIFI e KPMG.

²⁰⁸ G. Bracchi, *Il mercato Italiano del Private Equity e del Venture Capital nel I semestre 2009*

adattamento del private equity all'ambiente economico del momento, aspettando periodi più favorevoli per tornare a considerare operazioni di grandi dimensioni come quelle che si sono descritte nel corso del secondo capitolo.

3.3 Analisi dell'attività nel 2009

Quanto detto precedentemente a proposito degli effetti che la crisi finanziaria e il *credit crunch* hanno avuto sul private equity dovrebbe aver chiaramente fornito una rappresentazione del peculiare e tutt'altro che semplice momento storico che l'attività d'investimento nel capitale di rischio si è trovato a dover affrontare a partire dall'autunno del 2007. I dati che sono stati forniti relativamente al 2008, in particolar modo quelli sul mercato europeo, hanno evidenziato un'evidente difficoltà in tutti e tre gli aspetti chiave dell'attività di private equity, cioè la raccolta, l'investimento, il disinvestimento. Volendo offrire un'esaustiva schematizzazione delle principali tematiche che sono emerse in seguito alla crisi finanziaria, è possibile affermare che:

1. Il deciso calo nell'ambito del *fund raising* denota in maniera incontrovertibile le difficoltà presenti sui mercati finanziari. In particolar modo:
 - si è già sottolineato l'effetto che si genera nell'*asset allocation* dei *limited partners* a seguito della caduta degli investimenti valutabili al *market value*, cioè un corrispondente aumento del peso percentuale degli investimenti in private equity (il cosiddetto "effetto denominatore"). Ciò rende difficile dare seguito ai *capital commitments* già sottoscritti, poiché tipicamente i consigli di amministrazione delle società che investono in private equity pongono dei limiti (*caps*) all'ammontare investibile in ciascun *asset* alternativo, limiti che nei momenti di congiuntura sfavorevole si innalzano inevitabilmente;
 - le difficoltà nel disinvestimento rendono molto più complicato valorizzare l'investimento effettuato e distribuirne i frutti ai sottoscrittori del fondo. Anche in questo caso l'effetto per i *limited partners* è la mancanza di denaro disponibile per sottoscrivere nuove quote, con la conseguenza che questi si focalizzeranno sempre di più sul proprio portafoglio già esistente,

rendendo ancor più complessa e lenta²⁰⁹ l'attività di raccolta per i *general partners* dei fondi, con cui le relazioni si riducono e diventano difficili da riprendere una volta interrotte.

2. L'attività di investimento ha osservato una discesa notevole in tutto il mondo, a seguito delle difficoltà nel reperire fondi per realizzare le operazioni. In particolare:

- Il calo nelle performance di gran parte delle imprese presenti sul mercato ha portato la domanda per nuovi investimenti da parte dei fondi ad essere strutturalmente superiore all'offerta di aziende in salute, il che ha aumentato la concorrenza per singole operazioni e mantenuto i multipli in entrata su livelli elevati, indipendentemente dalla disponibilità o meno di debito,
- Il *credit crunch* che si è generato tra la fine del 2007 e in tutto il 2008 ha contribuito a portare al collasso l'attività di LBO, specialmente quella rivolta alle operazioni di dimensioni maggiori, che era realizzata attraverso elevatissimi livelli d'indebitamento, difficilmente riproponibili nell'immediato futuro, nonché enormi difficoltà nel rifinanziamento del debito, a causa dei problemi incontrati dalle banche per effetto della crisi creditizia;
- La conseguenza diretta di ciò è stata la crescita relativa delle operazioni di *growth capital*, che sono dimensionalmente meno ampie dei *buy out* e non necessitano dello stesso livello di indebitamento. Le poche operazioni di maggioranza che sono state fatte hanno riguardato prevalentemente imprese di dimensioni ridotte e con un ammontare di debito molto più basso, in molti casi pari alla quota equity;
- Si è generato un "effetto denominatore" anche nell'ambito degli investimenti, poiché le valutazioni degli anni 2005-2007, fatte a multipli pari anche a 13-14 volte l'EBITDA, sono in molti casi raddoppiate una volta che la crisi si è trasmessa all'economia reale. Il

²⁰⁹ Il tempo medio necessario ad un fondo per arrivare alla fine della raccolta si è allungato fortemente negli ultimi due anni, attestandosi ad un valore superiore ai 18 mesi per la raccolta 2009 e pari a 16 mesi per il 2008, a fronte di circa un anno per i fondi che avevano realizzato raccolta nel 2007.

dimezzamento della marginalità operativa di un'azienda che si trova in un'industria in difficoltà, o che per qualsiasi altro motivo non riesce a mantenere la sua performance, fa sì che la stessa impresa sia stata praticamente pagata 25-30 volte l'EBITDA, con conseguenze ovvie sulla capacità di rimborsare l'indebitamento contratto;

- Si è registrato inoltre un primo spostamento del target operativo da parte dei fondi, ora maggiormente interessati nell'investimento in public equity, nelle imprese dissestate, nelle istituzioni finanziarie.

3. L'attività di disinvestimento è letteralmente crollata, soprattutto a causa della difficile fase attraversata dai mercati finanziari:

- Il momento negativo delle Borse mondiali, con prezzi in crollo, ha reso del tutto impraticabile la strada dell'IPO, molto battuta invece negli anni dei mercati rialzisti, problema che si va a sommare a quelli strutturali delle piazze meno sviluppate, ad esempio quella italiana;
- Le transazioni sul mercato secondario del private equity, in particolare quello dei *buy out*, hanno incontrato notevoli difficoltà, non solo per la mancanza di liquidità, ma anche per l'incertezza sulle valutazioni effettuate sulle società in portafoglio dai fondi;
- L'attività di vendita ad investitori industriali (*trade sale*) sconta una fase difficile a causa della crisi di liquidità per completare le acquisizioni e la necessità di trovare il giusto *fit* strategico per l'operazione da parte del compratore;
- Il peso delle svalutazioni sulle partecipazioni in portafoglio ha raggiunto ovunque dimensioni ragguardevoli, rappresentando di certo uno dei più evidenti segnali di negatività del mercato;
- La conseguenza di tutto ciò è l'effetto "imbuto": senza investimenti in entrata (per la mancanza di capitali) e senza possibilità in uscita per raccogliere i frutti del proprio investimento, la capacità degli operatori di private equity di saper gestire il proprio portafoglio facendo crescere la redditività delle aziende partecipate e/o detenute diventa critica e, soprattutto, necessita di una durata superiore ai classici cinque anni.

Queste considerazioni non rappresentano solo trend e questioni emergenti dall'analisi dei dati che sono stati precedentemente esposti relativamente al 2008, ma anche delle significative sfide che il private equity ha già iniziato a giocare anche nel 2009 e che, probabilmente, dovrà continuare ad affrontare anche nel presente e nel futuro più imminente.

Com'era infatti lecito attendersi, anche il 2009 è stato un anno particolarmente difficile per l'economia globale a partire fin dal primo trimestre, che potrebbe essere definito una sorta di epigono del 2008, durante il quale il PIL dei Paesi appartenenti all'OECD ha fatto registrare un crollo pari all'8,3%. Tuttavia, a partire dal secondo trimestre dell'anno, sono comparsi i primi, timidissimi segnali di ripresa dell'economia mondiale, stimolati dalle politiche economiche espansive adottate nei principali Paesi mondiali e dalle condizioni leggermente migliorate che si sono viste sui mercati finanziari. È chiaro che a trainare questi primi germogli di ripresa dell'attività economica in modo più repentino rispetto agli altri Paesi siano stati quelli in via di sviluppo, che anche nel mezzo della recessione globale hanno mostrato tassi di crescita positivi del PIL in grado di perdurare nel tempo, grazie a condizioni demografiche favorevoli e ai fondamentali molto forti delle rispettive economie.

Dal punto di vista finanziario, considerando i principali mercati azionari, il mercato globale delle operazioni di M&A e il mercato del credito alle imprese, emerge che mentre le Borse hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento generale dell'economia, alternando al crollo della prima parte dell'anno una discreta ripresa nel secondo semestre (anche se rimane da capire quanto questo rimbalzo delle Borse sia sintomo di ripresa o piuttosto un ultimo "giro di valzer" dei mercati prima del "grande freddo", come ipotizzato da qualcuno²¹⁰), sia M&A che finanziamento alle imprese hanno vissuto momenti di forte difficoltà per tutto il 2009. Per quanto riguarda il mercato delle acquisizioni, in Europa l'attività ha osservato un netto calo nel controvalore delle operazioni effettuate (-40%) rispetto al 2008, mentre più modesto è il declino (-10%) in termini di numero di *deal*. Si conferma in sostanza un trend già visto nel 2008 anche per l'attività di private

²¹⁰ È la tesi sostenuta dal noto economista Giuseppe Turani in numerose analisi per il settimanale Affari e Finanza.

equity, cioè la decisa riduzione delle dimensioni delle operazioni, che segue di pari passo la mancanza di capitale di debito sui mercati finanziari.

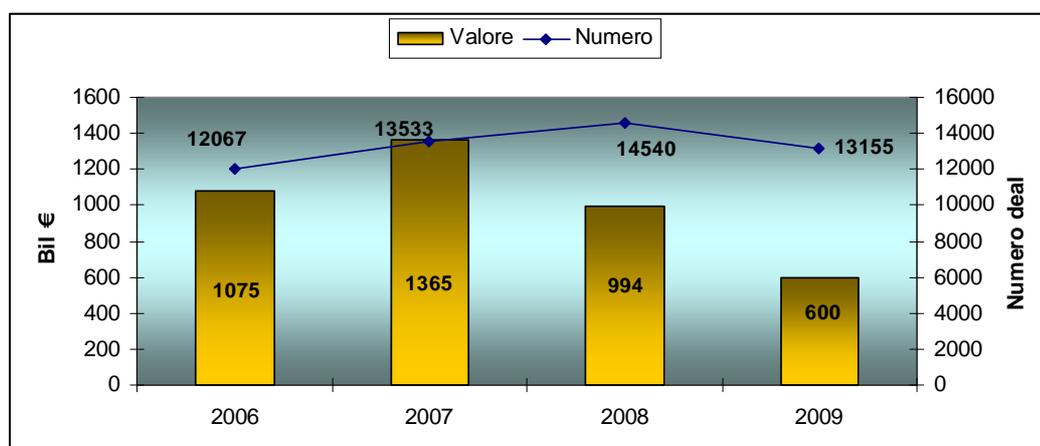


Figura 47: Ammontare e numero operazioni di M&A nel mercato europeo. Fonte: DeaLogic

Proprio a proposito della disponibilità di debito, sia gli effetti del *credit crunch* che sono stati delineati in precedenza, che la paventata possibilità di introdurre nuovi requisiti regolamentari per le banche (una Basilea III che si dimostri più efficace della versione precedente dell'accordo), hanno portato nel 2009 ad una ulteriore contrazione degli affidamenti sia nel mercato europeo, che in quello statunitense, dove sono state raggiunte punte del 16% in meno di prestiti alle imprese nel mese di novembre.

Quanto appena delineato non è che un'istantanea delle principali questioni sul tavolo a livello macroeconomico nel 2009 e ha lo scopo di fornire una semplicissima idea del *background* nel quale si è dovuta muovere l'attività di private equity. Questo paragrafo, al fine di sviluppare una serie di riflessioni di ordine concettuale che vadano al di là dei dati stessi e che siano di interesse soprattutto ai fini di un chiaro e completo *outlook* degli scenari a venire, è stato impostato seguendo i tre grandi processi che costituiscono l'attività di private equity:

- Raccolta
- Investimento
- Disinvestimento

individuando per ciascuno di essi le questioni critiche che si presentano in uscita da questo biennio che ha messo certamente a dura prova il *business model* del

settore. In virtù di ciò, i dati attualmente disponibili relativi al 2009 verranno di volta in volta forniti nel corso delle analisi che verranno svolte.

3.3.1 I problemi nel fund raising e l'impatto sulle prospettive dei limited partners

Si è detto di quali problematiche ha sofferto l'attività di raccolta nel 2008: è questo un tema di notevole importanza, poiché la capacità di attirare masse di capitali è il necessario punto di partenza per l'attività d'investimento di un fondo. Anzitutto, va sottolineato come, con la scarsa disponibilità di debito e il conseguente innalzamento della componente equity nei *buy out* (e, ovviamente, con il maggior peso assunto dall'*expansion*), il ruolo della raccolta assumerà un'importanza ancora maggiore come incidenza indiretta sulla struttura finanziaria delle operazioni. In secondo luogo, un aspetto interessante riguarda i *limited partners* e concerne il loro comportamento in riferimento all'allocazione dei capitali negli investimenti alternativi, in particolare appunto il private equity, poiché dalle loro scelte attuali si possono comprendere i trend del *fund raising* per gli anni a venire. A tal proposito, l'EVCA ha condotto una ricerca²¹¹, intervistando un vasto numero di *limited partners* tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009: i risultati sono stati molto variegati, e vale dunque la pena approfondire il tema, soprattutto per capire le prospettive di chi investe nell'industria del private equity.

Anzitutto, al di là della contribuzione di ciascuna categoria di investitori al volume complessivo della raccolta, è fondamentale capire quanto ognuno di essi diversifichi i propri investimenti, o, se si preferisce, qual è la percentuale media che viene allocata nei fondi di private equity. Ne emerge che chi contribuisce di più sono effettivamente i fondi di fondi, che solo in 1/3 dei casi investono anche in altri *assets* alternativi, ma nella stragrande maggioranza allocano il 100% dei propri capitali nel private equity, ovviamente in diversi fondi (ed è così che attuano un minimo di diversificazione). Tutti gli altri *limited partners* (banche, assicurazioni, investitori individuali e quant'altro) hanno un'allocazione media che non va al di là del 30% delle proprie disponibilità: il fatto in realtà notevole è

²¹¹ EVCA, *Barometer*, gennaio 2009

che i fondi pensione, che sono al vertice della percentuale di capitali allocati sul totale, in realtà non allocano più dello 0,5% dei loro capitali nel private equity.

Il dato va letto con molta attenzione, sotto almeno due punti di vista:

- in primo luogo, va ricordato che questo studio si riferisce al periodo di crisi finanziaria piena, quindi è più che probabile che l'ammontare di capitali allocato dai fondi pensione sia comunque superiore quando il mercato è in fase di normalità, anche se neppure questo è detto qualora anche i capitali complessivamente gestiti dai fondi pensione si siano ridotti in valore assoluto;
- in secondo luogo, se percentualmente il peso dei fondi pensione sul totale della raccolta annuale dei fondi di private equity è comunque nell'ordine del 25% circa, ciò sta a significare che le masse che vengono convogliate verso l'investimento in private equity sono comunque davvero notevoli, al di là della loro incidenza sul portafoglio di chi investe. In pratica, quella che per i fondi pensione potrebbe essere una quota allocativa relativamente marginale, per l'attività di private equity nel suo complesso è una percentuale relativamente elevata.

Molto importante è chiarire subito se i *limited partners* analizzati hanno raggiunto o meno i loro obiettivi allocativi, a dispetto della crisi: ebbene, ciò è successo nella maggioranza dei casi (55%), ma il 9% delle volte l'obiettivo è stato superato, mentre in più di un terzo delle occasioni non è stato raggiunto. Questa analisi rappresenta un elemento molto complesso da valutare: è vero che gran parte degli investitori possono ritenersi soddisfatti dei loro *target of allocation* nei confronti del private equity, ma d'altra parte non è poco il numero di essi (36%) che invece non è riuscito a raggiungere i propri obiettivi, e comunque una minima parte del campione intervistato li ha oltrepassati, circostanza quest'ultima che non è certo positiva. Si può affermare che questo dato sia in linea con quanto si era affermato precedentemente: gli obiettivi allocativi dei *limited partners* sono diventati più stringenti, soprattutto per effetto dell'aumento del peso percentuale del private equity sui loro portafogli (a seguito delle svalutazioni operate sugli investimenti su cui occorre fare *marking-to-market*), ed è possibile che lo

diventino ancora di più col tempo, specialmente per tutti quelli che non li hanno raggiunti negli ultimi mesi, ma anche per coloro che a causa dell'”effetto denominatore” hanno allocato più del dovuto nel settore.

Scendendo ancora più in profondità nell'analisi, si giunge a considerare i capitali allocati in funzione dell'attività dei fondi, cioè le tipologie di operazioni effettuate. Si scopre innanzitutto che l'ammontare medio di capitali allocati ai fondi che operano nel segmento del *buy out* oscilla tra i 5 e i 200 milioni di euro, ma soprattutto che nel periodo considerato, dunque il 2008 e i primi mesi del 2009, queste masse di denaro sono state destinate nella stragrande maggioranza dei casi a quei fondi che operano sul mercato dei *deal* di piccole e soprattutto medie dimensioni. Ciò conferma da un lato il momento particolarmente negativo per le grandi operazioni, ma anche che i capitali, pur se non con le dimensioni degli anni precedenti, affluiscono per chi si muove su proporzioni più ridotte e, alla fine dei conti, anche più profittevoli e meno legate alla leva finanziaria delle acquisizioni miliardarie.

In riferimento alle prospettive per il resto del 2009, la maggioranza dei *limited partners* intervistati ha affermato di aspettarsi di investire una quota tra i 50 e i 100 milioni nei fondi di *buy out*, mentre solo il 15% del campione ha affermato di investire tra i 100 e i 200 milioni, quando il dato nel 2008 era ben superiore (38%): va rimarcato però che le prospettive dei *limited partners* non sono di diminuire le allocazioni complessive sul *buy out*, ma di continuare a privilegiare i fondi che si muovono su operazioni più piccole, mentre sui *large e mega deal* per il 2009 le aspettative non sono sostanzialmente differenti da ciò che è accaduto nel 2008. Il dato negativo è però da leggere tra le righe, nel senso che questi capitali saranno destinati solo in un terzo dei casi a nuove *partnership* con fondi di nuova costituzione, mentre nel 66% delle occasioni si tratterà di *re-ups* in fondi nei quali si è invece già investito: forse è questo l'aspetto peggiore di quanto fin qua detto, cioè il fatto che, in ogni caso, il mercato dell'investimento nei fondi di private equity si muove poco, puntando a “correggere” quanto di particolarmente negativo accaduto nel 2008.

A livello aggregato, tuttavia, non tutti gli osservatori hanno le stesse aspettative che sono emerse dal sondaggio EVCA sui *limited partners*: in particolare, se ciascun investitore ritiene di non diminuire, come detto, le proprie allocazioni verso l'investimento in private equity (peraltro non è chiaro se a livello percentuale sul proprio portafoglio o in valore assoluto, ma il modo in cui è stato condotto lo studio fa propendere per la prima ipotesi), gli scenari sulla raccolta aggregata prospettati da McKinsey sono tutt'altro che rosei²¹². Nello stesso periodo in cui è stato condotto lo studio EVCA, cioè il primo trimestre 2009, McKinsey prevedeva un crollo totale del *fund raising*, che avrebbe raggiunto nel 2009 quota 90 miliardi, una cifra ridottissima in calo di più del 75% rispetto al 2008.

Bisogna dunque verificare cosa è effettivamente accaduto nel 2009, fornendo i dati ufficiali sul *fund raising*. Nel corso dell'anno, in effetti, la capacità di raccolta di nuovi fondi si è ridotta notevolmente, ma non fino alla cifra paventata da McKinsey, bensì fino a 246 miliardi di dollari, di fatto un dimezzamento rispetto al 2008, quando si raggiunsero 450 miliardi²¹³, ma più in linea con le stime che i *limited partners* intervistati dall'EVCA avevano fatto a proposito delle proprie allocazioni. In particolare, a dimostrazione del fatto che l'inversione del trend è ancora lontana, il quarto trimestre del 2009 ha riscontrato il dato peggiore dal 2004, per un totale di soli 35 miliardi raccolti da 75 fondi: anche nel 2009 non sono mancati peraltro casi di fondi chiusi per incapacità di raggiungere il target di sottoscrizioni²¹⁴ (come successo al fondo europeo per il 2009 di Candover) o ridurre notevolmente gli obiettivi (circostanza accaduta a PAI European Fund V, che ha dimezzato la chiusura a 2,7 miliardi dagli oltre 5 previsti).

Rispetto a questo scenario, è molto interessante approfondire il discorso relativo ai *capital commitments* effettuati negli anni addietro dai *limited partners*, gran parte dei quali non sono ancora stati richiamati dai gestori dei fondi. Questo *dry*

²¹² McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

²¹³ Dati Preqin. La diversa campionatura fatta da ciascuna istituzione, che come sempre rende difficoltose le analisi, non inficia in questo caso il dato in netto calo, che a seconda delle stime varia tra il -45% e il -60%.

²¹⁴ MergerMarket, *European Private Equity Activity in Review*, 2009

powder, come viene chiamato in gergo, è proprio la disponibilità teorica di capitali non ancora sfruttati dai fondi di *buy out* e che potrebbero essere utilizzati nell'immediato. Volendo quantificare ciò di cui si sta parlando, si tratta del 43% del totale degli *assets under management* dei fondi nel 2008, cioè 535 miliardi di dollari²¹⁵: è proprio qui che emerge quell'effetto denominatore di cui si è più volte fatto cenno, che ha portato numerosi investitori a sfiorare in modo del tutto involontario gli obiettivi allocativi che si erano proposti, con sovra-allocazioni teoriche cui è molto difficile dar seguito.

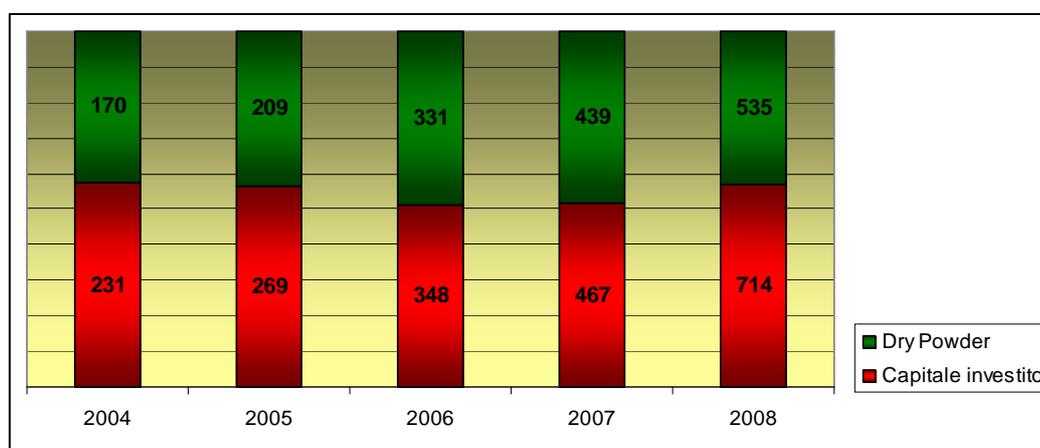


Figura 48: Scomposizione Assets Under Management europei (*buy out*) in capitali investiti e fondi sottoscritti ma non ancora richiamati (*dry powder*). Fonte: McKinsey (dati in miliardi di dollari).

La risposta a questo problema è stata triplice: da un lato, alcuni *limited partners* hanno deciso di dare effettivamente seguito ai propri *commitments*; altri hanno pianificato di sottoscrivere nuove quote di fondi con denaro proveniente dai *pay out* che i fondi in chiusura avrebbero dovuto rendere nel 2008 o nel 2009, ma che a causa della congiuntura sfavorevole, non hanno effettuato; altri ancora stanno cercando di rinegoziare i termini dei propri *capital commitments* non ancora richiamati, anche se, ovviamente, dar seguito alle proprie sottoscrizioni non è una scelta ma un obbligo²¹⁶. Il risultato di tutto ciò è che sono incrementate

²¹⁵ Questo ammontare di capitali è peraltro piuttosto disperso: i primi dieci fondi detengono meno del 30% del totale, mentre i primi 25 contano per quasi la metà complessivamente. Cfr. Bain & Company, *Global Private Equity Report 2010*.

²¹⁶ Chiaramente, più l'investitore è importante, più i gestori dei fondi sono inclini alla rinegoziazione dei termini della sottoscrizione. Per esempio, durante la primavera del 2009 il Pennsylvania Public School Employees' Retirement System e il New Jersey Division of Investment sono riusciti a uscire da circa 100 milioni di dollari di *commitments*.

notevolmente le vendite sul mercato secondario delle quote sottoscritte: il 10% degli investitori ha affermato che è molto probabile che tra il 2009 e il 2011 ricorra alla vendita di parte delle proprie sottoscrizioni sul secondario.

La riflessione finale che può essere fatta su questi sondaggi ed analisi, sicuramente di ordine più qualitativo che quantitativo, è il fatto che i *limited partners*, nella maggior parte dei casi, non si aspettavano che il 2009 fosse un anno di ripresa per l'attività di private equity, né sotto il punto di vista delle operazioni effettuate, né sotto quello delle performance: i capitali che si aspettavano di muovere e la percentuale di essi da destinare a nuove iniziative erano decisamente troppo bassi per essere considerati come indicatori di fiducia sull'immediato futuro, quindi anche per il 2010.

Relativamente alla performance dei fondi invece, nonostante il momento particolarmente negativo, la buona notizia è che il private equity ha continuato a superare i principali benchmark di riferimento nel lungo periodo: l'IRR dell'industria, considerato al giugno 2009 su un arco quinquennale, ha raggiunto circa il 20%, superiore sia agli indici Morgan Stanley dei mercati europei ed emergenti, che allo S&P500, che ha registrato un rendimento negativo. Da notare che su un orizzonte temporale triennale, i mercati emergenti superano invece la performance dei fondi: ad ogni modo, il maggior contributo alla performance è venuto dai fondi di *buy out*, mentre il *venture capital* ha performato meno del settore nel suo complesso sia sui tre, che sui cinque anni.

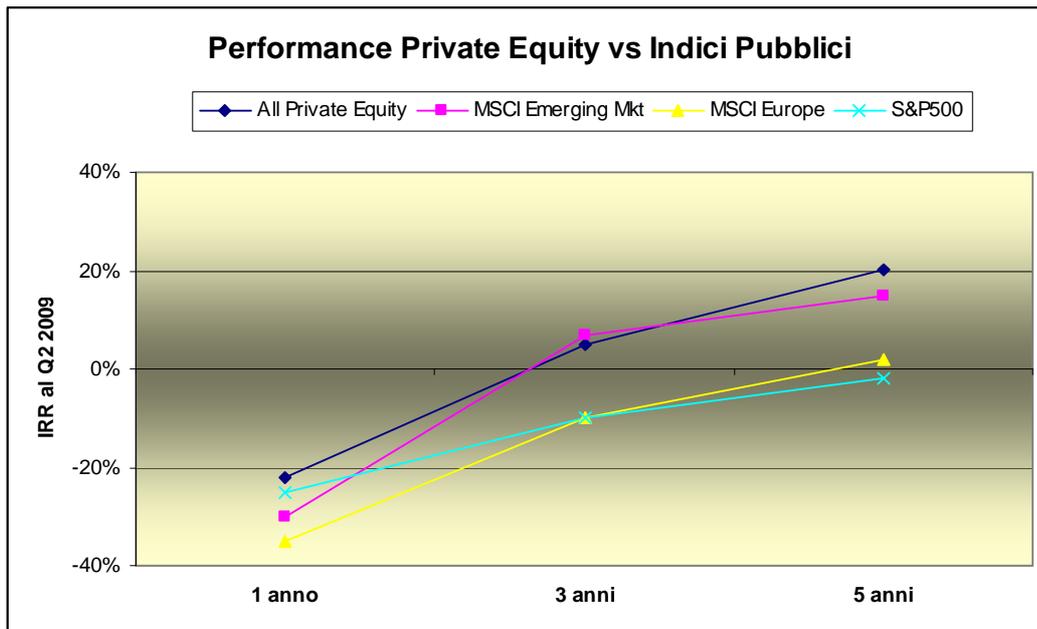


Figura 49: Performance fondi di private equity a confronto con i principali indici pubblici.
Fonte: Preqin e Bloomberg

Tornando all'*asset allocation* per l'anno attualmente in corso, dai sondaggi effettuati questa volta da Preqin, emerge che solo poco più del 50% degli investitori pensa di sottoscrivere un nuovo fondo nella prima metà del 2010, mentre il 16% pianifica un'attesa fino al secondo semestre. Il dato peggiore è comunque quello che vede il 25% dei *limited partners* intervistati essere del tutto insicuro sulla tempistica della prossima sottoscrizione, perché tradisce la forte incertezza che si respira tra gli investitori sul futuro del settore.

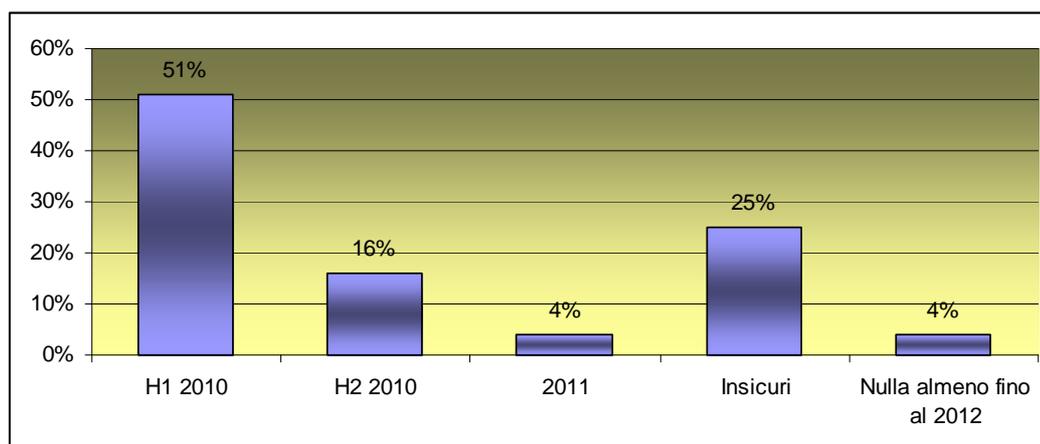


Figura 50: Decisioni future d'investimento dei LPs internazionali Fonte: Preqin

Tuttavia, non va dimenticato il fatto che dal sondaggio EVCA è emerso che essi prevedessero di non diminuire le proprie allocazioni, almeno percentualmente, il che denota anche una certa fiducia sulla capacità del private equity di generare rendimenti positivi nel lungo termine: da un lato è questo il vero *business model* dell'industria, non lo sfruttamento di situazioni cicliche; dall'altro, conferma la tendenza che si ritiene sarà dominante nell'immediato, cioè la necessità di gestire per un lasso temporale più lungo le proprie partecipazioni. Di certo, sarà necessaria una comunicazione tra gestori e investitori decisamente più assidua e di diverso tenore²¹⁷: sarà basata cioè sulle sfide e opportunità che i *general partners* vedono nel proprio portafoglio, sull'esposizione ai rischi, sulla maggiore cautela dei *limited partners* che porterà concreti cambiamenti nell'investimento in private equity, minori in quantità ma più mirati verso fondi che operano su *deal* intermedi (la cosiddetta *flight to quality*). La crescente diversificazione operata dai *limited partners* li condurrà dunque ad aprire le proprie prospettive allocative anche nei confronti dei fondi specializzati in *turnaround*, *real estate* e *distressed*, oltre che verso nuovi mercati geografici, al fine di massimizzare i propri rendimenti abbassando il rischio complessivo²¹⁸.

In conclusione di questa analisi sulle tendenze che si sono verificate nel 2009 e nei primi mesi di questo anno sul lato della raccolta, vale la pena spendere poche parole a proposito del ruolo dei fondi sovrani (*sovereign wealth funds*) a seguito della crisi finanziaria. Queste istituzioni, tra i principali investitori in private equity negli anni passati ed emanazione dei governi di molti Paesi emergenti (in grado di mobilitare masse imponenti di capitali grazie alle liquidità provenienti dall'esportazione delle risorse naturali, dalle riserve valutarie, da avanzi ricorrenti di bilancio²¹⁹), hanno le capacità per assumere sempre di più il ruolo dei protagonisti nell'investimento diretto in capitale di rischio, "bypassando" i fondi e

²¹⁷ Ernst & Young e Private Equity Leadership Network, *The global financial crisis: challenges and opportunities for private equity*, novembre 2008

²¹⁸ Bain & Company, *Global Private Equity Report 2010*

²¹⁹ A. Goldstein, P. Subacchi, *I fondi sovrani e gli investimenti internazionali: salvatori o sovvertitori?*, Rapporto Istituto per il Commercio Estero (ICE), 2008

svolgendo sostanzialmente la loro stessa attività²²⁰, pur incontrando non pochi ostacoli di ordine normativo e soprattutto politico, specie in certi settori di interesse nazionale: è un tema relativamente nuovo per l'operatività dei fondi di private equity, e occorrerà tenerne dunque conto.

²²⁰ Si pensi a Temasek, fondo di Singapore, nel 2007 in grado di gestire 160 miliardi di dollari di patrimonio, o a Kuwait Investment Authority (250).

3.3.2 *Il declino delle operazioni di Leveraged Buy Out*

Da quanto sviluppato nelle pagine precedenti del presente capitolo, si sarà più che intuita la dimensione dell'impatto che la crisi finanziaria globale ha avuto sull'attività di private equity nel suo complesso, in tutti gli aspetti che la costituiscono e a tutte le latitudini (anche se si è avuto modo di sottolineare, non senza dovizia di particolari, la parziale controtendenza del mercato domestico). Un tema che è più volte stato rimarcato è che il principale scossone prodotto da quanto avvenuto negli ultimi due anni e mezzo lo si è avuto nell'ambito del segmento del *buy out*, che ha osservato un calo sostenuto delle operazioni, non solo a livello numerico, quanto soprattutto nei volumi, discesa trainata soprattutto dalla pressoché totale scomparsa dei *deal* di dimensioni maggiori, che erano stati i grandi protagonisti della crescita vertiginosa dell'attività nel 2006 e nel 2007. Come detto nel primo paragrafo, la causa principale di questo crollo è da ricercarsi nello squilibrio che si è venuto a creare nel mercato degli investimenti tra domanda e offerta: per anni i fondi avevano potuto investire in aziende dalle performance elevate e in grado dunque di poter ampiamente ripagare con i propri flussi di cassa l'indebitamento contratto per l'acquisizione; nel momento stesso in cui la disponibilità di aziende in crescita è venuta meno, gli operatori del settore si sono ritrovati nell'impossibilità di sfruttare i propri capitali verso investimenti che garantissero il rendimento desiderato. In una parola, troppo alta è stata la domanda dei fondi e troppo poche le imprese acquistabili, col risultato che, a dispetto della crisi, i prezzi in entrata non sono mai scesi significativamente: per di più, come più volte sottolineato, anche nel caso in cui la target prescelta fosse un'azienda solida e in crescita, la disponibilità della leva finanziaria, che aveva alimentato più del 90% delle operazioni di *buy out* negli anni addietro, è venuta meno con il *credit crunch*. Tutte queste criticità sono state più di una volta evidenziate, né vale la pena tornare a dissertarvi sopra: semmai, quello che va analizzato più compiutamente è il rischio che, una volta il calo più marcato si sia arrestato, si venga a configurare una situazione di stagnazione. Il declino effettivo dell'attività di LBO in particolar modo, alimentato dalle più che logiche aspettative che vedono impossibile tornare ai livelli del 2006-2007 in breve tempo, è una

possibilità tutt'altro che remota: vale la pena indagare ulteriormente su questo tema, non senza considerare però che l'acquisizione a leva non è che una modalità operativa del più vasto campo dei *buy out*, quindi in merito andranno fatti dei distinguo che contribuiranno a disegnare un futuro non certo positivo, ma perlomeno in grado di rimarcare ulteriormente ciò che più volte è stato sottolineato, cioè la flessibilità e la capacità di saper mettere in discussione i propri modelli operativi che ha sempre contraddistinto l'industria del private equity.

Anzitutto, un dato imprescindibile a proposito della leva finanziaria. Nel primo trimestre del 2009, il costo del credito per i fondi che operano nel segmento del *buy out* si è innalzato ulteriormente rispetto a quanto già avvenuto nell'ultima fase del 2008: nel giro di un anno e mezzo, a partire cioè da quando la crisi è iniziata, la differenza dei rendimenti tra un'obbligazione *corporate* con rating BBB e uno *swap* corrispondente (una delle misure utilizzate per determinare il costo del credito²²¹) è aumentata di sei volte negli Stati Uniti e di otto volte in Europa; come detto in precedenza, l'ammontare delle nuove emissioni di debito da parte delle banche e dirette ai fondi operanti nel *buy out* è arrivata a 20 miliardi, quando nel 2007 le proporzioni erano completamente diverse e si aggiravano sui 500 miliardi di dollari.

Queste sono cifre che denotano molto chiaramente l'ambiente nel quale si sono dovuti muovere tutti i fondi specializzati negli interventi di maggioranza, e soprattutto l'enorme difficoltà nelle operazioni di dimensioni più grandi, che erano state il centro del boom dell'attività di *buy out* tra il 2005 e il 2007: la scomparsa dei *mega deal* è contata per circa due terzi del calo dei volumi di *buy out* nel mondo, né è pensabile che questi possano riprendere piede finché il mercato del credito non tornerà del tutto in sesto (e comunque non sarebbe l'unica condizione abilitante). Anche qui, il parallelismo che può essere fatto con la crisi che è seguita al boom dei *mega deal* degli anni '80 è abbastanza inquietante, poiché dai tempi di Nabisco – KKR ci vollero effettivamente ben 20 anni per tornare a livelli di attività simile tra le operazioni di grandi dimensioni: una

²²¹ McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

visione a tinte fosche, per di più legata ad una crisi di proporzioni ed estensione ben diverse.

Tuttavia, è necessario sviluppare una riflessione di più ampio raggio, senza far sì che certe cifre travolgano qualsiasi prospettiva che possa far pensare ad un recupero dell'attività. In effetti, ciò che è corretto dire, relativamente al 2009, è che il declino del *buy out* si riferisce in particolare a due aspetti ben precisi di questo tipo di operazioni:

1. le dimensioni dei *deal*, sia in senso assoluto che relativo;
2. l'uso e il livello dell'indebitamento.

Questa precisazione può sembrare pleonastica, visto che si è sottolineato numerose volte il dato, ma in realtà molte delle visioni negative sul futuro dell'attività non considerano che l'intervento di maggioranza non si declina necessariamente ricorrendo ad un elevato indebitamento (quindi non si tratta solo di LBO, il quale, lo si ripete per l'ennesima volta, non è che una modalità operativa, per quanto la più usata), né effettuando esclusivamente operazioni *king size* come quelle viste nel 2006-2007. Si può anticipare fin d'ora che il futuro del private equity, inteso nella sua accezione tecnica, dipenderà molto meno dall'ingegneria finanziaria e dalla ricerca dei *mega deal*, mentre è probabile che la focalizzazione dimensionale e settoriale dei fondi sia la sicura tendenza che contraddistinguerà l'industria negli anni a venire. Andiamo però con ordine.

Effettivamente, se si considerano i dati relativi al mercato mondiale del *buy out* nel 2009, emerge un crollo totale di questo tipo di operazioni, anche rispetto ad un anno molto negativo come il 2008: Thomson Reuters, che a differenza dell'EVCA fornisce dei dati che comprendono anche il debito utilizzato in ogni operazione, ha registrato meno di 1000 *deal*, per un controvalore complessivo di circa 81 miliardi, a fronte dei più di 600 del 2007.

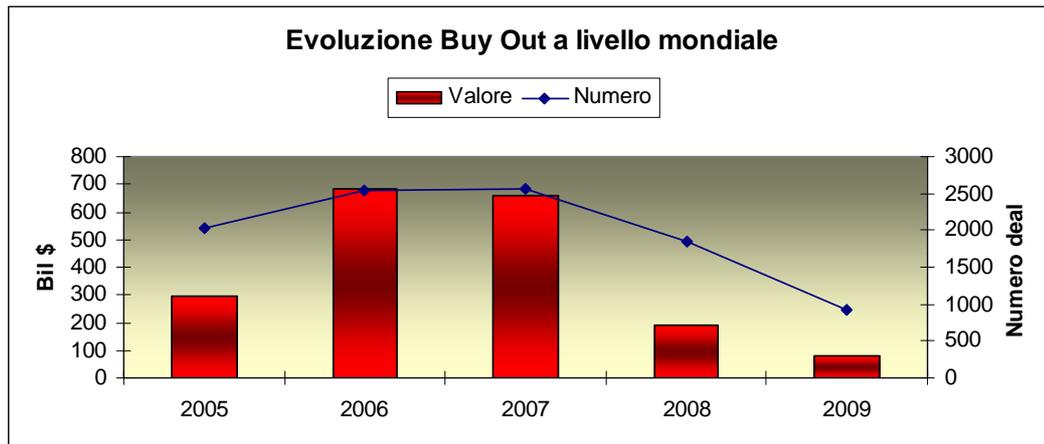


Figura 51: Evoluzione mercato buy out a livello mondiale. I dati comprendono anche l'indebitamento utilizzato in ciascuna operazione. Fonte: Preqin e Thomson Reuters

La fortissima contrazione nell'attività d'investimento ha attraversato sostanzialmente tutti i settori industriali: riflettendo l'estensione e la portata della recessione globale, le operazioni di maggioranza sono crollate nel settore dei beni industriali²²² (-32%) e dei servizi per le imprese (specie quelli legati all'IT), nonché nei beni di consumo e nel *retail* (-32% e -33% rispettivamente). Non sorprende, lo si era già sottolineato nel corso del secondo capitolo, il crollo di media ed *entertainment*, industria in fase di forte transizione, così come è abbastanza ovvio che abbiano reagito meglio settori meno correlati come quello energetico (-11%) e l'*health care* (-18%).

Target	Acquirente	Settore	Deal Size	Multiplo
IMS Health	TPG Canada Pension Plan	Health Care	5,1	10,4
Springer Science	EQT GIC Singapore	Publishing	3,4	8,2
Busch Entertainment	Blackstone	Leisure	2,7	7
AB InBev CEE	CVC	Food & Beverage	2,2	8
Skype	Silver Lake Andreessen	Telecom	2	12
Oriental Brewery	KKR	Food & Beverage	1,8	8,5
TASC	KKR General Atlantic	Servizi IT	1,7	5
Bird's Eye Foods	Blackstone	Food & Beverage	1,3	9,2
Bellsystem24	Bain Capital	Servizi industriali	1,3	5,9
Wood Mackenzie	Charterhouse	Servizi di consulenza	0,9	14,6

Figura 52: Principali LBO nel 2009. La dimensione è indicati in miliardi di dollari, il multiplo è EV/EBITDA. Fonte: Thomson Reuters.

²²² La variazione percentuale si riferisce al CAGR registrato da ciascun settore industriale tra il 2007 e il 2009. Fonte: Thomson Reuters.

A fronte di questi dati, è chiaro che non si può non notare che si sia assistito ad un 2009 veramente difficile per l'attività di *buy out* a livello globale ma, pur riconoscendo la gravità del momento, ci sono motivazioni che possono condurre ad un molto tiepido ottimismo. Infatti, concentrando l'analisi su ciò che è accaduto in Europa e nel mondo di trimestre in trimestre²²³, emerge un dato molto interessante: effettivamente, se si fa riferimento al controvalore complessivo delle operazioni (stavolta senza debito), nel 2009 in Europa si sono realizzati *deal* per 17 miliardi²²⁴, praticamente la metà rispetto al 2008. Tuttavia, guardando ai dati trimestrali del 2009, considerando ancora una volta le variazioni congiunturali per meglio evidenziare il trend nel brevissimo termine, si osserva una timidissima ripresa dell'attività nell'ambito del *buy out*: ciò contribuisce a determinare come il declino di cui molti osservatori parlano sia da riferirsi in particolare alla modalità LBO, o alle grandi operazioni di *buy out*, ma se ci si riferisce all'attività di *buy out* nel suo complesso, l'analisi che va fatta per il 2009 (e per gli anni a venire) è più complessa di quello che potrebbe sembrare in prima istanza.

In particolare, l'attività di *buy out* in Europa e nel mondo è cresciuta in modo pressoché costante nel corso dell'anno sia nei volumi, che nel numero: rispettivamente 8% e 3% nel secondo trimestre 2009 nel Vecchio Continente, dopo un primo quarto in cui proseguiva invece il crollo del 2008 (-53% i volumi); nel terzo trimestre, sebbene si sia investito in meno imprese (-10%), i volumi sono aumentati del 10%. A livello globale invece, gli investimenti di maggioranza sono aumentati del 35% nel secondo quarto, passando da 8 a 11 miliardi, e sono più che raddoppiati nel terzo trimestre, arrivando a quota 25 miliardi di dollari.

Nell'ultima fase dell'anno, l'aumento su base trimestrale è stato del 44% nel mondo (36 miliardi) e addirittura del 110% in valore sui mercati europei, raggiungendo 5 miliardi e mezzo complessivamente a fronte dei 2 miliardi e mezzo del terzo trimestre, mentre si registra un più modesto +6% nel numero delle operazioni concluse, segno questo dell'aumento della dimensione media dei *deal*.

²²³ Sempre tenendo conto dei *caveat* già sottolineati in precedenza.

²²⁴ Dati Centre for Management Buy Out Research.

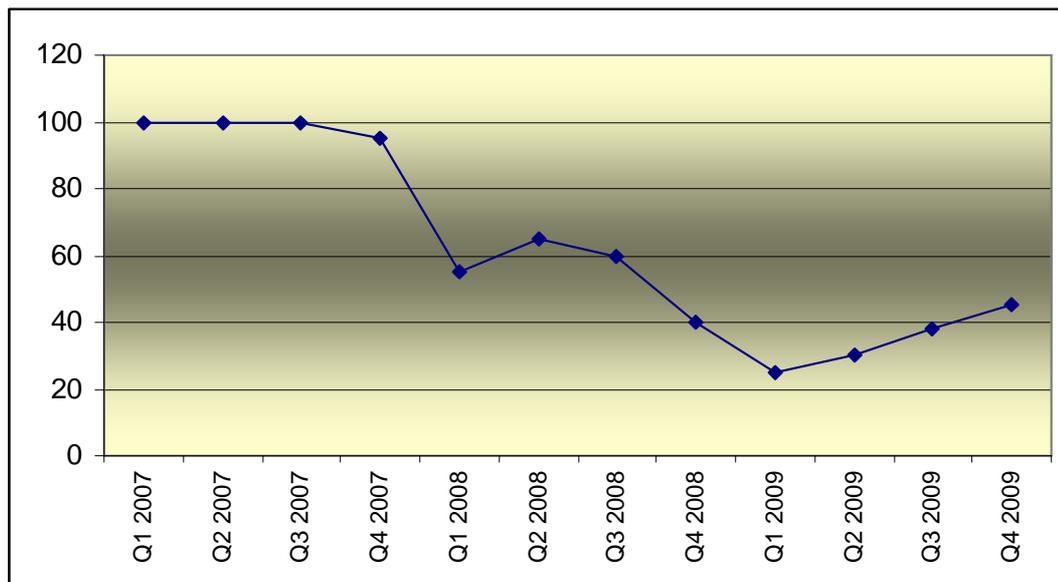


Figura 53 Evoluzione investimenti in buy out in Europa per volumi. La scala di sinistra funge da indice per misurare la valutazione percentuale, con base di partenza 100. Fonte:EVCA

Al di là delle dimensioni del fenomeno, che, lo si ripete, sono sicuramente modeste, e del fatto che si partiva comunque da livelli molto bassi²²⁵, ciò che non si può negare è che il 2009 abbia visto in Europa l'attività muoversi sì fondamentalmente poco, ma comunque in leggero rialzo per tre trimestri consecutivi. Questo può voler dire molte cose: da un lato, che il momento del vero e proprio crollo è forse stato effettivamente quello del 2008 e dei primissimi mesi del 2009, dall'altro, che più che di declino del *buy out* in senso proprio (mentre è questo certamente il caso della modalità operativa LBO), occorrerebbe forse parlare di stagnazione, di fase di transizione verso nuovi modi di intendere l'intervento di maggioranza che possano prescindere, almeno nell'immediato, dal supporto della leva finanziaria.

Quella che dunque potrebbe essere in atto è la capacità del private equity di sapersi adattare all'ambiente economico che c'è sullo sfondo, aspettando tempi migliori per tornare a sfruttare le condizioni favorevoli sul mercato del debito per effettuare ancora una volta quelle grandi operazioni da cui si traeva gran parte della redditività grazie alla struttura finanziaria. Quest'ultima, non va mai dimenticato, è una delle quattro grandi leve di creazione del valore del private equity che sono state più volte ricordate, ma non è certamente l'unica, né tanto

²²⁵ Non va dimenticato anche che l'EVCA fornisce un dato unico per *buy out* e *turnaround*.

meno quella che garantisce più certezze qualora le condizioni ambientali dovessero cambiare.

Dato l'elevato grado di incertezza che si osserva sui mercati, si può immaginare che la tendenza delineata possa proseguire nell'immediato, perlomeno sotto il punto di vista della dimensione delle operazioni. A tal proposito, anche se recentemente le condizioni di accesso al credito sono senza dubbio migliorate rispetto alle difficoltà del 2008 e dei primi mesi del 2009, il mercato è ancora ben lontano dall'aver raggiunto una fase di normalità, inondato com'è dalle iniezioni di liquidità delle banche centrali che contribuiscono a mantenere i tassi sui prestiti interbancari di breve termine al di sotto dei loro standard storici, oltre che dalla persistente concorrenza tra fondi per accaparrarsi le aziende migliori, circostanza che mantiene alti i multipli in entrata. Una maggiore fiducia sul mercato creditizio è comunque tra le condizioni necessarie per scatenare una nuova ondata futura di crescita per il settore del private equity: in tal senso, pur se la percezione dell'abbassamento del rischio di credito è stata confermata negli ultimi mesi dall'assottigliamento del *TED spread* (tornato al di sotto dei 100 *basis points* e ben lontano dal picco di 500 visto nell'ottobre 2008), la reale attività di prestito da parte delle banche rimane esigua. Questa infatti è ancora ostacolata dalle difficoltà che gli intermediari continuano a trovare sulle proprie attività in portafoglio, oltre che dalla paura di nuovi *default* e dall'incertezza sulle nuove regole di patrimonializzazione: dai sondaggi condotti dalle banche centrali nel mese di gennaio del 2010, emerge infatti un'elevata percentuale di banche che continua ad innalzare gli spread sui prestiti e restringere ulteriormente le condizioni accessorie²²⁶ (*covenants* e quant'altro).

Tuttavia, c'è anche di più: come nei peggiori scenari apocalittici, il 2012 sarà un anno decisivo per i mercati finanziari mondiali. Infatti, ciò che accadrà tra un anno e mezzo è una convergenza micidiale di scadenze: simultaneamente, verranno a scadere titoli di Stato, obbligazioni di aziende solide, *junk bond*, per un volume

²²⁶ Lo spread sulle obbligazioni *corporate investment grade* americane si è ristretto all'1,9% a fine 2009 rispetto al 5% del 2008, ma rimane di circa 50 punti base al di sopra del suo trend di lungo termine. Lo stesso dicasi per lo spread sugli *high yield bond*, arrivato a 611 b.p. dai 1600 del 2008, ma sopra di 200 rispetto ai suoi valori medi normali. Cfr. Bain & Company, *Global Private Equity Report 2010*

complessivo che sarà pari a circa otto volte quello che i mercati assorbono quest'anno²²⁷. Nel 2010 infatti, negli Stati Uniti scadranno 21 miliardi di dollari di titoli subordinati, che dovranno dunque essere rimborsati o rifinanziati dall'emittente sul mercato; nel 2012, il valore di questi titoli salirà a 155 miliardi, e ancora peggio sarà negli anni a venire (212 miliardi nel 2013, 338 nel 2014, in pratica oltre 700 miliardi in tre anni). La cosa più preoccupante è che assieme a queste masse di titoli, in gran parte legate alle acquisizioni dei fondi di private equity del 2006-2007 e con *maturity* compresa tra i cinque e i sette anni²²⁸, dovranno essere rinnovati svariate migliaia di miliardi di titoli di Stato emessi per finanziare i fabbisogni in crescita (con la spesa pubblica in aumento in funzione anticiclica) degli Stati sovrani²²⁹.

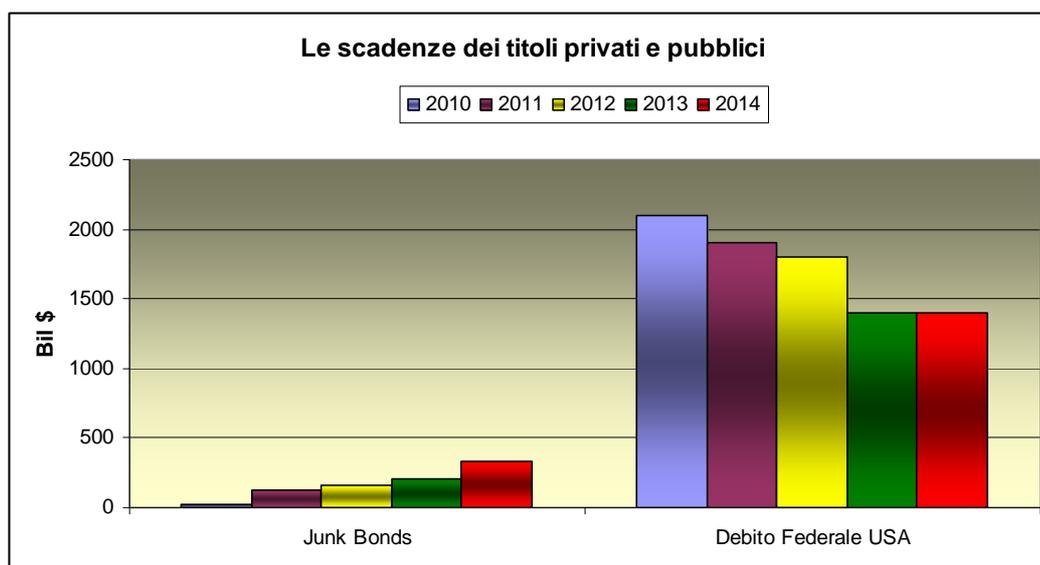


Figura 54: Scadenze titoli di Stato USA e junk bonds 2010-2014. Fonte: la Repubblica

Una concentrazione che non ha precedenti e che trova una sola strada per prevenire l'altrimenti inevitabile ondata di fallimenti ed insolvenze: il rifinanziamento immediato, a partire già da ora, dei titoli, per avere un minimo di

²²⁷ F. Rampini, 2012, *l'Armageddon delle borse: in scadenza miliardi di junk bond*, la Repubblica, 20 marzo 2010

²²⁸ Dei 33 miliardi dell'operazione HCA, Bain e KKR ne avevano raccolti 13 con maxi emissioni di *junk bond* che scadranno tra il 2012 e il 2014, mentre i titoli emessi per finanziare l'operazione TXU sono addirittura 21 miliardi a partire dal 2012. Apollo, che aveva acquisito il colosso immobiliare Realogy, con lo scoppio della bolla immobiliare e del *credit crunch* dovrà rimborsare 8 miliardi di dollari per ogni dollaro di ricavi della Realogy.

²²⁹ Si parla di circa 2000 miliardi per il Tesoro statunitense da rinnovare nel 2012, alimentati anche dalla spesa legata alla recentissima riforma sanitaria approvata dal Congresso.

protezione di fronte alle scadenze del 2012. Il punto è che anche chi è stato lungimirante ed ha già iniziato questa operazione si trova di fronte un altro problema: la concorrenza degli Stati sovrani, che, come si è detto, nel 2012 vedranno scadere i propri titoli emessi per finanziare *bail out* e manovre antirecessione.

Con uno scenario simile, lo scetticismo degli investitori sui rendimenti che i gestori dei fondi potranno trarre nel futuro dalle operazioni di LBO può avere il suo ruolo nel prospettare scenari neri per il *buy out*: la maggior parte dei recenti *mega deal*, conclusa quando il mercato era al suo picco, non è stata redditizia e le imprese coinvolte si sono dimostrate troppo grandi per poter essere gestite con maggiore efficacia e profittevolmente in poco tempo. Al di là di questo, anche battendo le nuove strade che si sono accennate (società di medie dimensioni, interventi su imprese *distressed*, operazioni finanziate con la quasi totalità di equity, PIPEs, interventi nel mercato delle istituzioni finanziarie), McKinsey ha rilevato che il cosiddetto *dry powder* di cui si era parlato precedentemente (535 miliardi di dollari) molto difficilmente verrà assorbito da questi interventi: nel 2007, quando il mercato era al suo apice, il totale di tutti i *buy out* di valore inferiore al miliardo di euro, quindi operazioni medie, era di soli 100 miliardi di dollari²³⁰. Oggi, considerando i 535 miliardi non ancora sfruttati e la ridotta dimensione delle operazioni, è concreto il rischio che occorreranno tutti i prossimi cinque - sei anni per sfruttare tali capitali, persino se alcuni dei *limited partners* dovessero rinegoziare i propri *commitments*, come detto in precedenza: stante ciò, finché questi capitali non verranno del tutto investiti, è molto difficile che le società di private equity attivino nuovi fondi di *buy out*.

Infine, un'ulteriore criticità che potrebbe investire le operazioni di LBO riguarda le scelte dei *policy makers*: da più parti, sia in Europa che negli Stati Uniti, è giunta l'eco di considerare possibili limiti sull'uso della leva finanziaria dei maggiori fondi di *alternative investments*, dunque non solo i vituperati *hedge funds* ma anche i fondi di private equity. La ratio di una scelta simile, logicamente, sarebbe quella del controllo e della regolamentazione dei rischi

²³⁰ McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, op. cit.

sistemici, chiedendo alle banche e ai fondi d'investimento di incrementare o diminuire l'indebitamento a seconda delle necessità inerenti la stabilità dei mercati finanziari: tuttavia, sebbene sotto limiti di questo tipo è evidente che vadano a finire i fondi di maggiori dimensioni, è anche vero che, in generale, le banche sono molto più *leveraged* dei fondi stessi, dunque l'impatto di eventuali limiti del genere è tutt'altro che scontato per i fondi di private equity, anche alla luce del fatto che si tratta di disposizioni che sembrano tanto simili a quelle, fallimentari alla prova dei fatti, di Basilea II.

Da quanto emerso da queste pur brevi riflessioni, dovrebbe essere chiaro cosa si intende dimostrare a proposito dell'andamento del mercato del *buy out* nel 2009 e nei prossimi anni: un segmento certamente in una fase di marcata difficoltà, ma sul quale la definizione di declino è perlomeno da ponderare in maniera articolata, mentre l'etichetta è di certo appropriata per tutte le acquisizioni a leva. Si badi: con ciò non si intende certo affermare che le prospettive siano rosee per questa tipologia di operazioni. Tuttavia, è innegabile che, anche se non si vedranno a breve quelle operazioni *monstre* che hanno impressionato negli anni addietro, il *buy out* non è solo fatto da *deal* multimiliardari o da livelli di indebitamento spropositati, bensì anche da operazioni più ridotte per dimensione, le quali, proprio per le loro caratteristiche, si prestano ancor di più ad una valorizzazione a tassi di rendimento elevati e meglio gestibile nella sua fase decisiva, cioè l'*exit*. Tutto ciò per ribadire per l'ennesima volta un concetto: il private equity non è solo costituito dalle acquisizioni record di società enormi come KKR o Blackstone, ma è invece un mondo ben più variegato, dove le opportunità, se gestite con la dovuta flessibilità, che in questo contesto sembra essere la parola più adatta, non mancano neppure quando le condizioni ambientali sono le più sfavorevoli.

3.3.3 *Le difficoltà nell'exit: il ruolo dei mercati azionari*

Più volte nel corso del precedente e del primo capitolo, è stata sottolineata l'importanza che assume la strategia di disinvestimento per i fondi di private equity: si tratta di uno dei momenti più difficili e cruciali per l'operatività di un fondo, previsto e prestabilito nella sua modalità fin dalla fase di studio di fattibilità dell'investimento, salvo poi riesaminarne le opportunità una volta che la necessità e soprattutto la volontà di uscire si concretizza. È fin troppo ovvio rimarcare ulteriormente che è proprio nel momento della dismissione che si determina e quantifica la valorizzazione definitiva del proprio investimento; la capacità di attuare strategie di uscita profittevoli diventa fondamentale inoltre nel momento stesso in cui si intende attivare un nuovo fondo²³¹, perché i buoni risultati provenienti dalla cessione dell'investimento fanno sì che nei *limited partners* si generi la convinzione che i gestori che hanno fornito dei ritorni superiori al proprio investimento siano in grado di garantire nuovamente rendimenti di alto livello, alimentando dunque una nuova fase di raccolta basata sulla forza dei precedenti risultati.

Rispetto a questo tema, si sarà compreso che l'attività di private equity si presenta come un circolo, a seconda dei casi, virtuoso o vizioso: un'ottima valorizzazione dell'investimento genera una nuova raccolta di dimensioni ragguardevoli, che funge da imprescindibile motore per la realizzazione di nuovi investimenti. Tuttavia, quando uno solo dei tre meccanismi che innescano questo circolo virtuoso (raccolta, investimento, disinvestimento) si inceppa, tutta la dinamica si blocca: non è logico affermare che esista un momento più importante degli altri, ma è chiaro che quando l'*exit* è difficoltoso, è di conseguenza molto complicato attivare nuovi fondi, rassicurare gli investitori e realizzare la nuova raccolta per investire. Con lo scoppio del *credit crunch* e il crollo dei mercati finanziari, la transizione dal circolo virtuoso a quello vizioso è stata, come si è visto, immediata: in tutto ciò, il ruolo dell'*exit* è stato ed è tuttora realmente decisivo in senso negativo. Come per gli investimenti, rispetto ai quali si era detto che si

²³¹ M. Arnold, *This Way Out: In private equity, a profitable exit is now worth more than ever before*, Financial Times, 18 marzo 2010

potevano schiudere alcune opportunità parzialmente favorevoli a determinate condizioni, anche sul lato del disinvestimento, nonostante ciò che è successo non lasci presagire nell'immediato un futuro roseo, si vedrà come la necessità di sfruttare le masse di capitali già sottoscritti e non ancora richiamati sia in grado di attivare una nuova fase, specie sul mercato secondario, la quale, va detto fin da subito, rischia tuttavia di non essere altro che un mero e temporaneo palliativo.

Parlando del 2008 in Europa, si era già dato conto delle notevoli difficoltà incontrate dagli operatori nel disinvestire, sia a livello tendenziale, che soprattutto congiunturale. Il dato aggregato parlava di 2000 operazioni di *exit* contro le circa 2800 del 2007, un calo del 40% che si è riflesso anche nel controvalore dei disinvestimenti, praticamente dimezzati rispetto all'anno precedente (14 miliardi di euro contro 27).

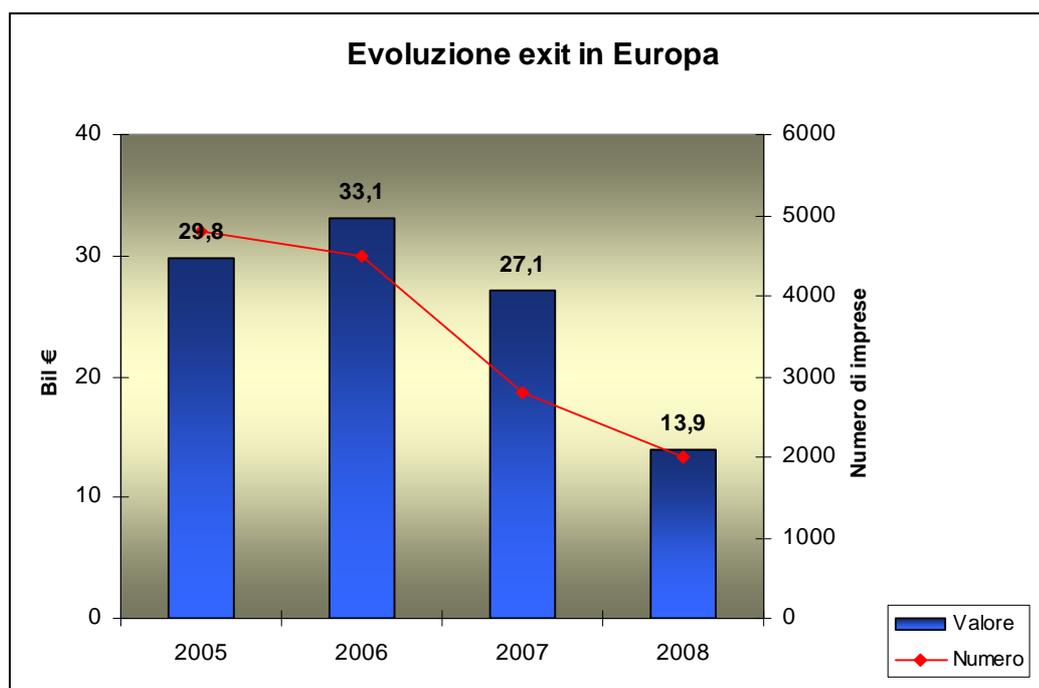


Figura 55: *Evoluzione disinvestimenti in Europa per valori e numero di imprese. Il dato comprende anche le operazioni di venture capital. Fonte: EVCA*

Al di là dei dati aggregati, che comunque come si può notare dal grafico erano già in calo dal 2007, analiticamente si possono riconoscere in questa fase alcuni trend rilevanti. In particolare:

- Lo scarso livello dei volumi di disinvestimento, arrivati al punto più basso dal 2005, è generato fundamentalmente dalla riluttanza degli operatori a

disinvestire con condizioni di mercato sfavorevoli e la conseguente tendenza a gestire un *holding period* più ampio. Più che a disinvestire in modo quasi sicuramente poco redditizio, i fondi si concentrano su interventi *ad hoc* in imprese del proprio portafoglio in difficoltà: in sostanza, mancando la certezza di elevati rendimenti dalla valorizzazione dell'investimento, i fondi preferiscono mantenere ancora i propri *assets*;

- Si rileva, a livello di singolo canale d'uscita, un sostanziale declino del *trade sale*, che permane comunque la strategia di *exit* prediletta relativamente alle altre (40% del totale del valore dei disinvestimenti), ma vede tuttavia scendere da 700 a 521 le società oggetto del disinvestimento, nonché i controvalori della metà (5 miliardi contro i quasi 10 del 2007);

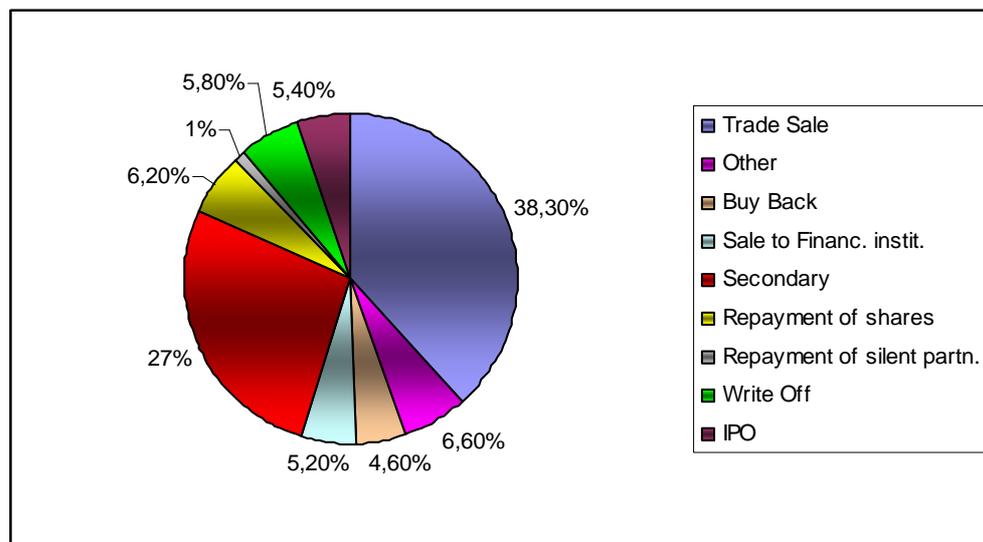


Figura 56: *Peso di ciascuna tipologia di exit sul totale dei valori nel 2008 (compreso Venture Capital). Fonte: EVCA.*

- Le costanti svalutazioni operate dai fondi, passate dall'1,7% del 2007 al 5,8% del 2008, hanno costituito la vera tendenza negativa del periodo, oltre che l'evidenza più diretta della crisi del settore: il peso dei *write off* è tornato a livelli vicini a quelli del 2003-2004, quando era arrivato a quasi un decimo del totale (a tal proposito, viene proposto a seguire un grafico che mette a confronto il peso percentuale di ciascuna tipologia di *exit* negli anni precedenti il 2008);

- Il crollo del mercato dell'IPO (5% del totale), che nei periodi positivi dell'attività era diventato una soluzione molto appetita dagli operatori (nel 2006 circa un decimo dei disinvestimenti avveniva tramite quotazione in Borsa, a fronte di tendenze storiche meno elevate), falcidiato invece sia nel 2007, che nei primi mesi del 2008, dalle difficoltà sui mercati azionari e dalle conseguenti valutazioni al ribasso per le nuove quotazioni;

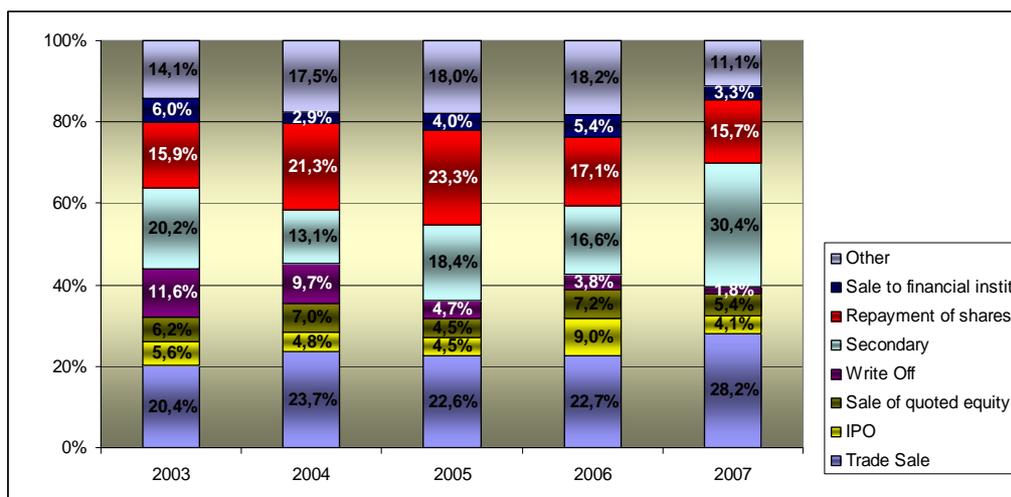


Figura 57: Peso percentuale exit per tipologia: serie storica. Fonte: EVCA

- Il dimezzamento del mercato del *secondary sale*, che nonostante potesse offrire in linea di principio opportunità favorevoli sia a fondi specializzati che non, ha visto crollare la sua attività, passando da 8 a 3,7 miliardi di euro, pur mantenendo un peso percentuale sostanzialmente invariato rispetto al 2007, il che denota chiaramente di quale dimensione sia calata l'attività di *exit* nel suo complesso (vale lo stesso discorso per il *trade sale* ovviamente).

Se queste erano le tendenze rilevanti nel 2008, è lecito domandarsi quali ne siano state le cause e gli effetti, indagando sulle principali criticità incontrate nelle tre principali modalità operative (*trade sale*, *secondary*, IPO): ciò che è avvenuto nel 2008 è infatti, seppur esacerbato dagli avvenimenti che hanno fatto collassare il mercato finanziario, un processo ancora in atto anche nel 2009, che permette dunque di gettare le basi per comprendere quali potranno essere gli scenari che si presenteranno nell'immediato per gli operatori nell'ambito del disinvestimento.

A dispetto del fatto che tutte le forme di *exit* hanno osservato vistosi cali nel controvalore²³², come si appena detto, il *trade sale* e il *secondary* hanno rispettivamente aumentato e conservato il loro peso percentuale sul totale rispetto al 2007. Questa circostanza consente di sviluppare alcune riflessioni essenziali a proposito di questi due canali di disinvestimento:

- Negli anni in cui l'attività di disinvestimento non incontrava troppi problemi, i volumi di queste due forme di uscita erano effettivamente molto elevati, anche rispetto alle altre tipologie: questo spiega il fatto che la vendita a soci industriali abbia visto addirittura aumentare la sua incidenza percentuale sul totale, a dispetto dei volumi in calo, circostanza che altrimenti potrebbe sembrare quantomeno singolare. Non di meno, è anche chiaro che la discesa del *trade sale* è stata anche, sempre in termini relativi, meno marcata di quella, per esempio, dell'IPO: tuttavia, questo dato è abbastanza fisiologico, se si considera che, seppur nella loro forte specificità (la vendita al *player* industriale è inevitabilmente legata per quest'ultimo alla concreta strategicità dell'operazione in termini di sinergie offerte), le operazioni di *trade sale* presentano un ventaglio di opportunità sicuramente più ampio di quella che è invece una strada incasellata su certe tempistiche, normative e parametri, come l'IPO. Volendo riassumere in una parola questo concetto, si può affermare che il *trade sale* è per i fondi una scelta più flessibile dell'IPO, specialmente rispetto alla dimensione di molte imprese detenute in portafoglio, spesso troppo piccole per essere quotate;
- Sia nel caso del *trade sale*, che del *secondary*, il problema principale che guida la discesa delle operazioni è il sostanziale blocco del mercato dell'M&A in Europa. DeaLogic²³³ ha calcolato che nel 2009 le operazioni di fusione e/o acquisizione sono calate del 10% nel numero (circa 13000) ma hanno osservato un crollo pari al 65% nel controvalore (600 miliardi

²³² Da un sondaggio effettuato a fine 2009 dall'EVCA, è emerso che il 40% del campione di fondi intervistato non ha compiuto alcuna attività di disinvestimento nel 2009: di questo 40%, più della metà è rappresentato da fondi che operano nel segmento del *buy out/expansion*. Cfr. EVCA, *Barometer*, n. 70, febbraio 2010

²³³ EVCA, *Barometer*, n. 66, gennaio 2009

di euro): una situazione che si era già delineata ovviamente in riferimento al solo private equity, ma che non poteva non essere la medesima anche per le società industriali in generale. Per queste ultime infatti c'è anche la necessità che l'operazione rivesta una reale importanza strategica, con tutto ciò che ne consegue in termini di ricerca delle sinergie e di complementarità: la crisi ha portato le imprese a concentrarsi sui propri business, guardando esternamente nel caso si presentino particolari opportunità a prezzi contenuti, ma al momento molte società vedono il processo di M&A (e soprattutto la fase di *post merger integration*) come una strada lunga e lastricata di ostacoli;

- È forse superfluo sottolineare che il crollo del LBO è stata tra le cause remote più importanti che, assieme soprattutto alla scarsità di aziende dalle performance di qualità, ha determinato il calo delle operazioni di vendita a soci industriali o istituzionali, in particolar modo per quanto riguarda i *secondary buy out*, molto più difficili ovviamente a causa della scarsissima possibilità di *leverage*;
- Altra criticità di cui tener conto è l'incertezza nelle valutazioni delle imprese, sia da parte di chi sta vendendo, che soprattutto di chi sta comprando²³⁴. Poiché una delle cause principali della caduta del mercato del private equity è stata la vertiginosa salita dei multipli in entrata nel triennio 2005-2007, gli operatori, istituzionali e non, sono diventati molto prudenti nell'esercizio di valutazione: anche per questo, in molti nel settore ritengono che il *trade sale* sarà in grado di offrire valutazioni più congrue rispetto alle altre forme di *exit*. Il compratore strategico infatti, in un contesto di recessione come quello attuale, pagherà per un'acquisizione realmente necessaria per il suo business solo il *fair price*²³⁵. A tal proposito, uno dei temi chiave qui è anche la necessità di una *due diligence* più lunga e approfondita, che porta via notevoli risorse in termini di tempo e denaro²³⁶, ma che d'altra parte è imprescindibile, stante la notevole volatilità esistente;

²³⁴ Ernst & Young, *Global IPO Trends Report 2009*

²³⁵ EVCA, *Barometer*, n. 70, febbraio 2010

²³⁶ R. Bruner, *Applied M&A*, op. cit.

- A proposito dell'incertezza sul lato delle valutazioni, occorre sottolineare che la stabilizzazione (per non dire stagnazione) che l'economia mondiale ha osservato a partire dal secondo trimestre del 2009 ha paradossalmente ostacolato ulteriormente la capacità di portare a termine le acquisizioni. Infatti, l'altalena che hanno registrato i mercati azionari nel 2009, alternando al crollo del primo trimestre una decisa ripresa nella seconda parte dell'anno, ha fatto sì che la finestra disponibile per realizzare operazioni vantaggiose (sia da parte dei fondi, che dei *player* industriali) sia stata aperta pochissimo tempo²³⁷. Di fatto, i multipli in entrata sono tornati nel giro di pochi mesi ai livelli di fine 2007, deprimendo ulteriormente l'attività d'investimento e di *exit*;
- Relativamente al mercato del *secondary*, si è visto che il calo in valore è stato vistoso: la generale diffidenza degli operatori che aveva accompagnato fino a pochi anni fa questo tipo di operazioni²³⁸ è probabilmente spuntata fuori nuovamente nel momento stesso in cui tutti i fondi hanno incontrato difficoltà nel gestire le operazioni più costose e più *leveraged*, ma anche quelle di *early stage*, dove il rischio già normalmente elevato si è acuito quando la crisi finanziaria si è trasmessa all'economia reale, mettendo in difficoltà le nuove realtà imprenditoriali, prevalentemente appartenenti a settori molto ciclici come il *cleantech*. Ciò ha fatto sì che le opportunità che normalmente si determinano quando un'azienda passa da uno stadio all'altro del suo ciclo di vita (necessitando dunque di un supporto diverso nel caso voglia mantenere un investitore istituzionale nel suo capitale) siano diminuite. Al di là di ciò, si è osservata negli ultimi tre trimestri del 2009 una certa ripresa²³⁹, perlomeno a livello tendenziale, dell'attività di *secondary*, il che conferma statisticamente la possibilità che questo tipo di operazioni vengano sostenute dalle necessità congiunte di dismissione e utilizzo di capitali

²³⁷ Bain & Company, *Global Private Equity Report 2010*

²³⁸ Tamburi Investment Partners, *Il secondary private equity: Gli operatori secondari come canale di exit*, op. cit.

²³⁹ MergerMarket, *European Private Equity in Review*, op. cit.

inespressi, come si spiegherà più nel dettaglio al termine di questo paragrafo.

Se queste sono state le principali questioni emerse nell'ambito delle due modalità operative di disinvestimento più utilizzate, il caso dell'IPO merita un approfondimento maggiore²⁴⁰, date sia le peculiarità di questo canale di *exit*, critico soprattutto per i business di maggiori dimensioni detenuti dai fondi, sia la netta controtendenza che ha osservato rispetto ai periodi antecedenti il 2007-2008, quando l'andamento favorevole dei mercati borsistici aveva fatto scegliere a molti operatori l'*exit* tramite quotazione, storicamente comunque una strada di uscita minoritaria rispetto soprattutto al *trade sale*.

A livello globale, non è sorprendente il dato che vede nel 2008 la complessiva attività di IPO, prescindendo dunque dal fatto che chi effettua l'offerta pubblica di sottoscrizione/vendita sia o meno un fondo di private equity²⁴¹, essersi praticamente più che dimezzata rispetto al 2007, date le condizioni deteriorate dell'ambiente, dovute alla stretta creditizia e al collasso del sistema bancario mondiale: il calo osservato è del 61% nel numero delle operazioni di IPO concluse nel mondo, il più basso addirittura dal 1995, mentre nei capitali raccolti attraverso la quotazione la discesa è del 67%, dato minimo dal 2003²⁴². Una costante nel 2008 è stata infatti la procrastinazione di numerose operazioni di quotazione, seguendo un crollo nelle valutazioni dei prezzi delle azioni che non arrivava a livelli così bassi dagli anni '80, al termine dell'altra crisi finanziaria in cui era rimasta coinvolta maggiormente l'industria del private equity. Evidentemente, il dato certo è che in tutto il mondo sono prevalsi sentimenti di forte sfiducia nei confronti del mercato azionario da parte degli investitori, guidati soprattutto dai deboli fondamentali economici e dalla forte volatilità osservata sui mercati borsistici. Soprattutto quest'ultima è cresciuta col susseguirsi degli

²⁴⁰ Per questo motivo, non ci si limiterà ad analizzare quanto avvenuto solo in Europa, ma anche negli altri Paesi del mondo, onde sottolineare analogie e differenze soprattutto con il mercato statunitense e con i Paesi emergenti.

²⁴¹ È infatti il complessivo andamento del mercato dell'IPO a determinare se questa modalità di disinvestimento possa essere attuata in modo profittevole o meno dai fondi di private equity, a prescindere dunque dal fatto che si tratti di *private equity/venture backed IPO*: la cosa conta semmai a livello di performance successiva all'IPO, per vedere se eventualmente la precedente presenza del fondo fosse stata discriminante in positivo o meno.

²⁴² Dati DeaLogic.

avvenimenti più drammatici per il mercato, fino a raggiungere il suo picco tra il settembre e l'ottobre del 2008, con il fallimento di Lehman e l'approvazione del TARP: il grafico che segue rappresenta l'ormai noto indice VIX, che viene calcolato giornalmente dal Chicago Board Options Exchange (CBOE), e stima la volatilità implicita nelle opzioni a 30 giorni scritte sull'indice S&P500, un'utile misura dunque per comprendere quantitativamente cosa si intenda per elevata volatilità del mercato azionario²⁴³.

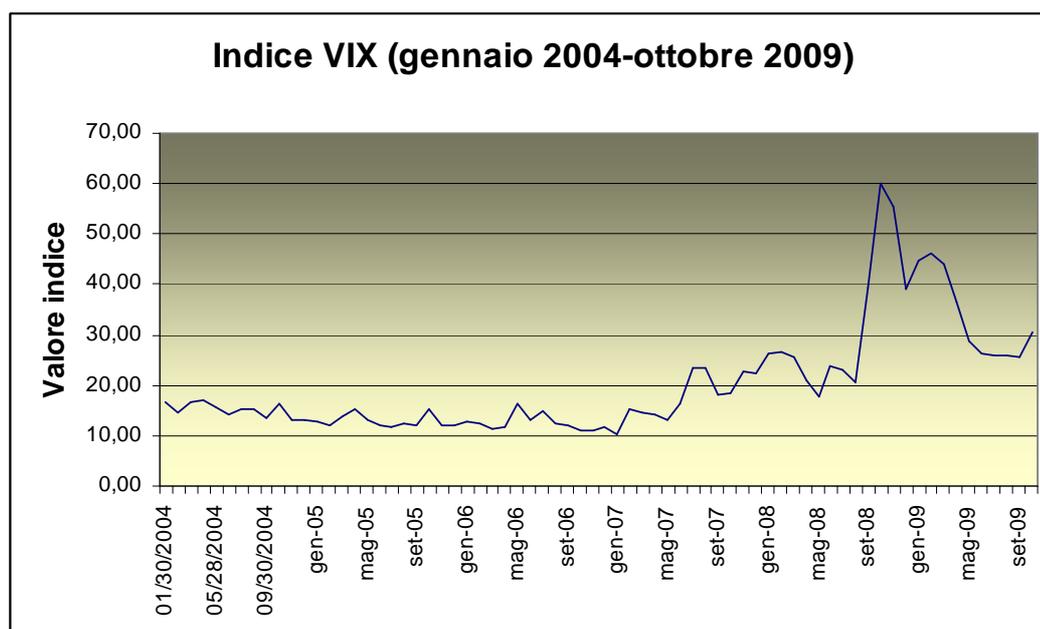


Figura 58: Andamento Indice VIX tra il gennaio 2004 e l'ottobre 2009. Fonte: CBOE

Stante la notevole incertezza presente sui mercati azionari, dall'analisi generale dell'andamento del mercato dell'IPO a livello mondiale emergono alcune questioni chiave²⁴⁴:

- Com'era facile prevedere, i mercati statunitensi e quelli europei, più sviluppati e colpiti subito dalla crisi, hanno subito nel 2008 il calo più marcato: gli Stati Uniti hanno visto scendere dell'89% il numero delle operazioni di IPO e dell'81% il controvalore, mentre l'Europa ha registrato cali del 67% e dell'85% rispettivamente, frutto del crollo del sistema bancario prima e della recessione poi;

²⁴³ Poiché l'acquisto o la vendita di opzioni *call/put* scritte sull'indice S&P500 consente di scommettere sulla volatilità dell'indice, il VIX è una misura indiretta di quest'ultima, poiché stima la volatilità implicita nelle opzioni scritte sull'indice borsistico. Cfr. J. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, op. cit.

²⁴⁴ Ernst & Young, *Global IPO Trends Report 2009*

- Anche nell'ambito borsistico, si conferma il nuovo ruolo dei mercati emergenti, che associano dunque alle caratteristiche favorevoli per gli investimenti futuri delineate nel secondo capitolo, anche prospettive di *exit* un po' più incoraggianti di quelle dei mercati occidentali. Delle prime venti operazioni di IPO nel mondo nel 2008, ben 15 provengono dai Paesi emergenti, in particolare dalla Cina (4 quotazioni), dall'Arabia Saudita (anche qui 4) e soprattutto dal Brasile. Il dato è di notevole importanza per il private equity in chiave futura, specie alla luce delle considerazioni che sono state fatte precedentemente sulla necessità di affacciarsi ai nuovi mercati (nonché sulla liquidità delle Borse dei Paesi emergenti e sulle conseguenti possibilità di *cross listing*). Tuttavia, questo trend positivo registrato nei primi mesi del 2008 (che aveva fatto avanzare da parte di alcuni teorie sulla possibile non correlazione fra i mercati borsistici sviluppati e quelli emergenti) non ha avuto assolutamente un andamento omogeneo per tutto l'anno: alla fine del 2008 infatti anche i mercati in via di sviluppo, specialmente i BRIC (calo del 62% nei numeri e del 76% nei valori rispetto al 2007), hanno osservato un declino deciso nel valore degli *assets* azionari e nella fiducia generale degli investitori. L'ottimismo proviene dalla continua crescita del PIL in questi Paesi, seppur con tassi meno esplosivi di qualche anno fa, che consente di guardare positivamente ai fondamentali dei rispettivi sistemi economici per una ripresa dei prezzi delle azioni quotate sui vari mercati più repentina di quanto si vedrà in Occidente;

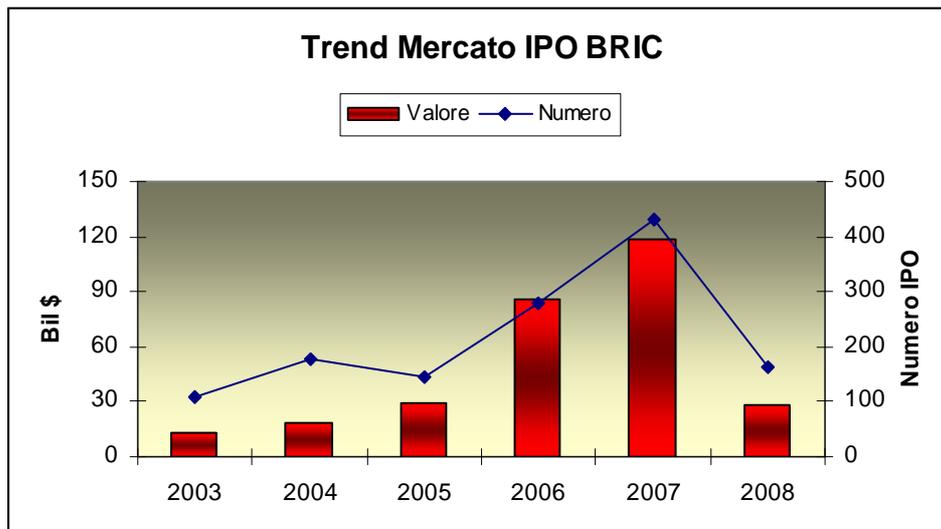


Figura 59: Trend Mercato Complessivo IPO per BRIC. Fonte: DeaLogic

- L'elevata volatilità genera una complessiva depressione delle valutazioni borsistiche, il che frena l'attività di IPO. Prezzare i business è diventato molto difficile alla luce delle variazioni dei prezzi delle società comparabili quotate, che si sono mosse (e si muovono tuttora) anche del 5-10% nel giro di una sola seduta: tenendo conto che quello dell'offerta sul mercato è un processo normalmente lungo due settimane, lo spazio per vedere oscillazioni notevoli dei prezzi è molto ampio per una società di nuova quotazione e dunque priva di *track record*. Ciò fa sì che molte società oggetto di IPO siano estremamente sottovalutate rispetto al loro potenziale, proprio per questo effetto dato dalla valutazione relativa: la conseguenza è che per i fondi diventa intollerabile disinvestire a certi prezzi, ed è frequente che operazioni prima annunciate o quantomeno prospettate debbano essere riviste o posposte a seguito della caduta dei multipli delle società comparabili. Per farla breve, le società di private equity quotano un investimento solo nella certezza della riuscita dell'IPO;
- Relativamente all'Europa, la crisi ha colpito anche qui maggiormente i mercati dei Paesi più sviluppati, che hanno visto calare i propri indici borsistici in media del 40%: nel 2008 l'Inghilterra ha generato solo 19 IPO (sempre prescindendo dal fatto che siano o meno *private equity/venture backed*), mentre Germania, Francia, Spagna e Italia insieme ne hanno realizzate appena 14. I Paesi europei emergenti, come la

Polonia (73 IPO, tutte però nella Borsa locale) hanno invece osservato una buona crescita nei primi otto - nove mesi dell'anno, che conferma il dato parzialmente positivo dei mercati in via di sviluppo;

- Una tendenza apparsa nel 2008 in Europa e di sicura continuità nel futuro immediato è quella delle operazioni PIPE: le valutazioni azionarie al ribasso hanno portato infatti diverse società quotate di media grandezza ad uscire dal mercato, affidandosi ai fondi di private equity per trovare i finanziamenti di cui necessitavano, e aspettando quindi tempi migliori per tornare in Borsa. Questo processo alimenta le aspettative di quanti vedono un rilancio dell'IPO tra le forme di *exit* per il 2010, non appena il mercato avrà raggiunto una volatilità più bassa;
- In prospettiva, una possibilità (e, se vogliamo, si tratta quasi di un paradosso) è che la pressione dei *limited partners* per la valorizzazione dell'investimento possa indurre i fondi di private equity a riconsiderare proprio il canale dell'IPO come strategia più favorevole di *exit*: infatti, il cambiamento delle condizioni sul mercato creditizio e la specificità di ogni operazione con controparti industriali possono alla lunga far preferire ai fondi la maggiore celerità dell'opzione borsistica²⁴⁵. Quando il mercato azionario avrà trovato maggiore stabilità, è possibile che i numerosi investimenti da dismettere e la necessità di fare nuova raccolta siano un incentivo al rilancio dell'IPO trainato dai fondi²⁴⁶;
- Questa tendenza si è cominciata in parte a verificare già nel 2009, che ha visto complessivamente 615 operazioni di IPO in tutto il mondo, per un totale di 116 miliardi di dollari raccolti²⁴⁷. In particolare, colpisce il dato relativo al mese di dicembre, in cui sono state realizzate operazioni per 20 miliardi, che hanno consentito un netto aumento dell'IPO su base trimestrale, pari al 62% in più (221 operazioni tra Europa, USA e Asia), guidate dalla ripresa che le Borse mondiali hanno osservato a partire dai

²⁴⁵ Per celerità, si intende in questo caso la certezza di un processo di offerta al pubblico che ha una durata compresa tra i 6 e gli 8 mesi. Le acquisizioni non hanno una tempistica definita, che comunque dipende anche dal potere contrattuale delle controparti e dal complessivo processo valutativo e di integrazione *post merger*.

²⁴⁶ Ernst & Young, *Global IPO Trends Report 2009*

²⁴⁷ Dati Ernst & Young.

mesi estivi. Il dato diventa particolarmente interessante se si considera sia che le IPO *private equity backed* hanno contato per il 15% in valore sul totale, in ascesa rispetto alla recente media del 10%, ma anche che il 45% delle imprese oggetto di IPO intende usare i capitali raccolti per ridurre la *debt overhang* contratta negli anni addietro;

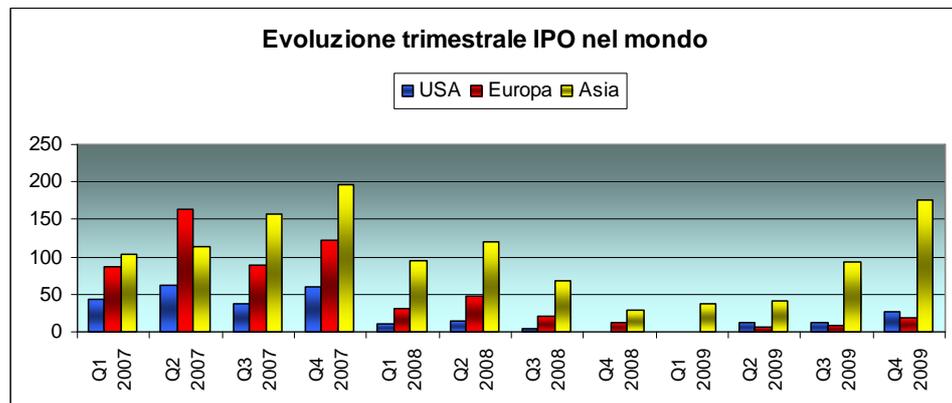


Figura 60: Evoluzione trimestrale IPO (numero) nei tre principali mercati.
Fonte: Preqin e Ernst & Young

- Particolarmente attive nel 2009 sia America che Asia, in grado di apportare il 10% dei capitali raccolti tramite IPO in 400 operazioni, mentre l'Europa non ha superato 35 quotazioni. Molto interessante la crescita che si è osservata in Cina, dove notevoli passi in avanti sono stati fatti a livello normativo per arginare il problema delle valutazioni troppo elevate, nel timore di una possibile bolla speculativa sul mercato azionario. A Shenzhen è stata recentemente aperto il mercato Chinext, dedicato alle piccole imprese dalle alte potenzialità di crescita, mentre una serie di norme di recente introduzione riguarda la proibizione per le imprese di nuova quotazione di usare in un singolo anno più del 20% dei capitali raccolti in eccesso per incrementare il capitale circolante o rimborsare parte dei debiti²⁴⁸;

²⁴⁸ Ernst & Young, *Private Equity, Public Exits: January 2010 PE-Backed IPO Update*, 2010

Impresa	Borsa	Mese	Valore offerta (mil \$)	Fondo sponsor
<i>Myer Holdings Ltd</i>	Sydney	Ottobre	1862	<i>Newbridge Capital, TPG</i>
<i>Hyatt Hotels</i>	NYSE	Novembre	1093	<i>GS Capital Partners</i>
<i>Taleric Biotherapeutucs</i>	Nasdaq	Settembre	1064	<i>Cerberus, Ampersand</i>
<i>Cobalt Intern. Energy</i>	NYSE	Dicembre	958	<i>GS, Carlyle, Riverstone</i>
<i>Dollar General</i>	NYSE	Novembre	824	<i>GS, KKR, Citigroup</i>
<i>Avango Technologies</i>	Nasdaq	Agosto	745	<i>Silver Lake, KKR</i>
<i>Adani Power</i>	Bombay	Agosto	626	<i>3i</i>
<i>Gartmore Group</i>	Londra	Dicembre	609	<i>Hellman & Friedman</i>
<i>Yingde Gases Group</i>	Hong Kong	Settembre	470	<i>Baring PE</i>
<i>CETIP</i>	San Paolo	Ottobre	450	<i>Advent</i>

Figura 61: *Principali PE backed IPO del 2009. Fonte: Ernst & Young*

- La ripresa del mercato delle IPO a livello globale si è consolidata ulteriormente nel corso del primo trimestre del 2010, con operazioni per circa 60 miliardi di dollari²⁴⁹: l'Europa che ha realizzato operazioni per complessivi 6 miliardi di dollari di controvalore, superando del 69% gli Stati Uniti, anche se i 21 miliardi dell'Asia (escluso il Giappone) costituiscono da soli un terzo della raccolta totale dai mercati e confermano la tendenza osservata nel corso del 2009;

Queste, a livello analitico, le più importanti considerazioni e questioni sul tavolo negli ultimi due anni per quanto riguarda l'attività di disinvestimento da parte dei fondi di private equity. Anche in questo ambito, emerge tuttavia il fondamentale tema della capacità d'investimento di tutte quelle masse di capitali sottoscritti dai *limited partners* e non ancora sfruttati da parte dei fondi: la ragione di questo legame con la fase di disinvestimento è, se si vuole, abbastanza logica.

I 535 miliardi di dollari di *committed capital* a disposizione dei fondi di *buy out* e non ancora investiti, hanno avuto infatti nel 2009 il più volte sottolineato effetto di innalzare i prezzi degli investimenti qualitativamente migliori e aumentare la competizione tra i fondi. Le opportunità d'investimento sono infatti potenzialmente minori come numero rispetto agli anni precedenti (la recessione ha determinato una scrematura feroce tra le imprese target) e non più in grado di fornire gli stessi rendimenti del passato, tanto che numerosi fondi hanno abbassato

²⁴⁹ Dati Bloomberg.

il livello dell'IRR atteso su ciascuna operazione potenziale per aggiudicarsela²⁵⁰. È infatti quello di “spendere” sul mercato i capitali non ancora sfruttati il grande problema che dovranno fronteggiare le società di private equity, mentre la performance è una criticità al momento in secondo piano: per questo, per tutti quei fondi raccolti tra 2006 e 2007 con un orizzonte quinquennale dell'investimento (dunque in scadenza a partire dal 2010), trovare velocemente nuovi *deal* da realizzare è decisivo. Il punto di intersezione tra questo problema e il disinvestimento è che i fondi, per poter investire denaro in nuove aziende, hanno bisogno contemporaneamente di alleggerire il proprio portafoglio d'investimenti, quindi uscire con altrettanta e soprattutto coordinata rapidità dalle proprie operazioni. Questa combinazione tra capitali non ancora sfruttati in cerca di destinazione e necessità di *exit* ha portato molti analisti del mercato del *buy out* a paventare il rischio di una mini - bolla, che si potrebbe gonfiare nel momento stesso in cui la *deal frenzy* dei gestori dei fondi andasse a trovare la propria valvola di sfogo nei portafogli di altri fondi, alimentando enormemente, ma quasi artificialmente, il mercato del *secondary buy out*.

Questo scenario, che in linea di massima sarebbe accolto con favore sia dal fondo acquirente che da quello venditore (e non sarebbe infrequente che le posizioni si invertissero in molti affari), sconta tuttavia la notevole incertezza e diffidenza presente nelle valutazioni: il problema è che, pur non trattandosi di fatto di nuovi investimenti per l'industria del private equity nel complesso, questo “scambio delle carte” finisce per essere una necessità comune per tutti i fondi che devono trovare investimenti cui destinare capitali e acquirenti per dismetterne altri. Una soluzione da fronte comune per il settore, in grado perlomeno di arginare il problema della stagnazione dei capitali, ma che non potrà che essere un espediente temporaneo frutto delle condizioni ambientali sfavorevoli.

²⁵⁰ M. Arnold, *This Way Out: In private equity, a profitable exit is now worth more than ever before*, Financial Times, 18 marzo 2010

3.3.4 Il mercato italiano nel 2009

A conclusione di questo capitolo, si propone il consueto approfondimento sul mercato italiano con i dati relativi al 2009. Come era prevedibile, l'attività non ha attraversato certo uno dei suoi momenti migliori: la raccolta è letteralmente crollata rispetto al 2008, quando il *fund raising* raggiunse quota 2,2 miliardi, già parecchio in calo peraltro dal 2007.

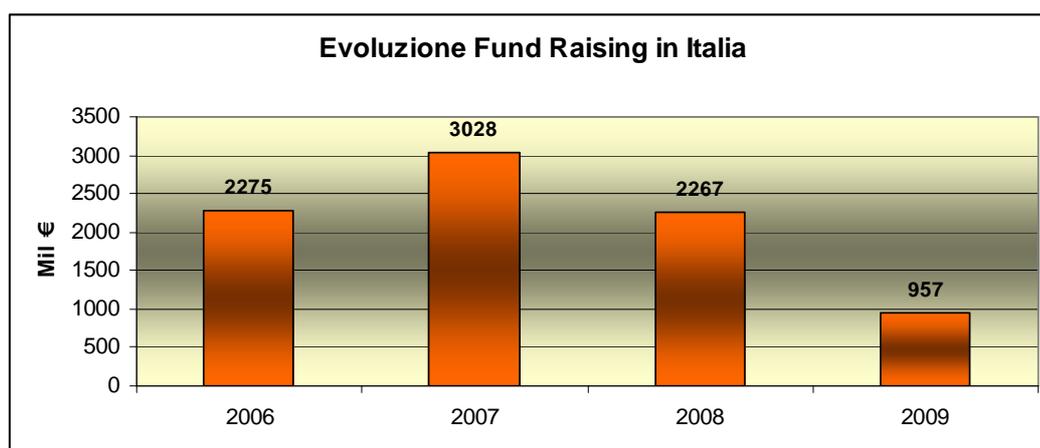


Figura 62: Evoluzione annuale raccolta in Italia. Fonte: AIFI

Lo scorso anno sono stati raccolti infatti soli 957 milioni di euro²⁵¹, che costituiscono praticamente quanto fu realizzato nei soli primi sei mesi dell'anno prima: a tal proposito, un confronto su base semestrale vede il processo di *fund raising* incepparsi soprattutto nel primo semestre dell'anno, quando sono stati messi insieme meno di 300 milioni, il che conferma in parte le tesi di quanti vedono una timida ripresa del settore a partire dall'autunno scorso, come è già stato sottolineato in merito all'Europa. Vale la pena notare inoltre il ruolo dei fondi paneuropei nell'ambito del processo del *fund raising*: l'AIFI, in maniera sinceramente piuttosto discutibile, fornisce dei dati che non comprendono inizialmente l'apporto di questi fondi alla raccolta. Ebbene, occorre rilevare come grazie ai fondi paneuropei si raggiungano nel 2009 comunque i 2 miliardi complessivi, poiché l'apporto di questi operatori, seppur in calo della metà dal 2008, è stato pari a più di un miliardo, una cifra per nulla trascurabile.

²⁵¹ Dati AIFI.

L'impostazione AIFI è comprensibilmente volta verso gli operatori indipendenti italiani, come si è più volte ripetuto, ma quella dei fondi paneuropei è una realtà esistente ormai da tempo in Italia, con 43 fondi attivi nel 2009, addirittura in aumento rispetto all'anno prima.

Al di là di ciò, la conferma dell'andamento molto negativo del *fund raising* viene anche da un ulteriore dato: rispetto al primo semestre del 2008, nel 2009 il numero dei fondi che hanno fatto raccolta si sono dimezzati, passando da 17 a 8. A tal proposito, è molto interessante il fatto che nel 2009 solo 3 milioni di euro dei 957 totali è venuto dai *capital gains* realizzati dagli investitori (nel 2008 erano dieci volte tanto), segno della grande difficoltà nel valorizzare l'investimento che si è riscontrata durante l'anno, come poi si vedrà anche parlando della raccolta.

Rispetto alle caratteristiche dei *limited partners*, i protagonisti assoluti della raccolta sono stati finalmente i fondi pensione, principali investitori in private equity dell'anno assieme ai fondi di fondi, fornendo il 17,5% dei capitali complessivi (tutti dall'estero), quando l'anno prima contribuivano solo per l'11%: una decisa inversione di tendenza, rispetto alle storiche difficoltà in questo campo. Da segnalare anche che i fondi di fondi hanno concentrato il loro contributo nel secondo semestre, visto che fine a giugno AIFI segnalava valori pari a circa l'1%, ennesima riprova questa dei primi sintomi positivi che si vedono sui mercati finanziari in particolare; scende significativamente invece l'apporto delle banche, che non arrivano neppure al 5%, ma soprattutto si annulla praticamente il ruolo dei gruppi industriali, a conferma del fatto che la crisi in Italia si è spostata ormai del tutto a livello di economia reale, né potrebbe essere altrimenti date le caratteristiche della finanza nazionale.

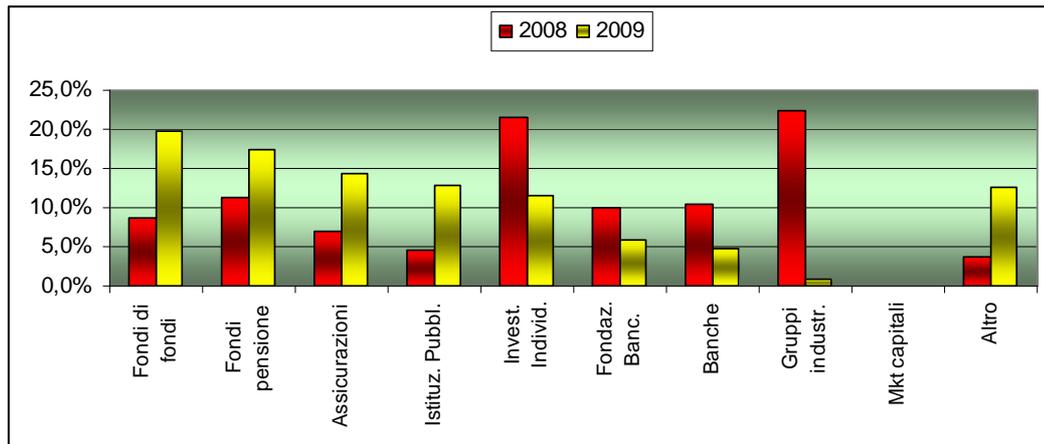


Figura 63: Evoluzione raccolta per fonte. Fonte: AIFI

Fatte queste considerazioni, non deve sorprendere più di tanto il fatto che gli investimenti abbiano visto il loro valore scendere di più del 50%, passando dai 5 miliardi e mezzo del 2008 a soli 2 miliardi e 600 milioni del 2009: si investe poco sia in valori, che nel numero delle operazioni, scese di cento unità (283) considerando anche i *follow on*, mentre il numero effettivo di nuove società oggetto d'intervento passa da 284 a 229, i valori più bassi degli ultimi sei anni.



Figura 64: Evoluzione investimenti in Italia. Fonte: AIFI

Rispetto alle singole tipologie di operazione, il calo che si osserva nell'ambito dei *buy out* era abbastanza prevedibile, sia considerando il trend a livello globale, sia ricordando che il 2008 italiano è stato un anno eccellente per l'attività di private equity, con la conseguenza che il primo anno di crisi piena del settore in Italia è arrivato in pratica un anno più tardi. I dati forniti dall'AIFI registrano un

dimezzamento effettivo nei valori (1,6 miliardi) e operazioni che passano da 113 a 72, con un altrettanto scontato calo nella dimensione media dei *deal*, pari a 23 milioni di euro, e nell'ammontare medio investito nei *large* e *mega deal*. Anche in questo caso, si tratta di una tendenza comune e già delineata per tutti i principali mercati: le poche operazioni che si fanno sono di ammontare decisamente ridotto, come testimonia anche l'incidenza degli *small deal* sul totale dei *buy out* (67%), anche se va segnalato che rispetto al 2008 le operazioni più grandi denotano una sostanziale tenuta sul dato relativo, frutto comunque non di un miglioramento ma del calo del controvalore complessivo.

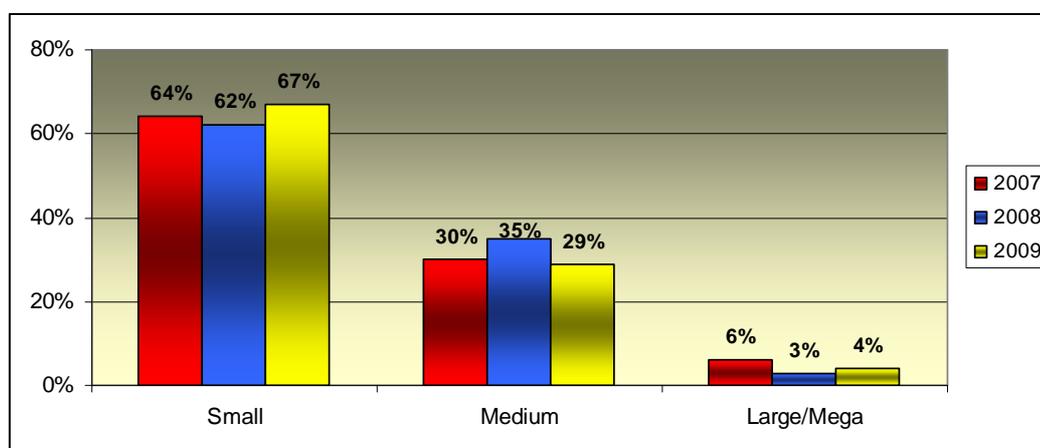


Figura 65: Distribuzione % del numero d'investimenti in buy out per dimensione. Fonte: AIFI

L'andamento del mercato dell'*expansion*, nonostante il suo peso relativo sul totale sia addirittura aumentato rispetto al 2008, registra un dato negativo e in parte preoccupante, alla luce del fatto che le operazioni di minoranza, che già nel nostro Paese hanno un certo peso date le caratteristiche del sistema imprenditoriale, dovrebbero essere privilegiate in una fase in cui la carenza di liquidità non permette significativi investimenti di maggioranza; si dovrebbe anzi poter affermare che la scrematura che la crisi comporta tra le imprese, soprattutto quelle di medie dimensioni, dovrebbe far emergere opportunità significative per i fondi. Per questi motivi non si può non accogliere con preoccupazione il dimezzamento degli investimenti di minoranza, pari nel 2009 a 371 milioni contro i quasi 800 dell'anno prima, pur se il numero delle società nelle quali si è investito (93) sono scese di sole 10 unità: una testimonianza ulteriore della dimensione delle operazioni, ma anche del fatto che le opportunità che si pensavano poter venir fuori con la crisi non ci sono state. Si tratta anzi di rilevare come il sistema

imprenditoriale nazionale abbia reagito particolarmente male, ma non è una novità, alla trasmissione degli effetti del *credit crunch* sull'economia reale: ai ben noti e storici problemi di scarsa patrimonializzazione delle imprese italiane si sono sommate le tensioni recenti nel rapporto tra banca e impresa, che hanno naturalmente colpito soprattutto le realtà dimensionalmente più piccole. È in quest'ottica che il ruolo del private equity assume un'importanza precipua, sia per offrire dei reali strumenti di supporto alle imprese (non solo finanziari) con la congiuntura negativa attuale, sia per le prospettive di sviluppo una volta che la crisi sia cessata. Nello specifico, si tratta di²⁵²:

- Aggiornare e implementare le competenze delle imprese piccole e medie e soprattutto ogni forma di innovazione, non solo di processo o di prodotto, ma anche di modello di business e manageriale;
- Aiutare le imprese a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico europeo e della spinta verso l'internazionalizzazione;
- Garantire un adeguato supporto alle imprese in crisi, ai fini del mantenimento della continuità aziendale, della base produttiva e di quella occupazionale;
- Dare vita ad un contesto economico in cui imprenditori e imprese familiari possano sviluppare la propria attività.

Si tratta in fin dei conti dei compiti che sono sempre stati attribuiti al private equity nell'ambito dell'economia nazionale, ma che con lo stato attuale dell'ambiente economico assumono un'importanza ancora più decisiva per lo sviluppo delle imprese italiane.

Gli ultimi dati che restano da evidenziare sono quelli relativi al processo di disinvestimento: nel 2009, si assiste in Italia ad un sostanziale aumento del valore degli *assets* dismessi (1,8 miliardi contro i 1,2 del 2008), a fronte però della riduzione da 152 a 108 del numero delle società cedute. Il dato, a prima vista abbastanza positivo, va letto con molta attenzione: in primo luogo, occorre sottolineare che questi 1,8 miliardi non comprendono il peso delle svalutazioni effettuate dai fondi, che nel 2008 erano state 37 numericamente, ma abbastanza

²⁵² G. Bracchi, *Private Equity e Imprese dopo la crisi*, Convegno annuale AIFI, 2009

marginali come valore (155 milioni). Guardando invece al 2009, si può notare come il controvalore complessivo dei *write off* sia aumentato di dieci volte, raggiungendo un peso quasi pari a quello delle altre forme, canoniche si potrebbe dire, di *exit*.

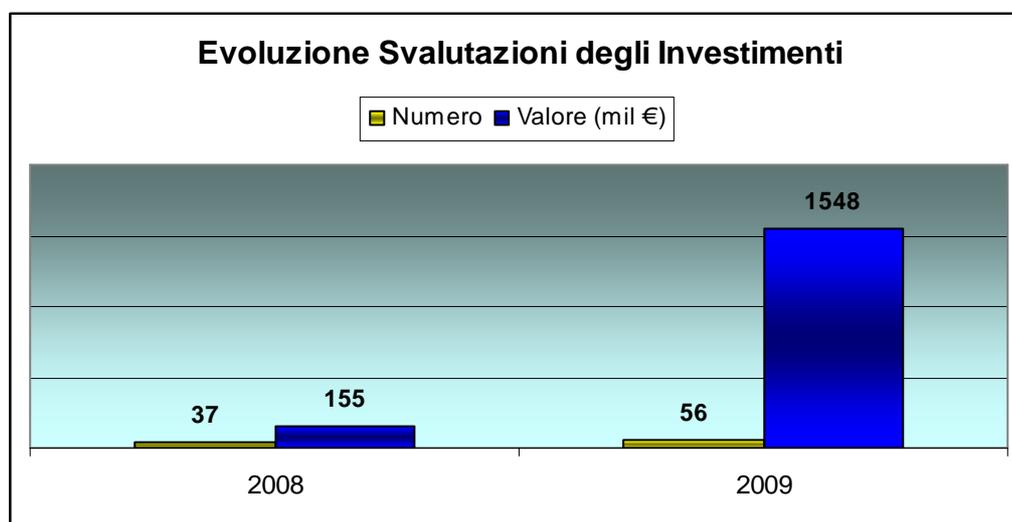


Figura 66: Evoluzione dei *write off*. Fonte: AIFI

La riflessione da fare in questo senso è molto semplice: sommando ai 1,8 miliardi che l’AIFI attribuisce ai disinvestimento “positivi” i 1,5 miliardi delle svalutazioni, queste hanno un incidenza pari circa al 50% del totale degli *exit*; per questo motivo, vanno presi con molta cautela i segnali positivi provenienti dalle forme classiche di *exit*, perché andrebbero calcolati diversamente includendo nella base di ponderazione anche le svalutazioni, il che diluirebbe di molto il dato. Ad ogni modo, dal 2009 emerge che:

- Le aziende italiane sono attive nei processi di crescita esterna, poiché l’incidenza già elevata del *trade sale* aumenta come numero. Si tratta comunque di investimenti di piccole dimensioni dismessi dai fondi, visto che in valore il peso del *trade sale* cala, cosa abbastanza inevitabile visto che per uscire dai *deal* di maggiore grandezza è necessaria liquidità in chi acquista, circostanza attualmente rara. Questa tendenza viene confermata anche dal fatto che l’incidenza dell’*expansion* sul totale dei disinvestimenti cresce nel numero rispetto al 2008: è ovviamente più semplice uscire dagli investimenti, più piccoli appunto, di minoranza;

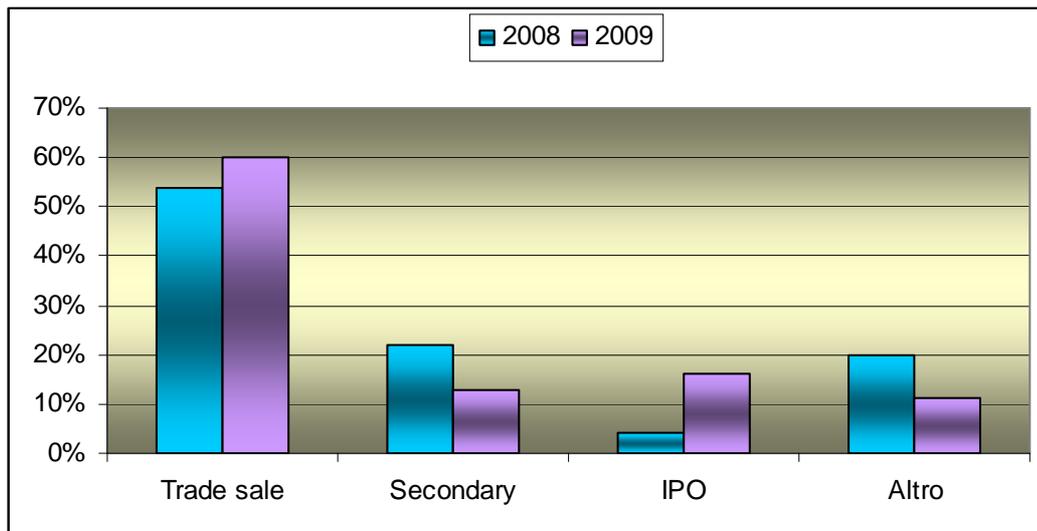


Figura 67: Distribuzione % tipologie di exit per numero. Fonte: AIFI

- La vendita ad altri investitori istituzionali si è concentrata in un numero ridotto di attività che hanno però costituito il 44% del valore complessivo dei disinvestimenti. Come già detto precedentemente, emerge anche in Italia il tema dello sfruttamento rapido dei capitali non ancora utilizzati dai fondi, che potrebbe trovare il suo sfogo nelle operazioni reciproche;

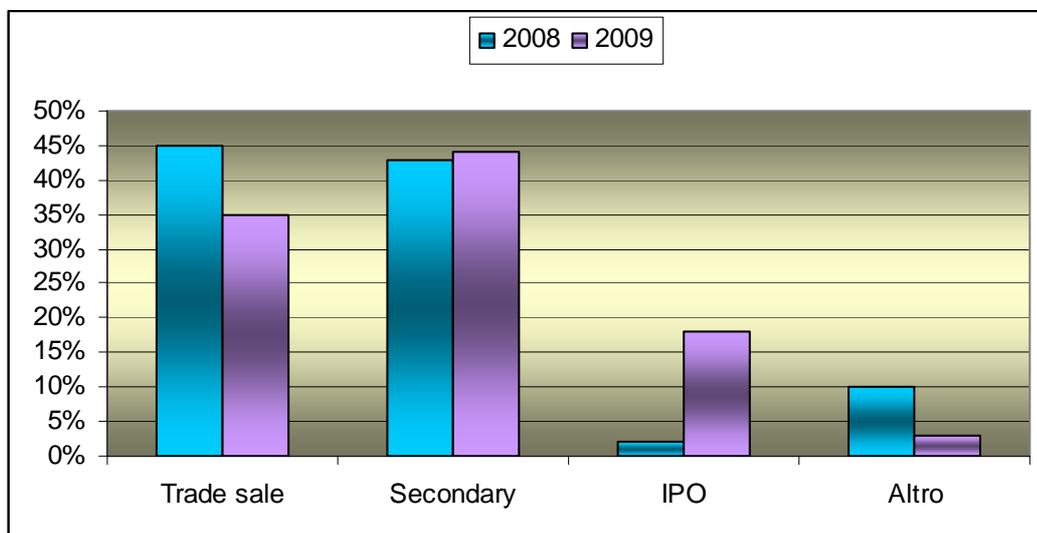


Figura 68: Distribuzione % tipologie di exit per valore. Fonte: AIFI

- Potrebbe sorprendere il dato relativo all'IPO, che aumenta di parecchio in numero e in valore, a fronte delle diverse tendenze che si erano viste nel resto del mondo: va però subito sottolineato che questa apparente sorpresa non è che una distorsione; l'AIFI infatti include in questa categoria anche

le operazioni di post-IPO, ed è qui che risiede in realtà la totalità del dato. Nel 2009, Piazza Affari ha visto infatti concretarsi solo 7 collocamenti (4 sull'AIM, 2 sul MAC e uno sul segmento STAR), a fronte invece di ben undici operazioni di *delisting*: delle 7 IPO, solo una può però considerarsi *venture backed*, ed è la quotazione di Yoox, leader *dell'e-commerce* nel settore dell'abbigliamento, da parte di Balderton Capital e 360 Capital Partners.

In conclusione, dall'analisi del 2009 è emerso uno scenario completamente differente per il private equity italiano rispetto a quanto si era precedentemente delineato per il 2008: è del tutto chiaro infatti che il settore ha subito in Italia gli effetti pieni della crisi praticamente un anno dopo rispetto al resto del mondo, specialmente l'Europa, quando la crisi da finanziaria è diventata economica. Per una realtà costituita da piccole e medie imprese, non poteva essere altrimenti: come si è visto i problemi, oltre che ovviamente nel *buy out*, sono emersi anche nelle operazioni di minoranza, le quali tuttavia riescono almeno a essere disinvestite più facilmente dai fondi rispetto ai *deal* di maggioranza. A tal proposito, l'effetto imbuto che si è creato ovviamente anche in Italia ha avuto la conseguenza di innalzare gli *assets under management* da 16 a 19 miliardi di euro²⁵³: a fronte di queste masse d'investimenti da gestire e soprattutto valorizzare, rimangono circa 6 miliardi di euro di capitali²⁵⁴ non ancora sfruttati dai fondi, in grado dunque di poter parzialmente sostenere, ai ritmi d'investimento attuali, una raccolta ancora in calo almeno per i prossimi due - tre anni. Vale anche per l'Italia dunque lo stesso ragionamento fatto in precedenza: la ripresa del settore non può che avere il suo fulcro nell'attività di disinvestimento, con la quale sarà possibile sbloccare il congestionamento del portafoglio degli operatori e attivare nuova raccolta. In tal senso, data la rilevanza che ha avuto negli ultimi anni in Italia, la scelta della vendita ad altri investitori istituzionali potrà rappresentare un'opportunità da sfruttare del tutto nell'immediato, come si è già visto a livello globale, mentre le difficoltà attraversate dalle imprese nazionali non disegnano analoghe possibilità sul fronte della vendita ad operatori industriali.

²⁵³ Portafoglio dei fondi valutato al costo (Fonte: AIFI).

²⁵⁴ Esclusi i fondi paneuropei.

Capitolo IV

What's next? Le prospettive future degli attori del Private Equity

4.1 Lo scenario macroeconomico internazionale attuale

Gli ultimi due anni hanno rappresentato per il sistema economico mondiale uno dei periodi più difficili dai tempi della Grande Depressione: la crisi di liquidità, iniziata con lo scoppio della bolla immobiliare statunitense e proseguita con l'estendersi delle perdite registrate dalle principali banche internazionali, ha raggiunto come noto il suo apice nell'autunno 2008, quando la discutibile scelta di lasciar fallire Lehman Brothers ha gettato nel panico i mercati finanziari di tutto il mondo, spaventati dalla possibilità che altri casi simili per importanza e dimensione potessero uscire allo scoperto da un momento all'altro. Al momento in cui si scrive, non sono emersi ulteriori crack di istituti finanziari assimilabili a quelli visti negli Stati Uniti nel 2008, ma questa già di per sé magra consolazione viene notevolmente attenuata dal complesso caso della Grecia, su cui si spenderà qualche riflessione a breve. Preliminarmente, è utile fornire qualche indicazione sull'andamento della congiuntura economica mondiale in base agli ultimi dati disponibili pubblicamente e riferiti all'ultima parte del 2009 e ai primi mesi dell'anno in corso.

Nel quarto trimestre del 2009 la congiuntura mondiale si è rafforzata, ma continua a mostrare ampie differenze tra paesi e aree²⁵⁵: gli Stati Uniti e il Giappone hanno ad esempio registrato andamenti più favorevoli rispetto all'area euro e al Regno Unito, dove la crescita è risultata invece ancora modesta. L'attività nei paesi avanzati continua a essere sostenuta da politiche economiche fortemente

²⁵⁵ Banca d'Italia, *Bollettino Economico n.69*, aprile 2010

espansive dei rispettivi governi, dal ciclo delle scorte e dalla domanda estera, in un contesto di recupero degli scambi internazionali di beni e servizi. Pur in presenza di segnali di stabilizzazione o, in qualche caso, di ripresa degli investimenti fissi, la dinamica della domanda interna rimane comunque debole. Nelle economie emergenti l'espansione dell'attività è invece proseguita a ritmi sostenuti, particolarmente in Cina, India e Brasile; la situazione sta migliorando anche in Russia e, più gradualmente, nell'Europa centrale e orientale.

Nei primi mesi del 2010 gli indicatori congiunturali per i principali paesi industriali hanno invece fornito indicazioni contrastanti: a fronte di un buon andamento delle vendite al dettaglio, la produzione industriale ha mostrato, in febbraio, segnali di debolezza, mentre i tassi di disoccupazione rimangono su livelli elevati un po' ovunque e in particolare negli Stati Uniti, dove sovvertire la tendenza sarà probabilmente il principale obiettivo a breve termine delle politiche governative. Rispetto alle condizioni sui mercati finanziari, queste si sono mantenute relativamente favorevoli, continuando a beneficiare delle politiche monetarie espansive, fino allo scoppio del caso Grecia, la cui incerta gestione da parte dell'Unione Europea ha contribuito ad innalzare un'incertezza mai del tutto sopita: queste difficoltà hanno portato il Fondo Monetario Internazionale ad abbassare leggermente le previsioni di crescita per il 2010 formulate tra dicembre e marzo per l'area euro, mentre sono state riviste al rialzo quelle per gli Stati Uniti, seguendo il complessivo miglioramento del sistema economico americano.

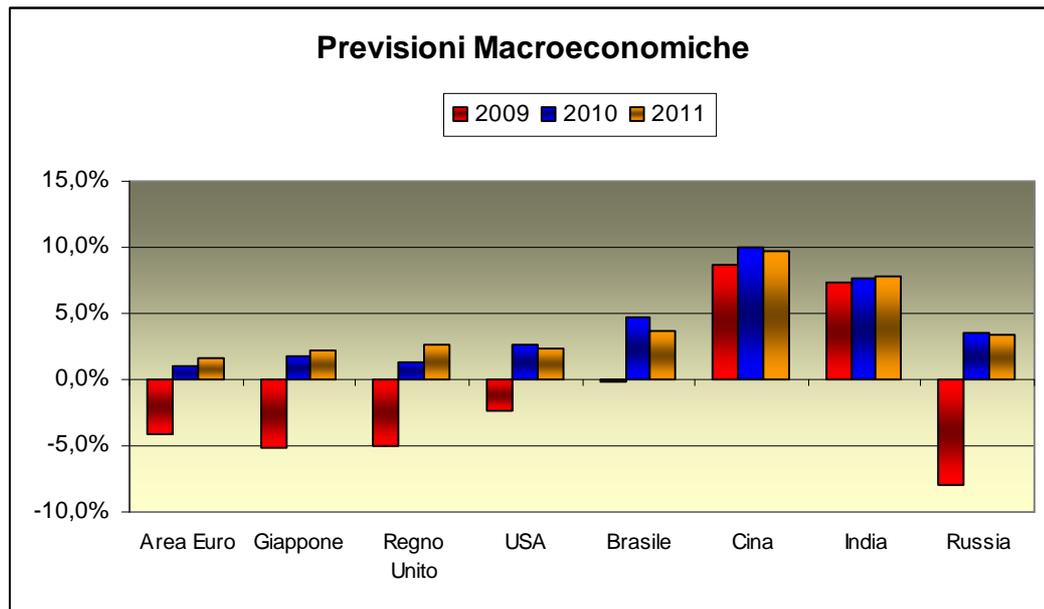


Figura 69: Variazioni percentuali annuali del PIL nei principali Paesi. Fonte: FMI.

I corsi azionari hanno avuto invece un andamento sincrono, con cali di circa il 5% tra la fine del 2009 e la metà di febbraio, seguiti da aumenti nell'ordine del 13%, con un andamento più sostenuto per le quotazioni del comparto finanziario, trainate dalle buone trimestrali delle grandi banche americane, per le quali comunque il rischio, specialmente quello legato al *trading*, continua ad essere sostenuto²⁵⁶.

Relativamente ai mercati interbancari, vale quanto detto pocanzi: i tassi si sono infatti mantenute stabili fino allo scoppio del problema greco, quando a fine aprile 2010 il LIBOR sui finanziamenti in dollari è salito sopra l'1% per la prima volta da dicembre, così come l'Euribor a tre mesi, rimanendo comunque sotto il punto percentuale. Questi movimenti denotano che l'acuirsi della crisi greca rischia di far saltare tutti i parametri anche temporali previsti dalle banche centrali per tornare a normalizzare il mercato dei tassi: lo spettro della carenza di liquidità sembra essere tornato ad aggirarsi in Europa nel mese di aprile, con conseguenze facilmente immaginabili per i mercati finanziari, mentre la FED lascerà i tassi a zero probabilmente almeno fino alla fine dell'anno.

²⁵⁶ Mediamente, Bank of America, JP Morgan, Citigroup e Goldman Sachs hanno registrato 3 miliardi di dollari di utili nel primo trimestre, in gran parte provenienti dall'attività di *trading*, che ha contribuito a riportare il VaR giornaliero di questi istituti tra i 260 e i 300 milioni di dollari, livello più alto di quello raggiunto in prossimità del *default* di Lehman. (Fonte: Credit Suisse).

Tutto nasce, come noto, dallo stato delle finanze pubbliche di alcuni Stati sovrani europei, su tutti Portogallo, Spagna e soprattutto Grecia, i cui titoli di stato sono stati oggetto di ripetuti *downgrading* da parte delle principali agenzie di *rating* internazionali. In particolare, la situazione della Grecia è indubbiamente la più drammatica e rischia di diventare, se le decisioni che sono state prese in merito non verranno eseguite in maniera tempestiva, un freno notevole sulle prospettive di ripresa della crescita mondiale. Come noto, il problema greco (che si trascina almeno dallo scorso novembre) è scoppiato in tutta la sua gravità nel momento stesso in cui ci si è resi conto che il vertiginoso aumento dello spread tra i titoli di stato greci e quelli dei Paesi con i bilanci migliori (ad esempio la Germania), oltre che dei premi pagati sui CDS sul debito sovrano, non erano dovuti esclusivamente alle manovre degli *hedge fund* o di speculatori di altro genere, bensì erano il frutto del semplice ma drammatico stato di insolvenza di un Paese appartenente all'area euro con un rapporto deficit/PIL al 13% e uno debito/PIL al 115%, ben oltre le soglie richieste dal Patto di Stabilità. La reazione a questo stato d'emergenza da parte delle istituzioni europee si è rivelata tardiva ed incerta²⁵⁷, finendo per lasciare ulteriore spazio alla speculazione sui mercati e peggiorando di fatto la situazione, finché non è stato deciso di procedere al salvataggio tramite l'emissione di prestiti bilaterali tra Grecia e membri dell'Unione, oltre che con il Fondo Monetario Internazionale: la cifra concordata oscilla nell'intorno dei 120-130 miliardi di euro in tre anni, che si dovranno tuttavia affiancare ad un pesante taglio di spesa pubblica da parte del governo greco (almeno 28-30 miliardi) finalizzato a riportare al 3% il rapporto deficit/PIL per il 2014, con l'ovvio rischio di deprimere ulteriormente la crescita interna ed aumentare il peso del debito.

Questi dunque i principali temi sul campo a livello macroeconomico: le semplici indicazioni fornite hanno lo scopo di illustrare in maniera essenziale il *background* sul quale si muoverà il settore del private equity nei prossimi mesi, i

²⁵⁷ A tal proposito, si sono scontrate due concezioni contrapposte: quella francese ed italiana, finalizzata all'intervento diretto dell'Unione con prestiti bilaterali o con la creazione di un fondo *ad hoc*; quella tedesca, che considera il *bail out* greco un pericoloso precedente in un'area dove già altri Stati mostrano turbolenze in finanza pubblica, per di più con il rischio che gli eventuali aiuti finiscano per essere diretti più a banche e assicurazioni estere esposte che verso i greci. Sullo sfondo, i timori americani di un indebolimento dell'euro, che frenerebbe la ripresa delle esportazioni statunitensi e disincentiverebbe la Cina nella rivalutazione dello *yuan*.

quali saranno decisivi per determinare in che termini le due condizioni di contesto cruciali più volte ricordate, la crescita del PIL e l'andamento dei mercati, saranno più o meno favorevoli alla piena ripresa dell'attività nel suo complesso. Si tratta pertanto di prospettare scenari che scontano ancora, come sarà apparso chiaro, un grado di incertezza abbastanza significativo, che gli ultimi avvenimenti non hanno fatto altro che acuire. Il rischio peggiore è quello di un contagio del caso Grecia agli altri Paesi fortemente indebitati dell'area mediterranea, uno scenario che replicherebbe su scala nazionale quanto visto per le banche nel 2008: sarebbe questo un ostacolo forse definitivo ai già timidi tentativi di ripresa, ed è soprattutto per questo motivo che i Paesi appartenenti alla moneta unica hanno deciso nel mese di maggio di costituire assieme al FMI una sorta di fondo di salvataggio (il cui valore dovrebbe essere pari a quello inizialmente previsto per il TARP americano) per prevenire il determinarsi di situazioni simili a quella greca. Se questa scelta ha da un lato rassicurato per un brevissimo lasso temporale i mercati sul fatto che l'Unione non lascerà andare in *default* singoli Stati, evitando un "effetto Lehman" su scala nazionale, dall'altro conferma anche come la gravità della situazione delle finanze pubbliche di alcuni Paesi sia in fase già avanzata. Se queste misure saranno sufficienti, o contribuiranno ad accrescere la volatilità dei mercati, è domanda per la quale al momento in cui si scrive non esiste risposta: certo è che senza un'azione congiunta e soprattutto immediata da parte degli Stati europei, situazioni nazionali già difficili potrebbero risultare definitivamente compromesse, con conseguenze ovvie per la stabilità finanziaria ed economica che le istituzioni europee hanno sempre professato di voler preservare.

4.2 Le prospettive future degli attori del Private Equity

Nella parte finale del precedente capitolo, è stata analizzata nel dettaglio la situazione che si è prospettata nel corso del 2009 per gli operatori del private equity, evidenziando in particolare alcune delle sfide che si sono già presentate a partire dall'ultima parte dello scorso anno e che tuttora proseguono: si tratta di interrogativi che risentono, come è ovvio, della profonda incertezza che si respira a livello macroeconomico, ma anche degli effetti nefasti della crisi finanziaria del 2007-2008, ancora ben presenti e tutt'altro che assorbiti. Si è dunque dissertato in modo diffuso su tali criticità, le quali hanno avuto un riscontro metodologico duplice: a livello analitico, attraverso lo studio dei dati pubblicamente disponibili, e a livello concettuale, tramite ampie riflessioni che si è cercato di rendere il più integrate possibile con i dati. Manca dunque, e questo è lo scopo del presente paragrafo, un riscontro di carattere totalmente empirico, che testimoni in sostanza quale sia la visione di chi opera quotidianamente all'interno dell'industria del private equity: proprio al fine di ottenere un'ottica totalmente diversa degli scenari, questa parte del lavoro ha avuto ad oggetto la stesura di un breve *survey* sottoposto ad alcuni tra i principali protagonisti del settore, avente come tema il futuro del private equity. Tale sondaggio, frutto di un'elaborazione personale derivante dalla riflessione sulle problematiche riscontrate nel settore negli ultimi mesi, è stato condotto nei mesi di maggio e giugno del 2010, scelta dettata principalmente dall'esigenza di avere un continuo allineamento con gli avvenimenti in atto a livello economico e finanziario, che rendono il contesto nel quale si deve muovere il settore particolarmente complesso da decifrare.

Dal punto di vista strettamente metodologico:

- il sondaggio è stato posto agli operatori in forma del tutto anonima;
- è stato selezionato un numero significativo di fondi di private equity associati ad AIFI aventi una dotazione di capitale a partire dai 100 milioni di euro;

- sono stati intervistati anche soggetti al di fuori della cerchia dei fondi, e cioè società di consulenza strategica e alcune banche, onde ottenere anche il punto di vista di chi finanzia le operazioni;
- sono state poste 8 domande, ciascuna avente tre possibili risposte selezionabili, più una quarta direttamente indicabile dall'intervistato, al fine di coniugare le ovvie esigenze di sintesi con la possibilità di aggiungere delle riflessioni autonome;
- nel porre le domande, si sono coperti tutti gli aspetti riguardanti il settore del private equity, partendo da una visione sullo stato dell'economia a livello internazionale, fino alle caratteristiche più tecniche dei processi di raccolta, investimento ed uscita (si propone di seguito l'articolazione dei quesiti così come è stata posta agli intervistati).

QUESTIONARIO – IL FUTURO DEL PRIVATE EQUITY

1. **Allo stato attuale, ritiene che lo scenario macroeconomico internazionale rispetto allo stesso periodo dello scorso anno sia:**
 - migliorato, grazie alle politiche economiche dei governi che hanno avuto effetti stabilizzanti
 - peggiorato, poiché le scelte degli Stati sono state inefficaci e l'incertezza sui mercati è ancora elevata
 - rimasto inalterato
 - altro
2. **Riguardo all'attività di *fund raising*, ritiene che, a livello globale, per l'anno in corso e il successivo:**
 - le allocazioni dei *limited partners* rimarranno inalterate nel loro complesso, al di là di singole categorie di investitori che registreranno un aumento o una diminuzione delle proprie allocazioni
 - l'incidenza relativa degli investimenti in *private equity* sui portafogli dei *limited partners* continuerà a salire a causa dell'"effetto denominatore", con conseguente riduzione delle allocazioni future
 - le allocazioni dei *limited partners* aumenteranno nel complesso, ma saranno in gran parte interventi successivi su fondi già costituiti e non riguarderanno *partnership* con fondi di nuova costituzione
 - altro
3. **Dal punto di vista degli investimenti, ritiene che in Europa l'attività di *buy out* per il 2010-2011:**
 - continuerà a mantenersi sugli stessi livelli del 2009, focalizzandosi su operazioni di media dimensione
 - tornerà a crescere, supportata dal miglioramento delle condizioni del mercato creditizio
 - rimarrà in fase di stagnazione, trainata dalla carenza di imprese di qualità nelle quali investire
 - altro
4. **Rispetto alla disponibilità di leva finanziaria nell'immediato futuro, ritiene che:**
 - sia tra le principali condizioni abilitanti la ripartenza del mercato del *private equity* nel suo complesso
 - non possa comunque prescindere dalla presenza di imprese target di qualità, il che rende secondaria la dinamica del mercato del debito
 - impatterà soprattutto sulle operazioni di maggiore dimensione, che si manterranno sui livelli bassi visti negli ultimi due anni
 - altro
5. **Riguardo ai settori industriali prescelti dai fondi, ritiene che:**
 - i classici business oggetto dell'interesse dei fondi (industriale, servizi e beni di consumo) torneranno presto a coprire gran parte delle operazioni
 - l'incertezza sulla ripresa di produttività e consumi a livello globale continuerà a far preferire *industry* anticicliche, come *energy*, *health care* e in parte le infrastrutture

- con il consolidarsi della situazione economica, i fondi sfrutteranno le capacità sviluppate nell'ambito dei settori anticiclici affiancandole a quelle riferite ai business classici
 - altro
- 6. Dal suo punto di vista, ritiene che nel 2010 il mercato italiano del *private equity*:**
- sia in una fase di stagnazione, in linea con quanto accaduto nel 2009
 - sia sostanzialmente ripartito rispetto all'anno precedente, pur mantenendosi lontano dai picchi del 2007-2008
 - stia reagendo male alla recessione e al cattivo andamento della maggior parte delle imprese, senza trovare sbocchi per i propri investimenti
 - altro
- 7. Con riferimento all'attività di disinvestimento, ritiene che nei prossimi mesi:**
- il miglioramento del mercato creditizio e la capacità di pagare il giusto prezzo per le sinergie ricercate incentivino l'*exit* rispettivamente tramite *secondary buy out* e *trade sale*
 - la continua incertezza sulle valutazioni in entrata complichino ulteriormente il disinvestimento da parte dei fondi, in particolare l'IPO, stante la volatilità dei mercati azionari
 - sarà comunque necessario mantenere per più tempo i propri business in portafoglio rispetto al normale *holding period*, sviluppando così ulteriori competenze di gestione utili per il futuro
 - altro
- 8. L'incremento recente delle masse di capitali raccolti ma non ancora sfruttati da parte dei fondi potrebbe presumibilmente condurre nell'immediato futuro a:**
- cercare di investire il più rapidamente possibile questi capitali, in modo da creare spazio per nuova raccolta, aprendo ulteriormente l'attività verso i Paesi emergenti
 - un incremento della competizione tra fondi per gli investimenti nelle imprese di qualità superiore, che manterrà ancora alti i prezzi in entrata
 - un aumento delle operazioni di *secondary sale*, data la concomitante necessità per molti fondi di accelerare l'*exit* per distribuirne i risultati ai propri investitori
 - altro

La scelta della prima domanda da sottoporre agli intervistati deriva dall'idea di ottenere da questi la visione del *background* nel quale il *private equity* si dovrà muovere nel futuro, e riguarda dunque gli scenari macroeconomici: è un quesito preliminare che esula parzialmente dagli aspetti più tecnici dell'attività, ma altrettanto cruciale per determinare il grado di fiducia degli intervistati sulle scelte della *governance* economica mondiale degli ultimi mesi. In particolare, è stato chiesto agli operatori come ritengono si sia evoluta la situazione internazionale rispetto allo stesso periodo del 2009 (dunque il secondo trimestre): in modo

relativamente sorprendente, il 70% degli intervistati ha risposto affermando che lo scenario macroeconomico è essenzialmente migliorato rispetto all'anno scorso, soprattutto grazie all'azione anticiclica delle politiche economiche e monetarie dei singoli Stati e delle banche centrali, che hanno avuto effetti stabilizzanti rispetto ad una situazione di certo molto fluida ma non apocalittica come quella del 2008. Di fatto, la percentuale raggiunta sulla risposta più positiva a questo quesito sembra essere già di per sé una notevole iniezione di fiducia, perché parte dal presupposto che l'attività potrà contare su un contesto migliore di quelli del recente passato e di conseguenza agire positivamente sulla ripresa del private equity. È comunque necessario fare dei distinguo: le risposte alternative prevedevano la possibilità di indicare un peggioramento dello scenario dovuto a scelte inefficaci da parte dei governi e fonti di ulteriore volatilità sui mercati (circostanza non indicata da alcun intervistato), oppure di considerare la situazione macroeconomica essenzialmente inalterata, alternativa selezionata da un terzo degli operatori censiti. In particolare, quest'ultima risposta può diventare molto più plausibile nel momento stesso in cui si considera che gli indubbi effetti positivi delle politiche dei singoli Stati si siano di fatto compensati con i recenti avvenimenti europei sul lato finanze pubbliche: tuttavia, la chiave di lettura da usare può essere probabilmente la più semplice, e deriva dal fatto che evidentemente gli operatori ritengono che i Trattati Europei siano il miglior deterrente contro lo scoppio di casi eclatanti a livello nazionale, costringendo l'Unione ad approvare politiche anche molto costose per attuare salvataggi preventivi, circostanza puntualmente avvenuta con l'approvazione del fondo di salvataggio nel mese di maggio.

Coerentemente con il percorso logico seguito nell'intero lavoro, il primo dei quesiti strettamente riguardante l'attività di private equity si è dunque incentrato sulle caratteristiche e sull'andamento del processo di *fund raising* per l'anno in corso e per quello successivo a livello globale: emergono in tal senso opinioni leggermente più varie rispetto alla prima domanda da parte degli operatori intervistati, pur dirette in maggioranza verso una singola visione. In particolare, il 50% vede la situazione in maniera abbastanza statica, nel senso che ritiene che le

allocazioni dei *limited partners* rimarranno tendenzialmente inalterate a livello complessivo, pur essendo presenti singole categorie di sottoscrittori che registreranno un aumento oppure una diminuzione della propria quota investita in private equity: è chiaro quindi che gran parte degli operatori non dà un giudizio positivo sulle prospettive della raccolta a breve termine e l'idea è in effetti confermata dai primi dati del 2010 sul *fund raising* a livello globale, che nel primo trimestre ha raggiunto 50 miliardi di dollari, un modesto miglioramento del 4% rispetto ai 48 miliardi dell'ultimo trimestre del 2009, ma soprattutto un netto calo del 35% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno²⁵⁸.

Decisamente negativo è invece il parere di circa il 25% dei censiti che ritiene ancora il problema dell'”effetto denominatore” la questione principale sul tavolo, tale da continuare ad avere conseguenze nefaste per l'andamento della raccolta: in questo senso, è forse rilevabile una certa incoerenza con quanto precedentemente affermato nel primo quesito a livello di scenari macroeconomici, poiché è evidente che l'aumento dell'incidenza del private equity sui portafogli dei *limited partners* è conseguenza più o meno diretta dell'elevata volatilità degli investimenti in *assets* quotati, il che sembrerebbe smentire, almeno apparentemente, l'idea che la situazione economica internazionale sia così migliorata rispetto all'anno passato. Raccoglie invece il 20% dei consensi il giudizio più positivo sull'attività di raccolta, che per coloro che lo hanno indicato riguarderà comunque principalmente interventi di *re-up* su fondi già costituiti e non invece la creazione di partnership con fondi di nuova costituzione: va comunque sottolineato che nessuna delle tre alternative prospettate agli intervistati racchiudeva in sé una visione positiva in senso assoluto, che d'altra parte neppure sarebbe plausibile, come anche hanno dimostrato i primi dati relativi al 2010; in pratica, otto operatori su dieci hanno una visione del processo di *fund raising* tendenzialmente negativa, il che tradisce la cruda quanto banale considerazione che gli strascichi del *credit crunch* sono ancora ben presenti e i capitali investibili sono pochi.

²⁵⁸ Dati Preqin (Fonte: Il Sole 24 Ore, 23 aprile 2010).

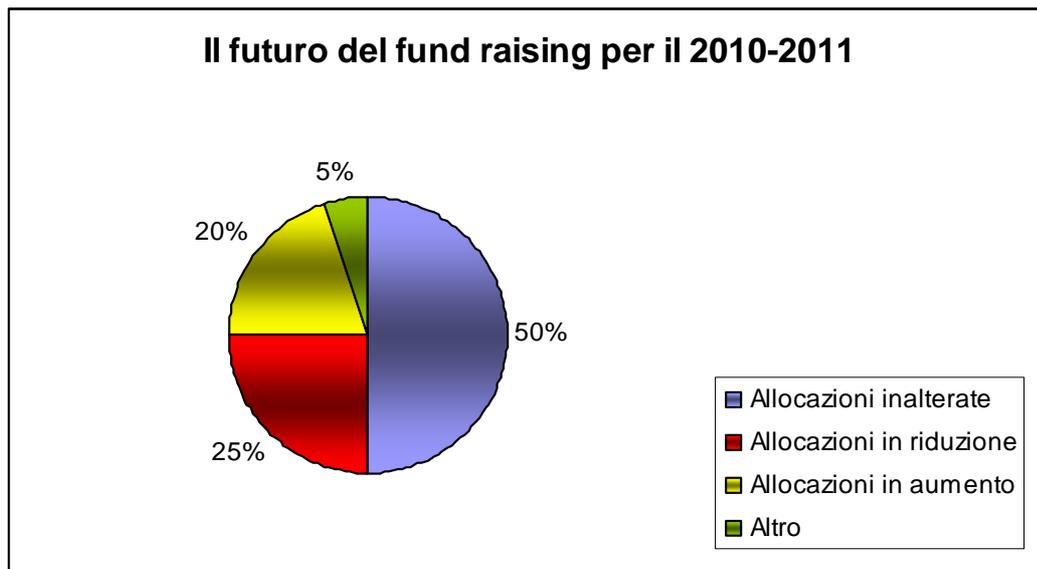


Figura 70: Prospettive degli operatori censiti sull'attività di raccolta per il 2010-2011

Il sondaggio è poi passato a considerare, in maniera specifica, l'attività di *buy out* in Europa per l'anno in corso e il successivo: in particolare, è stato chiesto ai fondi di determinare il proprio giudizio sugli investimenti che verranno effettuati nell'ambito delle operazioni di maggioranza. Ebbene, anche in questo caso il responso degli intervistati è stato abbastanza variegato, dato che il 50% di essi ritiene che saranno anche per i mesi a venire le operazioni riguardanti il *mid market* le protagoniste principali degli investimenti dei fondi, pur rimanendo sugli stessi mediocri livelli registrati nel corso del 2009. Un giudizio quest'ultimo piuttosto "neutrale" se si vuole, perché basato sul fatto che in ogni caso non saranno mai le operazioni di maggiore dimensione a poter determinare la ripresa definitiva del mercato, circostanza questa piuttosto certa: come detto più volte nel corso del precedente capitolo, occorreranno probabilmente diversi anni prima di poter tornare a vedere fondi e soprattutto società target in grado di effettuare transazioni nell'ordine delle decine di miliardi, pur se non mancheranno sporadici *deal* appena superiori ai 2-3 miliardi, come già visto nell'anno precedente. Stante questa certezza, un ulteriore 25% degli intervistati ritiene che la stagnazione dell'attività di *buy out* sarà presente anche per gli anni a venire, ma ne attribuisce le cause alla carenza di imprese di qualità nelle quali investire, riproponendo il tema dello squilibrio strutturale tra domanda e offerta che ha generato il crollo del mercato del private equity nel corso del 2008: di fatto quindi, praticamente tre

operatori su quattro ritengono il *buy out* in fase di staticità, al di là dello sbocco che troveranno gli investimenti o delle cause di tale stagnazione. Non manca tuttavia una non trascurabile fetta degli intervistati (25%) che ritiene che il miglioramento delle condizioni sul mercato creditizio finirà per impattare positivamente sull'attività, contribuendo in modo decisivo alla sua ripresa: non è necessario sottolineare ulteriormente come i recenti eventi sui mercati finanziari europei possano mettere a dura prova questi timidi passi in avanti, come testimoniato dalle ultimissime tensioni sul mercato interbancario che si sono evidenziate nel corso del primo paragrafo di questo capitolo.

Direttamente collegato a quest'ultimo punto è ovviamente il discorso riguardante la disponibilità della leva finanziaria per le operazioni di LBO nell'immediato futuro: proporre agli intervistati il quesito è parso di particolare importanza, poiché l'indubbio miglioramento che si era registrato verso la fine del 2009 sul lato della disponibilità di liquidità si è scontrato con l'effettiva mancanza di imprese nelle quali valesse la pena investire, rendendo di fatto inutile il timido cambiamento in positivo sul lato del credito. Ebbene, il 43% circa degli operatori censiti ritiene che la disponibilità di *leverage* impatterà soprattutto sulle operazioni di dimensione più elevata, che continueranno ad essere poche e circoscritte a settori prevalentemente anticiclici, come accaduto negli ultimi due anni. Anche in questo caso, si tratta di una visione abbastanza "ferma" da parte degli intervistati, cioè uno scenario prevedibile con un elevato grado di certezza, che fa da contraltare a quanto affermato nel terzo quesito dalla metà degli operatori. Interessante notare invece come solo il 33% ritenga che la dinamica del debito sia di fatto un aspetto secondario rispetto alla presenza di imprese target di qualità nelle quali poter investire, probabilmente invece la vera questione che ha generato il blocco degli investimenti degli ultimi due anni e che, stante una recessione che non sembra ancora troppo vicina al suo punto di svolta, rimarrà probabilmente uno dei problemi strutturali anche per i prossimi mesi. Che l'andamento del mercato del debito non venga comunque considerato il nodo imprescindibile della ripartenza dell'attività lo conferma il fatto che solo il 14% pensa che la disponibilità di leva sia la principale condizione abilitante, mentre un

altro 10% pensa che di fatto tutte e tre le alternative proposte siano veritiere, cosa effettivamente abbastanza plausibile, data l'eterogeneità dei problemi da affrontare per questo particolare segmento di attività.

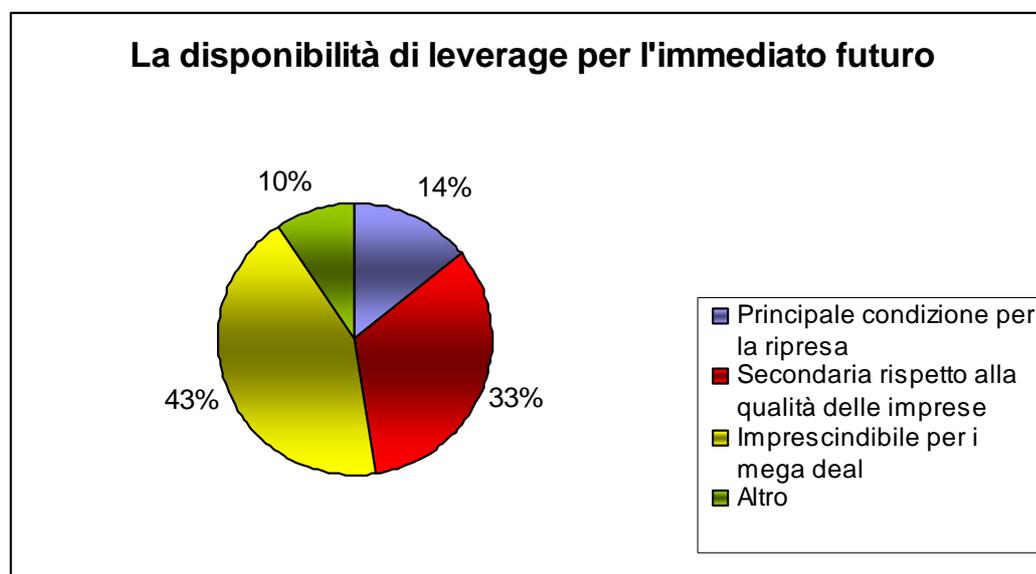


Figura 71: Prospettive degli operatori sulla leva finanziaria per il futuro imminente

Di notevolissimo interesse il quesito proposto sul tema dei principali settori industriali prescelti dai fondi per i propri investimenti: si tratta di una questione in realtà fondamentale se si considera il private equity prossimo ad una fase di transizione, nel senso che un eventuale cambiamento strutturale delle tipologie di target oggetto d'investimento denoterebbe già di per sé uno stravolgimento netto delle dinamiche che avevano caratterizzato l'attività prima della crisi, determinando in tal senso un impatto anche sulle dinamiche di finanziamento e soprattutto di gestione dell'investimento. In tal senso, occorrerebbe capire se questa transizione sia in realtà un fatto solo temporaneo o possa invece durare nel tempo: in merito a questa domanda, gli intervistati hanno fornito un responso piuttosto disomogeneo, dividendosi tra le tre alternative proposte. Il 45% di essi ritiene infatti che i classici settori oggetto dell'interesse dei fondi, come ad esempio i beni industriali e di consumo o i servizi, torneranno presto a catalizzare gran parte delle operazioni, considerando dunque il loro calo come una semplice e fisiologica conseguenza della rispettiva ciclicità. Al contrario, una fetta pari a un quinto degli intervistati pensa che le notevoli incertezze ancora presenti in tutto il mondo a livello di produttività e consumi continuerà a far preferire le *industry*

anticicliche che hanno caratterizzato le operazioni negli ultimi due anni: parliamo dunque di *energy*, *health care* e infrastrutture, ma anche della recente tendenza sul lato degli istituti finanziari. Si tratta fondamentalmente di due visioni opposte che, come detto, scontano il modo in cui si vuol considerare il tempo: è ragionevolmente prevedibile che beni industriali e *consumer goods* tornino prima o poi a rappresentare i settori più ambiti dai fondi, ma l'effettiva incertezza sulla ripresa mondiale non permette di determinare con facilità quando la fase congiunturale positiva tornerà in tutta la sua pienezza. È forse più ragionevole pensare, ed è infatti ciò che l'ultimo terzo degli operatori ha indicato, che le competenze sviluppate recentemente nell'ambito dei business anticiclici si possano affiancare a quelle già sedimentate riferite alle industrie classiche, permettendo ai fondi di sfruttare questo mix di capacità una volta che la situazione economica si sia consolidata: emerge in questo caso il concetto di flessibilità dello strumento private equity più volte sottolineato. Da segnalare che alcuni fondi intervistati hanno indicato, nell'ambito della risposta lasciata a libera disposizione, che il principio della focalizzazione settoriale lascerà spazio nei periodi più imminenti ad una molto più funzionale ricerca di aziende solide, prescindendo dall'industria di riferimento: una visione sicuramente ancora dettata dall'idea che le imprese in salute nelle quali valga la pena investire siano fondamentalmente poche, e che su di esse occorra concentrarsi al di là dell'appartenenza settoriale.

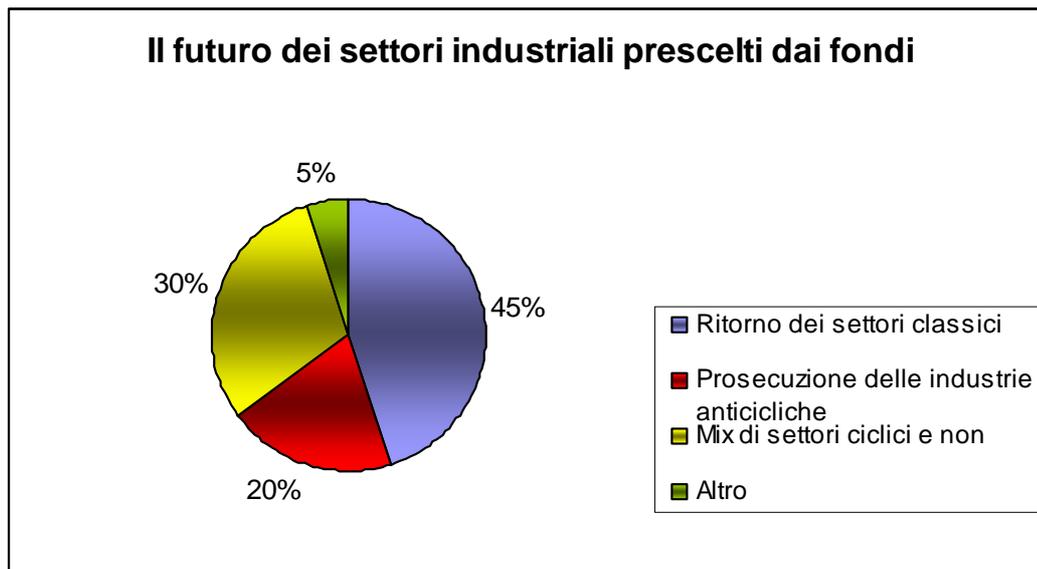


Figura 72: *Le prospettive sui settori industriali prescelti dai fondi*

Seguendo la struttura del lavoro, è stata fatta agli intervistati anche una domanda riguardante l'andamento del mercato italiano nel 2010: si ricorderà come, rispetto al biennio di crisi globale che ha preceduto l'anno in corso, l'Italia sia stata contraddistinta da un 2008 sorprendentemente positivo e da un 2009 molto negativo, a testimonianza del fatto che le peculiarità del sistema economico nazionale hanno fatto sì che la crisi giungesse praticamente un anno dopo rispetto al resto dell'Europa. In tal senso, solo un limitato 5% degli operatori censiti ritiene che il mercato italiano versi in una situazione di assoluta negatività, dovuta alla recessione e al cattivo andamento della maggior parte delle imprese nazionali, tale da non permettere ai fondi di trovare adeguati sbocchi ai propri investimenti. A dispetto di ciò, il 65% degli intervistati trova il private equity nazionale in una sostanziale fase di stagnazione, in linea con quanto accaduto nel 2009 e comunque a causa del fatto che il tessuto industriale domestico si trova in un momento di assoluta difficoltà: effettivamente, perlomeno dal lato degli investimenti è difficile ritenere che ci possa essere un cambio di marcia netto rispetto allo scorso anno, circostanza ritenuta possibile comunque dal 30% degli operatori, che non pensano tuttavia che si possa tornare rapidamente, né potrebbe essere altrimenti, ai picchi visti nel 2007 e in parte nel 2008. Molto interessante notare che, dal lato della raccolta italiana, recentemente l'AIFI in collaborazione con l'American Chamber of Commerce ha organizzato una missione negli Stati Uniti per promuovere il

private equity italiano: proprio dal punto di vista del *fund raising*, è stato rilevato un discreto interesse da parte degli investitori statunitensi nei confronti dei fondi nazionali, pur essendo presenti problemi non indifferenti in termini di disciplina giuridica e soprattutto di taglio medio delle sottoscrizioni, normalmente molto più elevate nel mercato americano²⁵⁹.

Di fondamentale importanza il quesito relativo alla fase di disinvestimento che, come si è avuto modo di sottolineare marcatamente nel corso del terzo capitolo, rappresenta in questo momento forse dei tre processi che lo compongono il più complesso da decifrare per il futuro del private equity a livello globale.

A tal proposito, i fondi intervistati si sono invece espressi in modo piuttosto netto ancorché prevedibile, nel senso che il 67% di essi ritiene che la conseguenza più probabile dell'attuale congiuntura sia l'allungamento dell'*holding period* delle aziende detenute in portafoglio, sfruttando tale necessità al fine di acquisire ulteriori competenze di gestione eventualmente utilizzabili nel futuro. Questa circostanza, prevedibile con un grado molto elevato di certezza, è interessante se la si vuole guardare dall'interno, nel senso che denota la necessità per i fondi di tornare, per così dire, ad essere più "imprenditori", caratteristica che gli ultimi anni di debito facile hanno finito per far passare in secondo piano, perlomeno nelle operazioni di maggioranza più grandi. Riscuote solo il 21% dei consensi la prospettiva di ulteriori recrudescenze negative in particolare sul lato dell'IPO, stante l'incertezza sulle valutazioni del mercato in entrata e la conseguente forte volatilità mostrata anche recentemente dalle piazze borsistiche di tutto il mondo: sebbene auspicabile, come più volte ribadito, come percorso d'uscita, la quotazione borsistica rimane un'alternativa verso la quale i fondi guardano in modo piuttosto perplesso. Decisamente pochi (8%) gli operatori censiti che vedono invece prospettive positive per l'*exit*, specialmente in riferimento alle due modalità principali, il *trade sale* e il *secondary*, nonostante il miglioramento del mercato creditizio e soprattutto la capacità delle imprese industriali di pagare il giusto prezzo per accaparrarsi le sinergie della target possano far propendere per questa ipotesi. Da segnalare anche che alcuni intervistati (4%) hanno suggerito

²⁵⁹ Per gli stessi motivi è plausibile un maggior interesse dei *family offices*, cfr. Il Sole 24 Ore, 23 aprile 2010.

come motivazione di una scarsa attività di disinvestimento la negativa dinamica degli utili delle imprese detenute in portafoglio, che non permette una dismissione profittevole per coloro che detengono le aziende i cui risultati sono stati impattati dalla recessione: anche questa una circostanza che obbliga i fondi ad allungare i tempi di gestione e lavorare di più in azienda.

L'ultima domanda che è stata rivolta agli intervistati ha riguardato infine il tema del cosiddetto *dry powder*, che senza dubbio rappresenta la vera sfida imminente che i fondi dovranno fronteggiare, visto che le masse di capitali inespressi continuano ad aumentare parallelamente all'incapacità di dismettere investimenti e realizzarne di nuovi, paralizzando il mercato. Si tratta, come già sottolineato, della chiave di volta di tutto il settore per i mesi futuri, perché è un tema che impatta su tutti e tre i processi che compongono l'attività di private equity.

Le risposte a questo quesito si sono polarizzate essenzialmente su due alternative, che hanno raccolto entrambe quasi la metà dei consensi: la prima vede un ulteriore incremento della competizione fra i fondi per gli investimenti in imprese qualitativamente superiori, con l'inevitabile effetto di continuare a mantenere elevati i multipli in entrata; la seconda paventa in sostanza quel rischio di mini – bolla di cui si è già parlato, indotta dall'artificioso aumento delle operazioni di *secondary sale* generate dalla concomitante necessità di sfruttare i capitali inespressi e di valorizzare gli investimenti in portafoglio per gli investitori che li detengono e che sono prossimi alla chiusura del fondo. Va aggiunto peraltro che neppure queste due alternative sono di fatto mutualmente esclusive, nel senso che la seconda potrebbe certamente essere una conseguenza più o meno diretta della prima: sostanzialmente, ciò sta a significare che la quasi totalità degli intervistati ritiene che ci saranno ancora prezzi alti e che alla fine questa massa di capitali da impiegare genererà un passaggio di mano tra i fondi di molte imprese, le cui performance dovranno essere valutate con molta attenzione dal compratore, stante la forte incertezza sul lato valutativo. Raccoglie solo il 9% dei suffragi l'idea che la *dry powder* debba essere sfruttata comunque il più rapidamente possibile da parte dei fondi al fine di creare spazio per nuova raccolta, magari anche attraverso un'ulteriore apertura e diversificazione dell'attività verso i Paesi emergenti:

coerentemente con le prime due alternative, i fondi non ritengono sia facile impiegare rapidamente questi capitali, operazione per la quale potrebbero essere necessari anche quattro o cinque anni, data la ridotta dimensione dei *deal* realizzabili (al di là dell'affacciarsi di nuove realtà geografiche), come già sottolineato nel corso del terzo capitolo

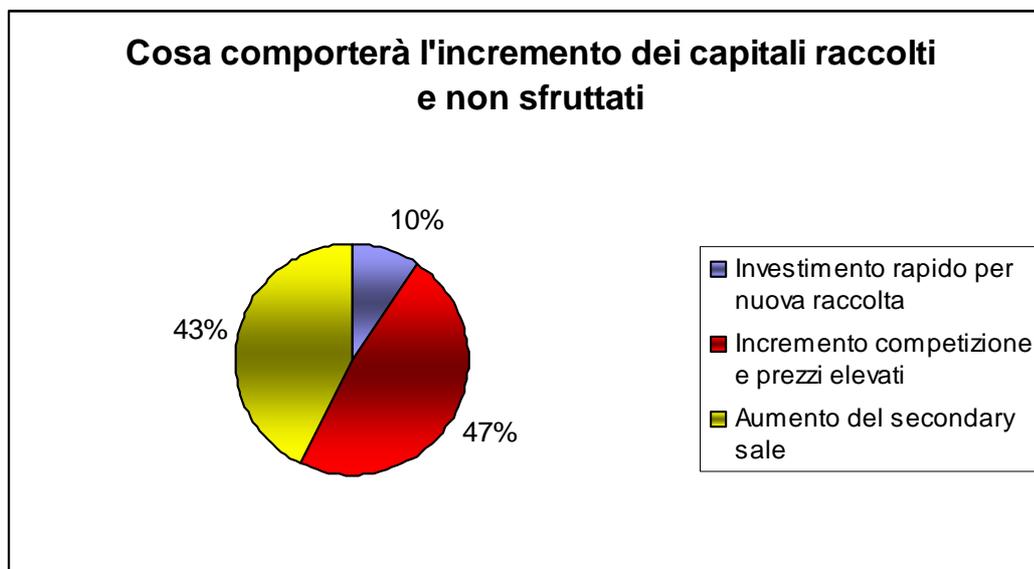


Figura 73: *Conseguenze dell'aumento della dry powder a livello internazionale nel futuro*

Dall'analisi dei risultati del sondaggio è emersa dunque una situazione piuttosto variegata: i soggetti intervistati hanno risposto a quasi tutti i quesiti in modo abbastanza differente l'uno dall'altro, con ciò contribuendo a rendere ancor più interessante l'interpretazione delle risposte fornite, o, sotto un altro punto di vista, ancor più incerti gli scenari prospettabili. Il fatto che un ampio consenso venga raggiunto di fatto solo sulle domande relative alla situazione macroeconomica, al mercato italiano e all'attività di disinvestimento testimonia come le incertezze vertano essenzialmente sul lato degli investimenti, anche se non va mai dimenticato che il collegamento esistente tra i processi che compongono l'attività di private equity non permette di scindere eccessivamente i singoli giudizi.

Un punto fermo comunque, a fronte dell'incertezza denotata dalle risposte, esiste certamente: dal sondaggio emerge infatti tra le righe la convinzione che l'attività di private equity debba tornare a concentrarsi, in parte per necessità, in parte per volontà, su una effettiva capacità di gestione economica e strategica della realtà nella quale si investe, tale da poter realmente essere in grado di generare vantaggi

competitivi sostenibili e duraturi. La pietra angolare del successo di un fondo è e rimarrà ovviamente la sua capacità di sviluppare competenze distintive che consentano di aggiungere valore durante l'intero ciclo di vita dell'investimento, dalla ricerca delle fonti all'*exit*. A tal proposito, le competenze interne di cui avranno bisogno i fondi saranno ben più cruciali ora di quando gran parte del valore veniva creato sfruttando la solidità dell'economia e la crescita spinta dei mercati finanziari. Come già accennato, i *limited partners* cercheranno nel futuro fondi in grado di poter generare valore attraverso una formula competitiva duratura, nonché disposti a sostenere un processo di *due diligence* più lungo e approfondito; a ciò si aggiunga inoltre il fatto che l'impossibilità di fare affidamento su livelli elevati di leva finanziaria fa sì che la competizione tra fondi e compratori strategici, in grado di offrire come contropartita principale il valore generabile dalle sinergie, si farà sempre più feroce.

Al di là di ciò, emerge dal sondaggio anche un ulteriore aspetto, coerentemente sottolineato spesso nel corso del lavoro: a dispetto dell'incertezza macroeconomica, dei mercati volatili, delle difficoltà in entrata ed uscita dagli investimenti, è la flessibilità dei modelli di business perpetrati dai fondi a fare la differenza. Le risposte degli intervistati denotano già infatti una tendenza al cambiamento o, se si preferisce, all'adattamento proattivo all'ambiente in mutamento, concetto valido in generale per le imprese, ma cui non può sfuggire neppure un investitore istituzionale. Tanto più un operatore riesce a fare di questa flessibilità il contenuto di scelte proattive, tanto più riuscirà a volgere il periodo negativo attraversato in un momento di accumulazione e sedimentazione di ulteriori competenze gestionali per il futuro: la tempestività con la quale tali decisioni verranno intraprese discriminerà chi uscirà rafforzato da chi uscirà indebolito da questa crisi, o addirittura non sopravvivrà affatto. Nella maggior parte dei casi, i fondi di private equity hanno già assunto questo tipo di scelte, investendo di fatto in quella che si configura come una vera e propria attività di ricerca e sviluppo: di fatto, si tratta in questo caso per i fondi di un investimento su stessi, più che nelle imprese target, i cui frutti spunteranno nel medio – lungo termine e, con l'auspicabile miglioramento delle condizioni di contesto, sarà il principale *driver* di una nuova fase di sviluppo per il settore.

4.3 La trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti e il suo ruolo in Italia

A conclusione di questo lavoro, nel quale si è cercato di mantenere appaiati il profilo internazionale e quello domestico, vale la pena spendere alcune riflessioni a proposito dell'evoluzione che sta gradualmente subendo uno degli enti pubblici più importanti in Italia, cioè la Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Al momento in cui si scrive, tale evoluzione è naturalmente ancora in atto: dunque quella che segue rappresenta certamente una panoramica sullo stato dell'arte, oltre che uno spunto utile per ulteriori riflessioni sul tema delle partnership pubblico – private.

Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è, come noto, un ente pubblico finanziario controllato al 70% dal Ministero dell'Economia, e al 30% da 66 diverse fondazioni, soprattutto bancarie. Per svolgere le sue attività, la CDP si avvale fondamentalmente del risparmio postale, nella forma dei Buoni Postali Fruttiferi e dei Libretti di Risparmio, entrambi garantiti dallo Stato. La notevole massa di capitali raccolta negli anni passati, frutto dei rendimenti offerti e dello scudo rappresentato dalla tutela statale, ha fatto sì che l'attività della CDP si incanalasse lungo alcuni sentieri precisi²⁶⁰:

- Il settore dei finanziamenti pubblici, attraverso lo strumento dei mutui di scopo, con i quali la CDP finanzia direttamente gli investimenti dello Stato, degli Enti locali, degli Enti pubblici non territoriali. Un'attività, questa, che è qualificata come “servizio di interesse economico generale” e che dunque deve essere svolta in regime di assoluta trasparenza, accessibilità e uniformità di trattamento;
- In collaborazione con il sistema bancario, la CDP opera anche nel ramo degli incentivi pubblici al settore produttivo e alle opere strategiche: eroga infatti, attraverso Fondi rotativi, finanziamenti a tasso agevolato e a lunga scadenza ad imprese operanti in determinati settori di interesse nazionale e

²⁶⁰ Fonte: Statuto della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

per gli investimenti delle aziende in innovazioni tecnologiche e in ricerca scientifica.

- Di notevole importanza, nonché oggetto del presente paragrafo, è l'attività di sostegno alle piccole e medie imprese, attraverso provvista al settore bancario vincolata a tale scopo, nonché finanziando infrastrutture e operazioni a sostegno dell'economia. Quest'attività può essere effettuata attingendo alla raccolta postale, senza incidere sul bilancio pubblico. I progetti da finanziare, per rientrare in questo campo d'attività, devono possedere determinati requisiti: rappresentare anzitutto un interesse pubblico e da soggetti pubblici essere promossi; inoltre, deve essere fornito un adeguato merito creditizio a sostegno, il che li rende (e deve rendere) sostenibili a livello economico-finanziario. Al di fuori di tali vincoli, CDP può operare attingendo alla raccolta non garantita dallo Stato, tramite titoli obbligazionari e finanziare, in concorrenza con il sistema bancario, aziende o società di progetto per investimenti destinati alla fornitura di servizi pubblici;
- Infine, la CDP agisce in partnership con altri investitori europei di lungo periodo, come la Banca Europea degli Investimenti (BEI), la *Caisse des Dépôts* francese e la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* tedesca: in questo modo, la sua attività contribuisce alla stabilità finanziaria e allo sviluppo europeo.

Come appena detto, ai fini del tema che è stato sviluppato in questo lavoro, è certamente l'attività di sostegno alle piccole e medie imprese nazionali quella che interessa: in questo modo, lo Stato riconosce in prima persona l'importanza del ruolo che un investitore di carattere istituzionale può avere nei confronti delle aziende, sia attraverso il supporto di tipo strategico, che tramite quello patrimoniale, un problema strutturale del "piccolo" capitalismo nazionale; a tal proposito, in un contesto economico caratterizzato dal rinnovato intervento statale, un ruolo significativo della CDP nel sostegno alle imprese può essere la giusta occasione in grado di incentivare la trasformazione definitiva dell'ente in vero e proprio operatore istituzionale d'investimento nel capitale di rischio, seguendo le esperienze mutate soprattutto nei Paesi francofoni.

L'ingresso della CDP nella galassia del private equity è avvenuto nel 2006, con la naturale evoluzione degli strumenti utilizzati oltre il classico finanziamento delle infrastrutture via debito, fin lì la principale attività svolta dalla CDP. A partire da quella data, la Cassa partecipa e si è fatta promotrice di alcuni fondi chiusi, agendo su vari livelli:

- *locale*, in collaborazione con gli enti locali e le fondazioni azioniste, che conoscono perfettamente il proprio territorio. In tale ambito, la CDP promuove anche progetti nella forma del cosiddetto Partenariato pubblico privato²⁶¹ (PPP): a tal proposito, la CDP partecipa quale sottoscrittore di PPP Italia. Si tratta di un fondo gestito da Fondaco SGR che ha come obiettivo l'investimento, di tipo equity o quasi - equity, tramite partecipazioni di minoranza qualificata ed attiva nei settori dell'edilizia civile, ambiente e riqualificazione urbana, trasporti e gestione di servizi pubblici locali e progetti di generazione di energia da fonti rinnovabili. La dimensione complessiva del fondo è comunque abbastanza ridotta e pari a 120 milioni di euro, di cui circa 18 costituiscono l'impegno di CDP, che vi partecipa assieme ad alcune fondazioni bancarie, BEI e *Kreditanstalt für Wiederaufbau*;
- *nazionale*, rivolgendo la propria attività verso opere di dimensioni ragguardevoli e collaborando con investitori istituzionali italiani e non. A tal proposito, la Cassa è socio-sponsor di F2i, fondo chiuso dedicato esclusivamente ad investimenti nel settore delle infrastrutture: trasporto, *utilities* e trasporto di elettricità e gas, media e reti di telecomunicazione, produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, servizi pubblici locali e infrastrutture sociali. Il fondo, la cui dimensione è di circa 2 miliardi di euro, ha finalizzato i primi investimenti nel corso dell'esercizio 2008: vi partecipano numerosi investitori istituzionali di elevato *standing*, nonché

261 Con il termine Partenariato pubblico privato, si definiscono diverse forme di cooperazione tra settore pubblico e settore privato, attraverso le quali le rispettive competenze e risorse si integrano per realizzare e gestire opere infrastrutturali in funzione delle diverse responsabilità ed obiettivi. In un progetto di PPP, la Pubblica Amministrazione pubblica affida all'operatore privato, anche sulla base di uno specifico contratto, l'attuazione di un progetto per la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione del relativo servizio.

sette fondazioni bancarie²⁶², entrambi cruciali per garantire capitali e conoscenza del territorio nel quale operare;

- *internazionale*, come già menzionato, per il sostegno dei progetti infrastrutturali e delle reti che coinvolgono più Paesi, non solo nell'ambito dell'Unione Europea, collaborando con istituzioni europee e con omologhe strutture estere. In questo senso, nell'ambito del private equity legato alle infrastrutture, la Cassa ha lanciato il fondo Marguerite (2020 *European Fund for Energy, Climate Change and Infrastructure*), assieme alla Bei e altre Casse europee (tra le quali la *Caisse des dépôts* francese e la KfW tedesca) espressamente previsto dalla Risoluzione conclusiva del Consiglio europeo del dicembre 2008: il fondo è destinato a finanziare iniziative infrastrutturali nei settori dell'energia, dell'ambiente e dei trasporti in Europa. Sempre con la *Caisse des dépôts* francese sarà lanciato InfraMed Infrastructure Fund, un fondo che, nel quadro dell'Unione per il Mediterraneo, è dedicato alle iniziative infrastrutturali dei Paesi della costa meridionale del Mediterraneo, in particolare nei settori idrico, portuale, ferroviario, e delle reti di trasmissione elettrica. Infine, CDP partecipa con una quota di circa 100 milioni di euro al fondo Galaxy, specializzato in infrastrutture di trasporto e di dimensioni anche in questo caso non particolarmente elevate (250 milioni): la BEI è in questo caso presente come *Club Investor*, ovvero dispone della facoltà di co - investire al fianco di Galaxy su specifici progetti infrastrutturali di rilevanza europea.

Come si può notare, l'attività della Cassa nell'ambito private equity è piuttosto focalizzata sul settore infrastrutturale: ciò fa sì che gli investimenti effettuati siano nella maggior parte dei casi considerabili come un *upgrading* tecnico dell'intervento statale nel campo della pubblica utilità, un'attività che non presenta delle prerogative tali da giustificare un'equiparazione della CDP alle realtà omologhe internazionali, che agiscono in maniera ben più variegata.

²⁶² Oltre alla CDP, gli sponsor del fondo sono Intesa Sanpaolo, Unicredit, Merrill Lynch, le Fondazioni Cariplo, Cassa di Risparmio di Torino, MPS, Cassa di Risparmio di Cuneo, di Padova e Rovigo, di Bologna, di Forlì. Partecipano infine le casse di previdenza InarCassa e CIPAG.

In tal senso, una decisa novità è rappresentata dalla recentissima ideazione, da parte del Ministero dell'Economia, di un vero e proprio fondo di private equity finalizzato al sostegno delle piccole e medie imprese domestiche: tale fondo, denominato senza grande sforzo di fantasia Fondo Italiano d'Investimento, ha visto ufficialmente la luce nel mese di marzo del 2010 e, nell'intento del Ministero e di Confindustria, che ne sono stati i principali sostenitori, dovrebbe essere uno strumento utile per favorire l'aggregazione e la maggiore patrimonializzazione delle piccole realtà italiane, riproponendo ulteriormente sul tavolo il tema della dimensione media aziendale nazionale e degli indubbi ostacoli che questa frappone allo sviluppo delle imprese.

Il Fondo Italiano d'Investimento è stato costituito da sette sponsor, ciascuno in possesso di una quota pari al 14,3%, che garantisce medesimi diritti finanziari ed amministrativi. I sottoscrittori allo stato attuale sono: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Associazione Bancaria Italiana, Cassa Depositi e Prestiti, Monte dei Paschi di Siena, Confindustria, Intesa SanPaolo, Unicredit Group, i quali hanno dotato inizialmente il fondo di 1 miliardo di euro, con l'obiettivo di aprire ad ulteriori sottoscrittori esterni a partire da ottobre per raggiungere la quota massima prevista di 3 miliardi, in funzione delle reali esigenze e del reale utilizzo del capitale impegnato. Come si ricorderà, il *fund raising* complessivo dei soli fondi italiani lo scorso anno non ha raggiunto neppure il miliardo: si tratta dunque di una dimensione di non poco conto, non solo per l'ovvio effetto moltiplicativo generabile eventualmente dalla leva finanziaria, ma anche alla luce del fatto che il target previsto per gli investimenti sono le imprese non in crisi con un fatturato compreso tra i 10 e i 100 milioni di euro, cioè un bacino potenziale di circa quindicimila realtà. Dal punto di vista della durata del fondo, sono previsti 5 anni per la fase di investimento e 7 per quella di uscita, più un eventuale biennio di estensione che porta la durata massima a 14 anni.

Operativamente, il Fondo potrà disporre di quattro diverse modalità d'intervento:

- ingressi diretti di minoranza nel capitale, a condizione che l'investimento avvenga in imprese con fatturato superiore ad una certa soglia, compresa indicativamente tra i 20 e i 30 milioni di euro. Oltre che tramite l'acquisto di azioni ordinarie, il Fondo potrà intervenire attraverso i titoli privilegiati,

ma anche attraverso forme ibride (come *bond* convertibili, mezzanino o *warrants*) o strumenti finanziari partecipativi;

- ingressi diretti di minoranza in co - investimento con altri fondi specializzati che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo: in questo modo si potranno ridurre sensibilmente i costi di istruttoria;
- strumenti flessibili, quali finanziamenti subordinati e prestiti partecipativi;
- come “Fondo di fondi”, investendo cioè in fondi già esistenti che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo.

Il Ministero ha peraltro tracciato chiare linee guida sul modo in cui verrà gestita l'attività, prevedendo di fatto tutte le normali fasi (raccolta, investimento, uscita) attraversate dal processo di private equity, con l'aggiunta della maggiore trasparenza necessaria sulle operazioni effettuate. In termini di rendimenti attesi, l'IRR obiettivo non è stato predeterminato, ma viene indicato come “più contenuto” rispetto a quello medio del 15-20%, così come le commissioni da corrispondere ai gestori, riflettendo il carattere d'interesse nazionale.

Al di là dell'identità degli sponsor del fondo, l'iniziativa voluta dal Ministero si innesta nel novero delle misure intraprese da tutti i governi per fronteggiare la crisi economica e offrire sostegno alle imprese: ciò rappresenta senza dubbio una necessità ancora più stringente per un Paese come l'Italia, in cui il problema della patrimonializzazione ha radici antiche e diventa centrale con il deterioramento del rapporto banca – impresa e la conseguente scarsità del principale surrogato al capitale proprio, cioè il debito. In tal senso si concreta gran parte dell'apporto che il fondo potrà dare, pur se non va trascurata affatto la componente non finanziaria, per gli ovvi motivi che più volte sono stati esposti nel corso dell'analisi. In questo senso, nell'ambito dell'ideazione e dello sviluppo del progetto, AIFI ha richiamato la necessità di valorizzare il ruolo propriamente tecnico degli operatori di private equity, spingendo il Ministero ad adottare come logica operativa dominante quella del fondo di fondi e di co – investimento: effettivamente, un apporto di questo tipo unisce ai vantaggi della conoscenza che alcuni degli sponsor del Fondo hanno dei potenziali target (non solo Confindustria, ma anche le banche, che ad ogni probabilità spingeranno per investimenti diretti verso

propri affidati), la competenza tecnica propria del settore degli eventuali partner istituzionali, che emergerà soprattutto nella difficile fase di uscita dall'investimento.

Nell'ambito di questa iniziativa, il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti si fa davvero interessante, sotto più punti di vista: in primo luogo, in termini meramente dimensionali, l'apporto che la CDP potrà dare al Fondo sarà realmente notevole. Basti infatti pensare che, a dispetto della crisi e di un 2009 in cui il PIL italiano si è contratto del 5%, la Cassa ha concluso l'esercizio²⁶³ con oltre 1,7 miliardi di euro di utile netto, in aumento del 25% rispetto al 2008; soprattutto, e questo è il secondo punto, è l'operatività a sostegno dell'economia nazionale ad essere il vero punto di forza di un ente che nello scorso anno ha destinato ben 15 miliardi di euro di finanziamenti sparsi tra infrastrutture, operazioni di innovazione a sostegno dell'economia, nuovi mutui e investimenti in partecipazioni, ampliando il raggio della propria attività e salvaguardando comunque il risparmio postale²⁶⁴, con la previsione di investire, in base al piano industriale al 2011, ben 8 miliardi in finanziamenti alle piccole e medie imprese. Se quest'attività è però sempre stata quella classica demandata ad un ente come la CDP, è attraverso un progetto come il Fondo Italiano d'Investimento che la Cassa potrà realmente evolvere la propria natura avvicinandola a quella delle principali realtà analoghe europee, che in molti casi si sono rese protagoniste di progetti di partenariato pubblico – privato assimilabili:

- *Jeremie*, fondo di private equity gestito dall'EIF (*European Investment Fund*) che ha per oggetto il sostegno alla crescita economica e alla competitività delle piccole e medie imprese appartenenti agli stati membri della UE. In particolare, *Jeremie* opera con il meccanismo del cosiddetto *umbrella fund*, fornendo equity, garanzie o prestiti agli intermediari finanziari accreditati e selezionati dalle autorità di gestione nazionali e regionali, che hanno il compito di rendere disponibili tali risorse alle imprese, con particolare riguardo ai trasferimenti tecnologici, alle iniziative in *start-up*, ai fondi

²⁶³ Fonte: Il Sole 24 Ore.

²⁶⁴ Il quale d'altra parte non può che salire in un momento di crisi poiché viene percepito dai risparmiatori come un investimento privo di rischi, a confronto dei rendimenti ormai pari a zero dei titoli di stato a breve e brevissimo termine: nel 2009 la raccolta postale ha in effetti superato i 190 miliardi.

innovativi e tecnologici e al microcredito. L'attività di monitoraggio dell'investimento nelle aziende è effettuata dagli intermediari stessi e in alcuni casi, Jeremie supporta le PMI anche con intervento diretto. Gli strumenti finanziari utilizzati dal fondo per il sostegno delle imprese sono adattati alla fase del ciclo di investimento e alle condizioni di mercato e si traducono in equity (soprattutto per iniziative di avvio) e ibridi, strumenti di garanzia, prestiti partecipativi, veicoli di trasferimento tecnologico²⁶⁵, creazione di *business angels* regionali o locali da integrare con il network europeo;

- *Fonds Stratégique d'Investissement* (Francia): è il fondo di private equity pubblico-privato che ha per oggetto il supporto allo sviluppo delle piccole e medie imprese francesi e il supporto alle aziende di medio-grandi dimensioni che abbiano il potenziale di diventare leader di mercato. Il fondo è stato annunciato dal Governo francese nell'ottobre 2008 come strumento di risposta alla crisi finanziaria, per aiutare le imprese francesi a trovare investitori che ne finanziassero lo sviluppo. Il capitale del fondo è pari a 20 miliardi, allocati per metà dallo stato francese e dalla *Caisse des Dépôts*. I primi investimenti sono stati realizzati nel febbraio 2009 e da inizio anno hanno complessivamente riguardato: grandi aziende (4 investimenti per 350 milioni), medie (8 investimenti per 350 milioni), PMI (7 investimenti per 50 milioni). FSI effettua sia investimenti diretti (prevalenti), sia investimenti in fondi di fondi; inoltre, in alcuni casi, co - investe con CDC Enterprises (società di gestione di *Caisse des Dépôts*), "utilizzando" l'*investment team* di quest'ultima. FSI opera anche sviluppando *partnership* con controparti pubbliche o private, anche estere;
- *Regional Venture Capital Funds* (Regno Unito): sono 9 fondi regionali di *venture capital*, gestiti da differenti società di gestione, aventi per oggetto il supporto allo sviluppo delle PMI inglesi con alto potenziale di crescita, definite dall'Unione Europea in specifici settori, diversi per ciascun fondo regionale, e tali che non abbiano ricevuto precedentemente fondi da altri

²⁶⁵Consistono nel processo di conversione dei risultati di laboratorio in prodotti commercializzabili. Il valore della proprietà intellettuale prodotta da istituti di ricerca o singoli inventori è realizzato tramite concessione in licenza, vendita o scorporo in una nuova società.

investitori istituzionali. Gli obiettivi del progetto sono di diversa natura, quali: assicurare che ciascuna regione dell'Inghilterra abbia accesso a un compiuto fondo di *venture capital*, costituito su base regionale, che realizzi investimenti di piccolo ammontare nelle PMI locali; dimostrare ai potenziali investitori che i fondi regionali possono ottenere rendimenti investendo nell'*equity gap* delle PMI, promuovendo così anche il *venture capital* privato; accrescere l'offerta di società di gestione in grado di finanziare l'*equity gap* strutturale delle PMI inglesi. A settembre 2009, l'investimento complessivo dei fondi era pari a 133 milioni di sterline su un portafoglio di 356 aziende. L'investimento iniziale in una singola azienda varia da 250.000 a 330.000 sterline e ulteriori investimenti sono possibili dopo almeno 6 mesi, per un'esposizione complessiva in un'unica società compresa tra 500.000 e 3 milioni di sterline a seconda del fondo. La durata media dell'investimento è di 5 anni e la vita dei fondi è pari a 10 anni. Il Governo britannico e l'EIF forniscono il 50% del capitale, mentre la rimanente parte viene dal settore privato. I principali investitori sono *Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform*, *European Investment Fund*, *Barclays*, *Royal Bank of Scotland* e le autorità locali dei fondi pensione;

- *Vækstfonden* (Danimarca): è il fondo di private equity a *sponsorship* pubblica avente ad oggetto il supporto delle PMI danesi con investimenti diretti e fondi di fondi. L'investimento complessivo del fondo è pari a 350 milioni (di cui il 75% circa è investito in società nella fase di *early stage* e fondi di *venture capital*) su un portafoglio di 3.500 aziende. Dal punto di vista settoriale, il fondo è focalizzato sul settore biologico, medicale e *high tech*, sebbene esista la possibilità di effettuare investimenti anche in altri settori con buone prospettive di crescita. Il fondo preferisce investire in equity, ma è in grado di strutturare l'investimento in base ai bisogni dell'azienda da finanziare. Gli strumenti finanziari utilizzati dal fondo per l'intervento nelle imprese sono i seguenti: equity (in genere, ogni tranche di investimento non eccede i 2 milioni di euro e la quota di partecipazione non supera il 25% dell'equity complessivo dell'azienda target), mezzanino, garanzie fornite sui prestiti.

Da quanto appena delineato a proposito delle esperienze europee, appare evidente che quella del Fondo Italiano d'Investimento può essere un'opportunità non solo per l'economia nazionale in genere, ma anche per incentivare l'ulteriore sfruttamento dello strumento private equity come volano di sviluppo delle aziende nazionali e rompere, con l'ausilio del ruolo statale, una diffidenza verso il settore che, con l'incedere della crisi, si è rifatta viva presso l'imprenditoria nazionale. In questo senso, come affermato dall'economista Marco Vitale, presidente del Fondo, ottenere gli obiettivi che gli sponsor si sono prefissati passa inevitabilmente per la credibilità dell'operazione stessa: sarà dunque cruciale un'efficace gestione dei conflitti d'interesse, sia in riferimento al ruolo delle banche, che a quello della politica, la quale va tenuta quanto più possibile lontana da un'iniziativa del genere, anche se aver strutturato il management in 4 diversi team con focalizzazione geografica non sembra la scelta più azzeccata in tal senso. Sarebbe stata forse più corretta una specificità settoriale, soprattutto al fine di incentivare quei business ad alto contenuto tecnologico di cui il Paese ha storicamente carenza, ma anche perché il focus sul territorio sarebbe stato comunque possibile grazie a Confindustria e alle banche, mentre in questo modo il rischio di un'ingerenza politica è abbastanza alto, come le esperienze passate hanno dimostrato. La riflessione finale da fare è comunque la seguente: se la sfida verrà vinta (i primi investimenti sono previsti per settembre 2010), si aprirà una nuova stagione non solo per l'economia, ma anche nello specifico per il private equity italiano, che non potrà che uscire rafforzato da una siffatta esperienza; tuttavia, la necessità di preservare delicati equilibri in termini di conflitti d'interesse e, soprattutto, la pericolosa tendenza italiana al gattopardismo nelle iniziative di stampo pubblico – privato generano, sia presso gli operatori finanziari ed industriali, che presso l'opinione pubblica, la lontana eco di parole come GEPI o IRI (almeno quella degli anni '70 e '80), che tanti ostacoli hanno creato allo sviluppo dell'economia nazionale.

Bibliografia

- Acharya V., Franks J., Servaes H., *Private Equity: boom and bust?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2007
- AIFI, *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity*, 2008
- AIFI, *Analisi del mercato italiano del Venture Capital e del Private Equity*, 2006, 2007, 2008
- AltAsset e BVCA, *Understanding UK Institutional Investors*, 2003
- Anderson C., *La coda lunga: da un mercato di massa ad una massa di mercati*, Codice Edizioni, 2008
- Arnold M., *This Way Out: In private equity, a profitable exit is now worth more than ever before*, Financial Times, marzo 2010
- Axelsson U. et al., *Leverage and Pricing in buy outs: an empirical analysis*, Swedish Institute for Financial Research, 2007
- Bain & Company Inc., *Global Private Equity Report 2010*
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico n.60*, aprile 2010
- Banerjee A., *Private Equity in Developing Nations*, Journal of Asset Management, agosto 2008
- Bracchi G., *Il mercato Italiano del Private Equity e del Venture Capital nel I semestre 2009*
- Bracchi G., *Private Equity e imprese dopo la crisi*, Convegno Nazionale AIFI, 2009
- Brealey R.A., Myers S.C., *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 2007
- Bruner R., *Applied M&A*, Wiley Finance, 2007
- Brunnermeier M., *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, Journal of Economic Perspectives, 2008
- Buonocore V. et al., *Manuale di Diritto Commerciale*, Giuffrè, 2008

- BVCA, *Global Investor Attitudes to Private Equity in the UK*, 2009
- BVCA, *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity*, 2008
- Bygrave W.D., Timmons J.A., *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, 1992
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, 2003
- Caroli M., *Economia e Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill, 2008
- Castellani M., De Felice G., Moriconi F., *Manuale di Finanza II: Teoria del portafoglio e mercato azionario*, Il Mulino, 2005
- Cavaliere E., Ferraris Franceschi R., *Economia Aziendale*, Vol. I, Giappichelli, 2004
- Crawford E. K., *A management guide to LBO*, John Wiley & Sons, 1987
- De Luca P., *La competitività dell'azienda sui mercati finanziari e il private equity*, in *Amministrazione e finanza*, marzo 2009, pp. III-XIV
- Del Giudice R., Papilj P., *Il mercato italiano del private equity: caratteristiche e dimensioni*, in *Amministrazione e Finanza*, 2007
- Del Giudice R., *Il Portafoglio italiano del Private Equity: analisi e considerazioni*, in AIFI, *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, 2009
- Diamond D., Dybvig P., *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 1983
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999
- Duffie D., *Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability*, BIS Working Paper 255, 2008
- Ernst & Young, *2009 US Private Equity Watch: an industry in flux*, 2009
- Ernst & Young e Outlook Business Handbook, *Private Equity in Numbers: every bit of data you would ever want to know on deals in India*, 2008

- Ernst & Young, *Global IPO Trends*, 2009
- Ernst & Young, *The global financial crisis: challenges and opportunities for Private Equity*, 2008
- Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value*, 2008
- Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value? A study of 2006 exits*, 2007
- Ernst & Young, *Private Equity, Public Exits: PE-Backed IPO Update*, 2010
- Ernst & Young, *Private Equity: 2006 Year in Review*, 2007
- European Union Commission, *Report of the Alternative Investments Group: Developing European Private Equity*, 2007
- EVCA e PriceWaterhouseCoopers, *Lessons learned from past mistakes*, Londra 1998
- EVCA e Thomson Financial, *Performance Benchmarks 2007 Private Equity Europe*, 2008
- EVCA, *Barometer*, n.59, marzo 2008
- EVCA, *Barometer*, n.62, agosto 2008
- EVCA, *Barometer*, n.64, ottobre 2008
- EVCA, *Barometer*, n.65, dicembre 2008
- EVCA, *Barometer*, n.66, gennaio 2009
- EVCA, *Barometer*, n.67, febbraio 2009
- EVCA, *Barometer*, n.70, febbraio 2010
- EVCA, *Quarterly Activity Indicator, Trends in Q1-Q2-Q3-Q4 2008*
- EVCA, *Quarterly Activity Indicator, Trends in Q1-Q2-Q3-Q4 2009*
- Forestieri G., *Corporate e Investment Banking*, Egea, 2007
- Gervasoni A. e Sattin F., *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, 2008
- Gervasoni A., Donadonibus J., Papilj P., *Caratteristiche strutturali ed operative dei fondi paneuropei di investimento nel capitale di rischio*, LIUC Paper, 2003

- Goldstein A., Subacchi P., *I fondi sovrani e gli investimenti internazionali: salvatori o sovvertitori?*, Rapporto Istituto per il Commercio Estero, 2008
- Gorman M., Sahlman W.A., *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 231-248, 1989
- Gottschalg O. e McKinsey, *How important is leverage, really?*, Private Equity International Asia, 2007
- Grant Thornton, *Private Equity for Main Centres of Activity in Europe*, giugno 2009
- Hamel G., *The Future of the management*, Harvard Business School Press, 2008
- Heel J. e Kehoe C., *Why some private equity firms do better than others*, The McKinsey Quarterly, 2005
- Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Prentice Hall, 2008
- International Financial Services London, *Private Equity 2008 Report*, agosto 2009
- Kaplan S., Andrade G., *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from high-leveraged transactions that became distressed*, Journal of Finance, 1998
- Kaplan S., Stein J., *The evolution of buy out pricing and financial structure in the 1980s*, Quarterly Journal of Economics, 1993
- KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital*, in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.2, 2005
- Krugman P., *International Economics*, Pearson Education, 2008
- Liera M., *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, in AIFI, Quaderni sull'investimento in capitale di rischio, 2005

- MacMillan I.C., Kulow D.M., Kholylian R., *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 27-47, 1988
- McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are shaping global capital markets*, 2007
- McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, 2009
- MergerMarket, *European Private Equity Activity in Review*, 2009
- Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1993
- Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, 2009
- Pontarollo E., Casè M., *Il private equity e l'industria italiana*, L'industria, n.4, 2007
- Preqin, *Private Equity Spotlight*, vol. 5, n.4, aprile 2009
- PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008
- PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Trend Report*, 2008
- PriceWaterhouseCoopers, *The economic impact of private equity and venture capital*, marzo 2008
- Private Equity Monitor, *Rapporto 2006, 2007, 2008*
- Rampini F., *2012, l'Armageddon delle Borse: in scadenza miliardi di junk bond*, la Repubblica, 20 marzo 2010
- Rosenbaum J., Pearl J., Perella J.R., *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance, 2009
- Rumelt R. P., *Strategy, Structure and Economic performance*, Harvard University Press, 1974
- Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W., *Venture capitalists governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, vol. 11, pp. 439-469, 1996

Tamburi Investment Partners, *Il secondary private equity: Gli operatori secondari come canale di exit*, in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.17, 2008

Tartaglia E., *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità*, Maggioli Editore, 2009

The Economist, *Emerging Economies Climbing Back*, 19 gennaio 2006

The New York Times, *Apollo increases its bet on Harrah's*, dicembre 2009

Tremi R., Cancian S., *Una bussola per l'analisi: la PEP Drivers' Grid*, Amministrazione e Finanza, 2003

Trigeorgis L., *Real Options*, MIT Press, 1996

Wall J., Smith J., *Better Exits*, EVCA Special Paper, 1998

www.aifi.it

www.borsaitaliana.it

www.bvca.co.uk

www.calpers.ca.gov

www.cboe.com

www.dealogic.com

www.ecb.int

www.empea.net

www.evca.eu

www.federalreserve.gov

www.istat.it

www.nvca.org

www.peimedia.com

www.preqin.com

www.standardandpoors.com

www.thomsonreuters.com

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2005