

# LUISS



**Dipartimento di Impresa e Management**

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

*Metodologie e applicazioni valutative nelle operazioni di private equity*

RELATORE

*Prof. Roberto Mazzei*

CORRELATORE

*Dott. Luca De Feo*

CANDIDATO

*Alessandro Amelio 257021*

**Anno Accademico: 2022/2023**

*“Se vuoi arrivare prima corri da solo,  
se vuoi arrivare lontano cammina insieme”.*

*A mia sorella Maria.*

# INDICE

<b>Introduzione.....</b>	<b>4</b>
--------------------------	----------

## CAPITOLO PRIMO

### **Funzionamento del Private Equity come strumento alternativo di finanziamento**

1.1 Dalle origini e l'evoluzione del mercato fino ad oggi.....	6
1.2 Finanziamento alternativo e problemi di sottocapitalizzazione.....	12
1.3 Principali tipologie di investimento.....	15
1.4 Struttura giuridica del fondo d'investimento.....	18
1.5 Metodologie di funzionamento e fasi del processo d'investimento.....	22
1.6 l'attività di “ <i>Fundraising</i> ” .....	23

## CAPITOLO SECONDO

### **Metodologie di valutazione utilizzate nelle operazioni di private equity**

2.1 Processo d'investimento.....	27
2.2 Gestione e valorizzazione dell'investimento.....	35
2.3 <i>Discounted Cash Flow Method (DCF)</i> .....	38
2.4 <i>Adjusted Present Value (APV)</i> .....	44
2.5 Il Metodo dei <i>Multipli di mercato</i> .....	46
2.6 <i>Leveraged Buyout Method (LBO)</i> . ....	48

## **CAPITOLO TERZO**

**Analisi del caso Cedacri - ION Investment Group.....49**

**Conclusioni.....56**

**Bibliografia.....58**

**Sitografia.....64**

**Ringraziamenti**

## Introduzione

Il presente lavoro di ricerca si propone di condurre un'analisi relativa al mercato del *private equity* con particolare attenzione al processo di valutazione delle imprese partecipate dai fondi oggetto d'analisi.

All'interno del primo capitolo saranno trattate in modo prettamente teorico le suddette operazioni, partendo quindi dal processo storico che ha dato avvio a questa forma d'investimento, si procederà con una disamina generale, evidenziando le differenze che intercorrono tra le operazioni di *Buyout*, *Replacement* e *Turnaround*. In seguito, al fine di avere una visione più chiara possibile in merito all'operato dei fondi d'investimento, verrà descritta la struttura legale che li caratterizza, ovvero la *Limited Partnership*, focalizzandosi sulla differenza tra *Limited Partner* e *General Partner*, e descrivendo al tempo stesso quali forme societarie dell'ordinamento italiano più si avvicinano a questa realtà.

Successivamente la trattazione si sposterà sul processo d'investimento, che all'interno del suddetto capitolo verrà illustrato in grandi linee, ed infine si procederà con la descrizione dell'attività di *fundraising*, analizzando tutte le fasi, ovvero dalla scelta del mercato *target* fino alla chiusura della raccolta.

Il secondo capitolo si focalizza sulla descrizione particolareggiata del processo d'investimento, definito in modo generale nel precedente capitolo, in questo contesto verranno specificate tutte le operazioni, ovvero dallo screening del mercato, per la scelta dell'impresa *target* fino al disinvestimento. Nel successivo paragrafo verrà affrontato più nel dettaglio il processo di gestione e creazione del valore, analizzando tutte le azioni che un fondo ha la possibilità di implementare al fine di trarre valore dall'impresa *target*.

Nella seconda parte del capitolo verranno poi definite e descritte le metodologie di valutazione d'impresa, con particolare riferimento al metodo del *discounted cash flow*, *adjusted present value*, *multipli di mercato* ed infine il *leveraged buyout method*. In questo elaborato saranno esposti sia i punti di forza ma anche i limiti di questi sistemi di valutazione, che si possono riscontrare nell'evidenza empirica.

Per concludere, il terzo ed ultimo capitolo verterà sull'analisi di un caso aziendale, in particolare verrà descritta un'operazione di *leveraged buyout*, che ha interessato il fondo ION Investment Group nell'acquisizione della società italiana Cedacri. In questo capitolo verrà dapprima illustrata la società *target*, partendo da un breve *excursus* storico, in seguito la focalizzazione si sposterà sul settore di riferimento della stessa, sulle operazioni da essa

concluse nell'arco degli ultimi anni, ed in particolar modo sul potenziale tecnologico, che sarà difatti un elemento fondamentale in sede di contrattazione. Successivamente il capitolo procede con la descrizione del fondo ION Investment Group, analizzando la situazione patrimoniale ed in seguito il settore all'interno del quale questa realtà opera. Infine verrà delineato il processo che ha portato all'acquisizione e alla conclusione dell'accordo, in particolare analizzando le ragioni alla base dell'operazione, per poi proseguire con le modalità di perfezionamento e la raccolta dei fondi necessari per portare a termine la stessa.

# Capitolo Primo

## Funzionamento del Private Equity come strumento alternativo di finanziamento

Il presente capitolo, prettamente introduttivo e prodromico all'analisi del fenomeno e alle conclusioni verso cui si è giunti nella costituzione dell'elaborato, intende esporre e descrivere nel modo più esaustivo e particolareggiato possibile gli aspetti teorici e decisivi inerenti alla disciplina del *private equity*, illustrando eventuali proposte e idee supportate dalle evidenze empiriche.

### 1.1 Dalle origini del fenomeno e l'evoluzione del mercato fino ad oggi

Il *private equity* consiste in quella “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”<sup>1</sup>, questa è la definizione che viene data dall'AIFI, ovvero l'Associazione Italiana del *private equity*, *Venture Capital* e *Private Debt*, fondata nel 1986 al fine di sviluppare e rappresentare questo fenomeno anche in Italia.

Le origini del *private equity* sono incerte, e ciò è dovuto al fatto che le attività d'investimento nel capitale di rischio sono sempre esistite, ovviamente con forme e metodi diversi, in tutte quelle società caratterizzate da sistemi economici vivaci ed efficienti. Tuttavia, nella sua accezione più moderna si può ben presumere che il fenomeno del *private equity* possa essersi originato negli Stati Uniti alla fine della Seconda Guerra Mondiale, in effetti proprio nel 1946 venne fondata a Boston l'*American Research and Development Corporation* (ARD).

Una società pubblica fondata da Karl Compton, l'allora presidente del MIT e Georges Doriot, professore della Harvard Business School insieme a diversi investitori privati<sup>2</sup>. L'ARD era nata con lo scopo di raccogliere fondi e reinvestirli nel mercato, la società pertanto iniziò ad operare effettuando investimenti ad alto profilo di rischio, proprio per supportare giovani realtà d'impresa, in particolar modo società nate attraverso lo sviluppo di nuove tecnologie belliche durante il corso della Seconda Guerra mondiale.

---

<sup>1</sup> Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2014.

<sup>2</sup> J. Lerner, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, J. Wiley & Sons, New York 1999.

Prima di questo periodo, infatti gli investimenti erano appannaggio di individui e famiglie industriali che disponevano di ingenti risorse economiche da destinare al mercato azionario<sup>3</sup>. Questa nuova tipologia di società si poneva in modo totalmente differente, avente un duplice scopo, ovvero quello di garantire un sostegno finanziario alle imprese ed al tempo stesso offrire agli investitori un rapporto rischio-rendimento soddisfacente rispetto alle somme investite.

La nascita della prima *Venture Capital limited partnership*, ossia *Draper, Gaither & Anderson*, avvenne nel 1958, in concomitanza con l'introduzione dello *Small Business Investment Act*. Attraverso questo provvedimento si assiste alla nascita di *Small Business Investment Company* (SBIC), ovvero società di investimento organizzate privatamente che si impegnano a fornire supporto finanziario e manageriale alle piccole realtà d'impresa, di recente costituzione, in cambio di benefici fiscali per i loro investimenti. L'attività delle SBIC, era regolamentata dal governo con particolare rilievo alle modalità di finanziamento e alla scelta degli investimenti effettuati. Le SBIC avevano accesso a prestiti con tassi agevolati in misura pari a quattro volte il capitale inizialmente apportato. Il precedente sistema basato sull'allocazione di investimenti privati di famiglie e singoli individui, ovvero il *friends and family funds*, non si adattava alle nuove esigenze del mercato e alla richiesta sempre più alta di capitali di rischio necessari per sostenere lo sviluppo economico di nuove realtà sempre più competitive. Alla fine degli anni Settanta, l'attività delle SBIC contribuì alla nascita e allo sviluppo di più di cento mila imprese, con una movimentazione di capitali pari a circa 12000 miliardi di dollari.

Una svolta nel settore si ebbe poi con l'introduzione nel 1979 di alcune norme all'interno dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), ovvero il documento relativo alla disciplina della corretta gestione dei fondi pensione. Prima di questo provvedimento, infatti, agli investitori istituzionali, in particolare ai fondi pensione, era espressamente vietato impiegare i propri fondi all'interno di attività con un elevato grado di rischio, come accade con il *private equity* ed il *venture capital*. Questa barriera esisteva appunto per tutelare un settore di primaria rilevanza sociale, questo perché i fondi gestivano i risparmi degli accantonamenti previdenziali, somme di per sé fondamentali, senza le quali si sarebbero avute delle ripercussioni elevatissime sul sistema economico, con conseguenti costi sociali gravissimi. Tuttavia, questa nuova disposizione di legge aveva favorito un notevole

---

<sup>3</sup> J.W. Wilson, *The New Ventures. Inside the High-Stake World of Venture Capital*, Addison Wesley, Boston 1986.

afflusso di capitali, rinvigorendo nuovamente il settore del *private equity*, proprio in questo periodo si vanno a costituire le *limited partnership*, al fine di gestire al meglio queste risorse economiche.

Nel periodo successivo, ovvero nel corso degli anni Ottanta avvennero rilevanti operazioni di *buy out*, che coinvolsero imprese quali: Apple Computer, Microsoft e Cisco System. Tuttavia nel periodo successivo vi fu un drastico calo di investimenti e ciò era dovuto in particolare ad una diminuzione delle performance causata da un'eccessiva concentrazione del mercato in nuovi settori che presentavano maggiore attrattiva come quello informatico. Negli anni Novanta si assiste poi ad un periodo di grande crescita almeno fino al 1997, dovuto principalmente all'uscita di operatori che avevano di fatto congestionato il mercato, ma anche l'andamento positivo dell'economia è stato più che decisivo, si assiste infatti a numerose quotazioni in borsa, ovvero ad operazioni di IPO (*Initial Public Offerings*), inoltre lo sviluppo dell'*Information Technology* ha evidenziato una grande opportunità d'investimento. I comportamenti speculativi che trascinarono i titoli verso prezzi mai visti uniti alla mole di capitali raccolti e destinati al neonato settore informatico hanno portato negli anni 2000 allo scoppio della bolla delle dot-com, con un conseguente ridimensionamento e gravi perdite nel settore del *private equity* e del Venture Capital. In seguito alla crisi del 2007 e all'approvazione del Dodd-Frank Act, come molti comparti della finanza, anche il *private equity* ha subito un cambiamento in merito alla regolamentazione, infatti durante il periodo precedente alla crisi dei *subprime*, la grande disponibilità di risorse economiche aveva portato gli operatori ad attuare sempre di più schemi "aggressivi" di acquisizione<sup>4</sup>, che in seguito al fallimento di Lehman Brothers non è stato più possibile applicare. L'aumento dei tassi d'interesse e conseguentemente la perdita di fiducia da parte dei grandi istituti di credito aveva determinato l'azzeramento delle operazioni di *buy out*.

Oggi il mercato del *private equity* negli Stati Uniti si è sviluppato arrivando ad investire nel solo 2019 circa 300 miliardi di dollari in 5000 operazioni<sup>5</sup>, livelli che nessun altro al mondo riesce a raggiungere, con un taglio medio d'investimento che ammonta a circa 6 miliardi di dollari in una singola operazione<sup>6</sup>.

In generale gli Stati Uniti detengono una vera e propria leadership all'interno di questo contesto, difatti se si confrontano i numeri del mercato americano con quelli europei si nota

---

<sup>4</sup> G. Bracchi, *Il Private Equity: investire nello sviluppo delle imprese in momenti di recessione*, AIFI, 2009.

<sup>5</sup> Fonte: American Investment Council.

<sup>6</sup> Prequin, *2020 Prequin Global Private Equity & Venture Capital Report*.

una netta discrepanza. I dati riguardanti le principali economie europee, ovvero Germania, Italia, Francia e UK, nel 2019 evidenziano che i numeri del settore a stento si attestano sui 60 miliardi di euro, dimostrando pertanto come nel Vecchio Continente ancora questo mercato non abbia raggiunto la propria maturità, al contrario di quanto avviene nella finanza d'oltre Oceano.

Tra i differenti fattori che hanno contribuito a sottolineare questo divario, si ritrova *in primis* la capacità e la lungimiranza dei fondi di *private equity* statunitensi nel prevedere e comprendere le nuove tendenze di mercato. Infatti questi operatori hanno modificato i criteri di scelta d'investimento, abbandonando la considerazione dei soli fattori economici e finanziari, integrando di fatti anche i cosiddetti fattori ESG, approfondendo, secondo il *Global Sustainable Investment Alliance*, gli aspetti direttamente connessi con la sostenibilità ambientale, come l'impatto e la visibilità delle strategie d'investimento sostenibile<sup>7</sup>. Negli altri Paesi, in particolare in Europa si predilige ancora la tradizionale "selezione negativa", che comporta l'esclusione di settori ritenuti non etici dal processo di investimento. In ultima analisi bisogna poi considerare la proliferazione e lo sfruttamento delle nuove opportunità che caratterizzano il mercato USA, non solo nell'ambito informatico, ma anche nel settore *healthcare* con particolare riferimento al ruolo strategico delle biotecnologie, del *fintech* e della *Digital Innovation*, in cui gli Stati Uniti sono attualmente *leader* mondiali.

Il 2022, almeno per l'Italia, si conferma un anno altamente positivo, con 23,6 miliardi di euro investiti, un *record* per il mercato italiano<sup>8</sup>, questo viene definito infatti come "l'anno migliore di sempre". In particolare il 2021 si è attestato a 654 operazioni per un controvalore di 14,7 miliardi di euro investiti, nel 2022 si assiste ad una crescita del 61% di euro investiti rispetto all'anno precedente, per un totale di 848 operazioni. Andando nel dettaglio in Italia sono raddoppiati i *buyouts*, passando da 5,4 miliardi nel 2021 a 11 miliardi nel 2022 con 185 *deal*, mentre il *venture capital* raggiunge la cifra di 547 operazioni, il segmento dell'*early stage* è cresciuto sia in termini di operazioni +47% rispetto all'anno precedente, e sia in termini di capitale investito che raggiunge la cifra di 1,2 miliardi di euro. Con riferimento all'Italia, nel 2022 sono stati realizzati 7 *large deal*, ossia operazioni con un importo compreso tra i 150 e 300 milioni di euro e 17 *mega deal*, operazioni con

---

<sup>7</sup> Fonte: Global Sustainable Alliance Review 2018.

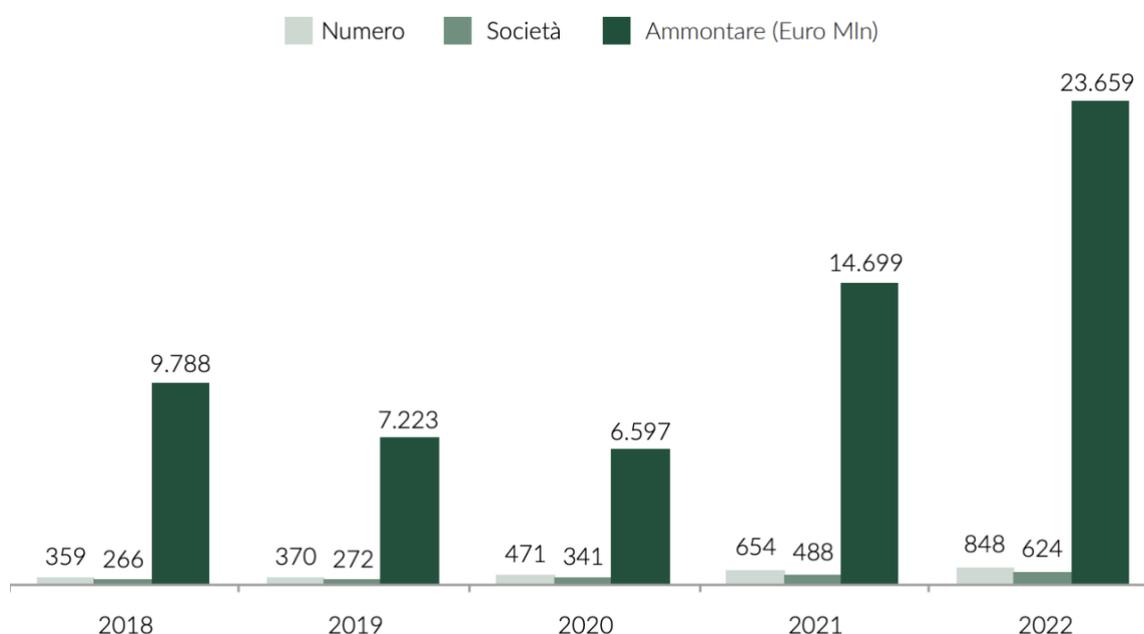
<sup>8</sup> M. D'Ascenzo, "*Private capital, 2022 miglior anno di sempre con 23,6 miliardi investiti*", Il Sole24Ore.

importi superiori a 300 milioni di euro, insieme rappresentano il 76% dell'ammontare complessivo investito, ovvero 17,9 miliardi di euro.

Tra le operazioni più importanti avvenute in Italia si ritrovano<sup>9</sup>:

- nel settore assicurativo: il *trade sale* del Groupe Covea su PartnerRe, per un totale di 8 miliardi di euro, verso Exor e l'acquisto da parte di Assicurazioni Generali di Cattolica Assicurazioni, per un totale di 134 milioni di euro, nonché del 70% di Axa Affin Life Insurance per un totale di 262 milioni di euro;
- nel settore delle macchine industriali: il *buy out* da parte di Ali Group verso l'americana Welbilt, per un valore di 3,4 miliardi di euro;
- nel settore dell'*healthcare*: l'acquisizione di Affidea da parte di Groupe Bruxelles Lambert per circa 1 miliardo di euro e l'acquisizione di Institut Mérieux, da parte di Exor per 833 milioni di euro;
- nel settore energetico: la cessione del 35% della NewCo, controllante al 62,5% della ERG, al fondo australiano SQ Renewables per l'ammontare di 1 miliardo di euro e l'acquisizione di DEPA Infrastructure S.A. da parte di Italgas – terzo operatore in Europa per la distribuzione del gas naturale – per un controvalore di oltre 700 milioni di euro.

#### *Evoluzione dell'attività di investimento in Italia*

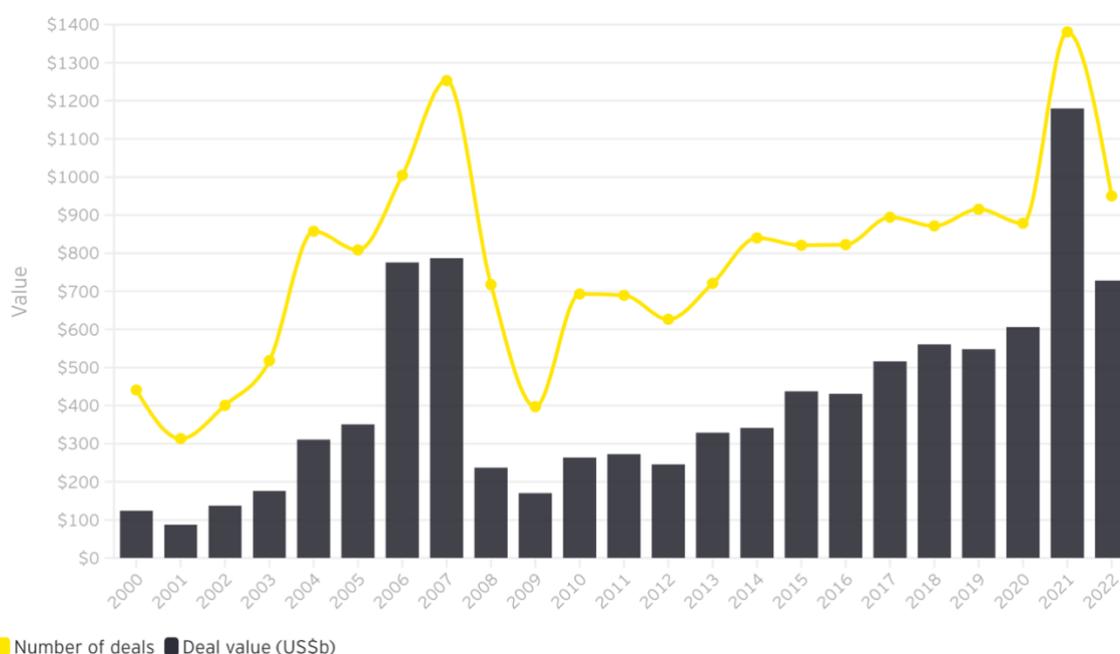


Fonte: Pwc e AIFI

<sup>9</sup> M. Ferretti, *Mercato dell'M&A in Italia nel 2022*, Rapporto KPMG, Milano 2022.

A livello globale, tuttavia, il 2022 è stato di certo un anno dinamico, caratterizzato da molte operazioni profittevoli, ma la crescente inflazione e le tensioni derivanti dalla guerra Russo-Ucraina, hanno rallentato la crescita a cui il settore ha assistito nel 2021, in effetti questo è stato un anno da *record* a livello globale, registrando *deals* per un totale di 1180 miliardi di dollari<sup>10</sup>. Il 2022, è stato il secondo anno più attivo per il settore del *private equity* dell'ultima decade, per un ammontare di *deals* dal valore di 729 miliardi di dollari, in particolare uno dei motivi per cui il settore è stato in grado di rimanere attivo è a causa dell'abbondanza di credito privato. I mercati di finanziamento tradizionali di *private equity* hanno registrato un marcato rallentamento nel 2022, poiché le banche hanno accumulato un'esposizione al *leveraged buyout* (LBO) che in seguito hanno avuto difficoltà a trasferire. In generale le prospettive per il 2023 sono fortemente influenzate dall'andamento macroeconomico ed in particolar modo dall'inflazione, che potrebbe di certo comportare una maggiore incertezza all'interno di questo mercato, di certo i numeri del 2021, segnalano una ripresa generale, tuttavia l'instabilità degli eventi presuppongono che l'ammontare investito nel 2021 si è trattato di una sorta di *outlier*, almeno fino a quando i segnali di ripresa economica saranno evidenti e si protrarranno nel tempo.

#### *Evoluzione dell'attività di investimento a livello globale*



Fonte: EY

<sup>10</sup> P. Witte, *Private Equity Pulse: Five takeaways from 4Q 2022*, 24 January 2023, EY.com

## 1.2 Finanziamento alternativo e problemi di sottocapitalizzazione

Un'operazione di *private equity* consiste nell'apporto di capitale di rischio da parte di fondi o investitori istituzionali verso imprese generalmente non quotate, con elevato potenziale di sviluppo economico, derivante dall'offerta di nuovi prodotti e servizi e dall'implementazione di nuove tecnologie particolarmente strategiche sul mercato. Questa tipologia di investimento presenta un arco temporale ben definito che solitamente va a concretizzarsi in un'ottica di medio-lungo periodo. Il *private equity* non può definirsi un investimento passivo, al contrario, il valore di questa operazione, non si esplica soltanto nell'apporto di liquidità, ma si caratterizza soprattutto per il *know how* e la professionalità forniti dagli investitori in tutte le attività perseguite dalle società *target*, realizzando quindi investimento attivo. Il socio istituzionale presenta un'esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali; pertanto, questa conoscenza è messa a disposizione della società *target*. Le azioni messe in atto, derivanti dalla conoscenza degli operatori istituzionali, implicano sostanzialmente un miglioramento della reputazione e al tempo stesso del merito creditizio, che la società presenta nei confronti delle banche e dei possibili investitori *retail*. L'assistenza degli operatori di *private equity*, si concretizza quindi mediante: capitale paziente, esperienza, assistenza attiva, miglioramento della trasparenza e della governance, ed infine implementazione delle politiche ESG. Non a caso, le evidenze empiriche dimostrano come le società partecipate da fondi istituzionali, presentino performance migliori rispetto alle altre realtà imprenditoriali; dunque, risulta evidente come il *private equity* ed il *venture capital*, siano un valido strumento politico per il sostegno dell'economia, contribuendo notevolmente allo sviluppo del sistema industriale, andando a selezionare le imprese maggiormente profittevoli.

È interessante notare come i termini *private equity* e *venture capital*, presentano un'accezione differente a seconda del mercato di riferimento. Negli Stati Uniti, ad esempio, queste due terminologie sono nettamente distinte, con la prima si fa riferimento a tutte quelle tipologie di investimento che vanno a focalizzarsi su imprese mature, già operanti all'interno del settore di riferimento, mentre il *Venture Capital*, comprende tutte quelle operazioni rivolte verso imprese durante le prime fasi di vita o in un successivo momento di sviluppo.

La distinzione in due categorie non è soltanto riferita allo stadio del ciclo di vita delle imprese, ma riguarda anche le modalità di selezione delle stesse, le procedure seguite per la creazione di valore ed infine le modalità di dismissione. Negli Stati Uniti vi sono infatti

due associazioni di categoria di riferimento, per il *venture capital* vi è la NVCA (*National Venture Capital Association*), mentre per il *private equity*, l'*American Investment Council*. Tale distinzione è meno marcata nell'ambito europeo<sup>11</sup>, dove il *venture capital* viene considerato come una tipologia di investimento specifico che rientra nella categoria più generale del *private equity*. In effetti in Europa, si considera il *venture capital* come un'operazione finalizzata all'investimento in *start up*, *seed* o *micro-seed*, mentre, il *private equity*, altresì focalizzato su piccole, medie e grandi imprese già operanti nel settore, si pone l'obiettivo di renderle più grandi, forti e redditizie, in un'ottica temporale di lungo periodo.

Si può dunque notare come, queste tipologie di operazioni, risultino molto rilevanti poiché rappresentano una vera e propria alternativa alla situazione attuale cui sono sottoposte le imprese, in particolare nell'ambito europeo ed italiano dove, il mercato finanziario, è molto più contenuto rispetto agli Stati Uniti. Le imprese, pertanto, al fine di reperire le risorse economiche necessarie per lo sviluppo o la ristrutturazione dell'attività, sono obbligate quasi unicamente a rivolgersi agli intermediari finanziari, ad esempio le banche.

Il prestito bancario, al contrario, dalle operazioni sopra descritte, non si caratterizza come un investimento attivo, bensì passivo. Gli intermediari finanziari, infatti, non mettono a disposizione il proprio *know how* per supportare l'investimento effettuato, ma nel caso di insolvenza, possono adottare altre tipologie di azioni cautelari nei confronti della società o dell'imprenditore. Il prestito bancario è inoltre più costoso in termini monetari, a causa degli interessi che dovranno essere pagati sul debito, anche se in Italia, la normativa fiscale prevede particolari vantaggi per quanto concerne il ricorso all'indebitamento. Gli interessi sul debito, infatti, possono essere dedotti delle imposte, il che si traduce in una grande opportunità di risparmio, che tuttavia se sfruttato troppo, si ripercuote sulla stabilità dell'impresa stessa, causando inevitabilmente un incremento del rapporto d'indebitamento "*debt equity ratio*", definito come  $\frac{\text{totale passività}}{\text{equity}}$ .

Un'altra problematica inerente al prestito bancario sono le garanzie, infatti le imprese di nuova costituzione come le startup o le imprese mature in situazioni di difficoltà, non presentano elevate garanzie, come ipoteche e fidejussioni, pertanto, gli intermediari saranno poco inclini a concedere un prestito, poiché tali soggetti non presentano un'elevata solvibilità.

---

<sup>11</sup> T. Tykiová, "Venture Capital and Private Equity Financing: an overview of recent literature and an agenda for future research", *Journal of Business Economics*, vol.88,2018, pp.325-362.

Da questa situazione emergono diversi problemi, tutti estremamente rilevanti per l'andamento dell'economia, che incidono difatti sulla competitività del Paese. In primo luogo, si segnala il mancato sfruttamento delle opportunità o di progetti d'investimento che, nel lungo periodo, potrebbero rivelarsi positivi creando ricchezza e sviluppo sia in ambito economico che sociale, ma che generalmente le istituzioni finanziarie ignorano, poiché le imprese di riferimento non presentano elevate garanzie, affinché i prestatori possano cautelarsi da eventuali perdite.

Un altro problema derivante dall'utilizzo del solo debito è la sottocapitalizzazione delle imprese, fenomeno che si riscontra in maniera molto evidente con le PMI in Italia, connesso ad altri fattori, tra cui, la mancanza di educazione finanziaria. In effetti nel nostro Paese gli imprenditori si sono sempre contraddistinti per le elevate competenze di tipo tecnico-ingegneristico, piuttosto che nell'ambito finanziario, come dimostrato dalle indagini OCSE, che evidenziano come l'Italia si collochi al penultimo posto tra i Paesi UE nell'ambito dell'educazione finanziaria. Questi dati non sono affatto incoraggianti, poiché la finanza svolge un ruolo primario, in particolar modo nell'ambito delle decisioni imprenditoriali. La funzione finanziaria è strettamente connessa a tutte le decisioni inerenti alle fonti di finanziamento necessarie per portare avanti l'attività d'impresa, così come la pianificazione finanziaria e non meno importanti, le scelte di investimento e disinvestimento. Ad oggi si stima che il 92% delle imprese in Italia è classificato come PMI<sup>12</sup>, dunque non si può di certo assegnare alla finanza un ruolo marginale, poiché questo è un ambito fondamentale per garantire la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo. La scarsa educazione finanziaria, unita all'alta avversione al rischio che caratterizza gli imprenditori italiani, fa sì che questi ricorrano più a capitali di terzi piuttosto che ai propri, considerando poi che la normativa nel corso del tempo non ha mai scoraggiato questo comportamento, agevolandolo anzi, mediate politiche fiscali accomodanti. Tutti questi fattori comportano quindi una serie di problemi differenti verso cui le imprese sono esposte nel lungo periodo. Le imprese sottocapitalizzate, sono maggiormente esposte alle fasi negative del ciclo economico, in altre parole, queste risentono molto di più delle fasi critiche del mercato, rispetto agli altri attori che operano nel medesimo settore. Un elevato livello d'indebitamento va inevitabilmente ad aumentare il rischio specifico di una determinata realtà economica, il che nell'ambito finanziario si traduce come maggiori oneri richiesti su

---

<sup>12</sup> <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>

un prestito<sup>13</sup>, ovvero interessi più elevati al fine di coprire il rischio di insolvenza. Questi interessi incidono poi sui ricavi e quindi sugli utili dell'impresa, che in seguito non potrà richiedere lo stesso ammontare di risorse sul mercato, poiché le entrate non permettono di ripagare altri prestiti. L'impresa, quindi si ritroverà in un certo senso immobilizzata nell'ambito operativo, poiché non potrà in alcun modo innovare o investire in altri campi. Tutto ciò va quindi a determinare un abbassamento della fiducia che il mercato ha nei confronti dell'impresa, nel caso in cui si tratti di una società quotata, il prezzo delle azioni inevitabilmente diminuirà, mentre nell'ambito delle PMI, si avranno effetti sulla solvibilità, condizionando pertanto l'accesso al credito. Nella peggiore delle ipotesi nessuno sarà disposto a concedere fondi in prestito, aggravando il rischio di insolvenza nei confronti degli altri finanziatori e il dissesto dell'impresa. Data la situazione di grande difficoltà, si possono poi prospettare due scenari: il primo, vede l'impresa fare ricorso alla procedure concorsuali e conseguentemente essere posta in liquidazione al fine di estinguere i propri debiti, il secondo, nel caso in cui l'impresa dimostri grande opportunità di rilancio e capacità di generare ricchezza, verrà acquisita da un operatore esterno con maggiore liquidità, andandola a privare della propria autonomia<sup>14</sup>.

All'interno di questo possibile scenario, si ritrovano tutte le PMI italiane, queste sono infatti esposte a tutti questi rischi, in particolare quello di essere acquisiti da un operatore magari estero. Quest'ultimo infatti intuendo il valore del *know how*, ma al tempo stesso anche il mercato potenziale, così come i brevetti, andrà ad acquisirla, mettendo a disposizione capitali che l'impresa non possedeva, poiché strutturalmente troppo piccola per aggredire l'intero mercato, una mancanza imputabile a risorse di fatto contingentate e alla scarsa propensione all'apertura e al rischio.

### **1.3 Principali tipologie di investimento**

In merito alle differenti tipologie di investimento, si è soliti prendere in considerazione una classificazione strettamente definita in base alle fasi del ciclo di vita che caratterizzano l'impresa.

La logica sottostante a questa segmentazione si riferisce al fatto che a fasi diverse del ciclo di vita, corrispondono esigenze, e dunque interventi differenti da parte degli investitori<sup>15</sup>,

---

<sup>13</sup>R. Oriani, R. Santella, *Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese Italiane tra credit crunch e nuovi scenari*, Quaderni di ricerca sull'artigianato, 2014.

<sup>14</sup> F. Cesarini, *Sistema Creditizio e Finanziamento delle Imprese: Profili Tecnico-Istituzionali*” Rivista Internazionale di Scienze Sociali, 1978.

<sup>15</sup> S.E. Pratt, *How to Rise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York 1980.

che possono concretizzarsi maggiormente o sull'apporto di capitali, oppure sul trasferimento del *know how*.

Esistono quindi tre principali tipologie di interventi<sup>16</sup>:

- *Finanziamento dell'avvio.*
- *Finanziamento dello sviluppo.*
- *Finanziamento del cambiamento.*

Le prime due tipologie di finanziamento sono proprie del Venture Capital, in altre parole, si tratta di investimenti focalizzati nelle prime fasi di vita dell'impresa, oppure in un momento immediatamente successivo in cui le organizzazioni hanno necessità di svilupparsi, e ciò avviene mediante l'apporto di capitali.

L'ultima tipologia di investimento si riferisce all'attività di *Buy Out*, ovvero operazioni finalizzate all'acquisto di quote societarie o di pacchetti azionari, volti a garantire la maggioranza all'interno della compagine societaria<sup>17</sup>.

Più nel dettaglio, con il finanziamento all'avvio, ci si riferisce all'*early stage*, una categoria di investimento al cui interno si ritrovano operazioni come il *seed financing* – ovvero il finanziamento dell'idea imprenditoriale proposta ai *venture capitalists* – e *start up financing*, che invece riguarda il finanziamento per l'avvio di una realtà d'impresa altamente innovativa. Accanto si hanno le operazioni di *later stage*, focalizzate sul consolidamento e sviluppo dell'impresa; generalmente queste operazioni fanno riferimento ad organizzazioni, già operative sul mercato, che hanno attraversato in precedenza la fase di *early stage* con un *venture capitalist*.

Passando poi al finanziamento di sviluppo, questo fa riferimento ad operazioni di investimento, finalizzate a supportare l'espansione e la crescita di società relativamente mature, tramite operazioni minoranza consistenti in un apporto di capitali, in tal caso si parla di *growth capital*.

Nell'ultima categoria di finanziamento del cambiamento, si inquadrano le operazioni di *replecement capital*, con le quali si fa riferimento all'acquisto di pacchetti azionari, con lo scopo di liquidare parte dell'azionariato non più interessato al perseguimento dell'obiettivo sociale. Tra le altre operazioni finalizzate al cambiamento dell'assetto proprietario, si ritrova la categoria dei *buy out*, che normalmente prevede l'utilizzo della leva finanziaria

---

<sup>16</sup> K.T. Liaw, *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview*, John Wiley & Sons, 2011; inoltre A. Dessy, J. Vender, *Capitale di rischio e sviluppo d'impresa*, Egea, Milano 1996.

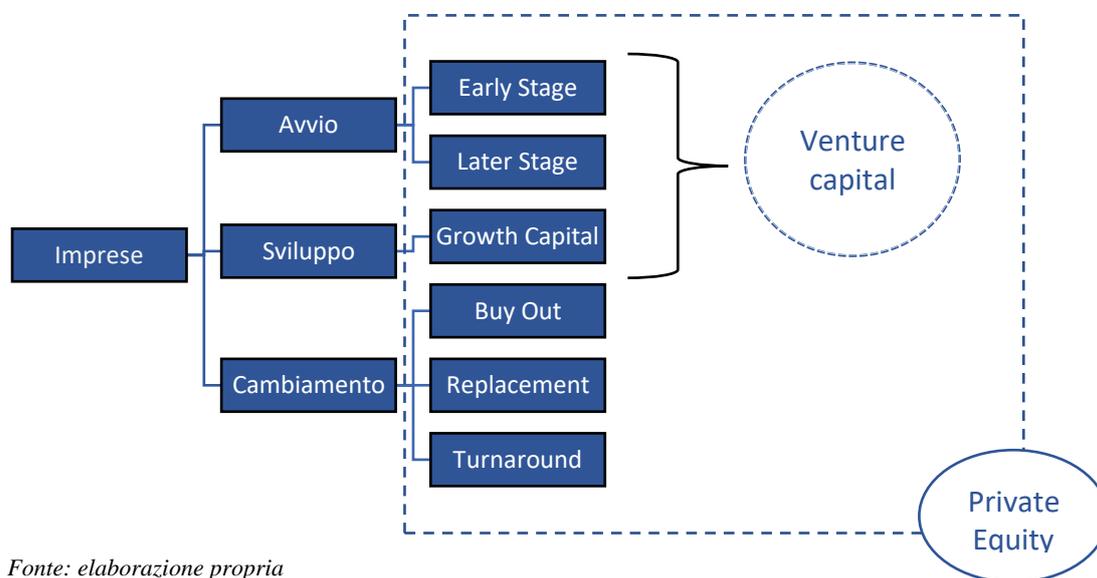
<sup>17</sup> A. Gervasoni, *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano 2002.

*leveraged buy out*, per acquisire una quota di maggioranza o tipicamente totalitaria. All'interno della suddetta categoria rientrano le operazioni di *management buy out*, orientate al cambiamento della proprietà societaria in favore di *manager* interni, oppure *management buy in*, in favore di *manager* esterni. Nel finanziamento di cambiamento vi è poi il *turnaround*, operazioni che hanno come obiettivo quello di ristabilire la profittabilità di organizzazioni societarie in difficoltà finanziaria; pertanto, con questo termine si fa riferimento a tutte le operazioni di ristrutturazione di impresa.

Queste operazioni, tuttavia, non sono le uniche presenti oggi sul mercato, in effetti la disciplina del *private equity*, si è sviluppata ulteriormente, andando di fatti a ricomprendere non sono le operazioni inerenti al capitale di rischio, ma anche quelle relative al *private debt*, più conformi alle esigenze degli operatori più piccoli.

Così facendo quindi, queste nuove operazioni, così come le nuove categorie di operatori che si sono interfacciate con il mercato, hanno portato alla nascita del cosiddetto *private capital*.

*Le operazioni sopra descritte possono essere così schematizzate:*



Fonte: elaborazione propria

## 1.4 Struttura giuridica del fondo d'investimento

Uno dei temi fondamentali, che si pone in evidenza nel momento in cui un investitore affida i propri risparmi ad un fondo d'investimento, è quello della *compliance*, in altre parole, il rispetto delle regole codificate dal legislatore e degli *standard* etici nel rapporto vigente tra gestore ed investitore, incentrato sulla trasparenza. Questi soggetti devono necessariamente avere un rapporto professionale basato sulla reciproca fiducia, a livello generale infatti, il mercato del *private equity* si caratterizza per un elevato tasso di “fidelizzazione”.

Questo significa che il fondo d'investimento, deve svolgere tutte le attività con un alto coinvolgimento, il *commitment* insieme ad una *due diligence* efficiente, porta nel tempo ad ottenere risultati al di sopra delle aspettative di mercato. Gli investitori quindi, osservando un *track record* positivo nel tempo, tenderanno a confermare i loro investimenti, consentendo al fondo di poter gestire molte più risorse<sup>18</sup>.

Prima di passare alla gestione, mediante l'investimento in attività operative, delle risorse economiche messe a disposizione dagli investitori, si possono evidenziare due particolari fasi: la costituzione del fondo d'investimento e in seguito la raccolta di capitali, quest'ultima definita anche “*fundraising*”.

Per quanto riguarda la costituzione del fondo, gli investitori, oltre ad essere concentrati sulle strategie di investimento e sulla professionalità del team di gestione, sono focalizzati sulla *governance* e sui relativi costi del fondo<sup>19</sup>. Dunque, si necessita di una struttura giuridica appropriata, al fine di ottemperare alle differenti esigenze che contrappongono gli interessi dei gestori a quelli degli investitori.

Tra i differenti elementi che influenzano la scelta della struttura giuridica, si evidenziano:

- Obblighi di trasparenza e controllo nei rapporti tra gestori, investitori e authority.
- Massimizzazione dei benefici economici e riduzione dei costi.
- Ottimizzazione dell'efficienza fiscale, evitando il problema della doppia tassazione sui proventi realizzati dal fondo. Questo elemento in particolare può essere decisivo al fine di garantire l'afflusso di capitali anche da parte di investitori esteri.

Tenendo in considerazione questi elementi, bisogna raggiungere un equilibrio tra la tutela degli interessi degli investitori, la solidità patrimoniale del fondo e la flessibilità decisionale

---

<sup>18</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge (MA).

<sup>19</sup> AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, Commissione Rapporti con gli investitori Istituzionali, 2012.

e di governance<sup>20</sup>, è quindi essenziale che l'operatività dei gestori non venga compromessa dagli eccessivi obblighi regolamentari. A tal proposito, una struttura sottoposta agli obblighi di vigilanza è caratterizzata da una maggiore rigidità, legata al fatto che si necessita *in primis* di un'autorizzazione proprio per svolgere le attività previste, e successivamente si fa riferimento ai requisiti organizzativi in merito al *reporting* nonché di *compliance*. D'altra parte, la scelta della struttura vigilata comporta anche dei vantaggi, che possono esplicarsi in modi differenti.

Innanzitutto, questa scelta presenta un alto contenuto informativo, in quanto, gli investitori saranno persuasi a fidarsi maggiormente di un fondo che rientra nei canoni dell'istruttoria legata al processo autorizzativo, in altre parole, l'*authority* garantisce l'affidabilità dell'operatore, il quale è meritevole di essere preso in considerazione dal mercato, per poter investire i propri risparmi. Un ulteriore vantaggio è quello di poter accedere agli incentivi fiscali e alle agevolazioni previste dalla norma, poiché la struttura in tal caso, prevede degli obblighi di tipo informativo e di trasparenza verso le autorità di vigilanza.

Nel caso in cui il gestore volesse costituire più di un fondo, attraverso questa struttura, non si necessiterebbe di un'ulteriore istruttoria, al contrario, nel caso della costituzione di fondi differenti dai FIA<sup>21</sup> chiusi, il processo verrebbe semplificato, poiché classificato come un'estensione dell'attività esistente.

Il modello societario internazionalmente più usato per strutturare i fondi di *private equity*, è quello della *Limited Partnership*<sup>22</sup>, assimilabile alla Società in Accomandita Per Azioni (SAPA), disciplinata dal Codice Civile italiano.

Questa tipologia di società è caratterizzata da una struttura snella, capace di prevedere e rispondere in modo veloce alle dinamiche che possono presentarsi sul mercato o agli eventi totalmente imprevedibili e, al tempo stesso, permette di conciliare diversi aspetti in modo efficace, come gli interessi dei gestori e degli investitori.

La *Limited Partnership*, si basa su un contratto, chiamato *Limited Partnership Agreement*, con il quale, due categorie di soggetti, *General Partners* (GP) e *Limited Partners* (LP), si impegnano a costituire una società. Queste due categorie, presentano ruoli differenti, i *limited partners*, si caratterizzano per la responsabilità limitata solo al capitale sottoscritto

---

<sup>20</sup> A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020, sesta edizione.

<sup>21</sup> Secondo gli *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, doc. ESMA/2013/611 del 13 agosto, i FIA ai sensi dell'art.4, sono definiti come degli organismi di investimento collettivo, operanti nella: "raccolta di capitale", "pluralità di investitori" e "politica d'investimento predeterminata" in conformità con gli interessi degli investitori.

<sup>22</sup> Cfr. BVCA, *Limited Partnership Agreement Explanatory Notes*, London 2002.

nel momento del conferimento, questo apporto, può avvenire più volte nel corso del tempo, a seconda delle esigenze di liquidità e sempre su richiesta dei *general partner*.

La seconda tipologia di soci, i *general partners*, sottoscrivono una partecipazione nella *limited partnership*, agli stessi in aggiunta spettano poteri gestori, per questa ragione, proprio come previsto nelle SAPA, anche questa tipologia di soci si caratterizza per essere illimitatamente responsabile verso le obbligazioni in capo alla società, rispondendo, in caso di inadempimento, con il patrimonio personale.

Rimangono in capo al *limited partner* alcune prerogative di straordinaria amministrazione come: la delibera a rimuovere il *general partner*, a liquidare la società oppure a vietare la realizzazione di operazioni in conflitto d'interesse<sup>23</sup>.

La *Limited partnership* si differenzia rispetto ad altre forme contrattuali, un esempio è lo schema gestore-fondo, il quale prevede che una società veicolo, amministri un patrimonio totalmente separato dalla stessa, la proprietà del suddetto patrimonio, infatti, resta in capo ad un fondo distinto, nel caso della *Limited partnership*, il patrimonio, così come l'ente gestore fanno parte della medesima società.

Analizzando l'attività del *general partner*, di norma questo risulta un soggetto passivo, il quale si affida a una o più società di *advisory (investment advisor)*, conferendo loro un mandato più o meno ampio, per effettuare la vera e propria attività d'investimento, gli *advisor*, tra l'altro non si limitano soltanto a selezionare le imprese, ma le seguono dal punto di vista operativo, analizzando le possibili strategie di *exit* nella fase di dismissione.

La *Limited partnership*, è la struttura più usata poiché rappresenta la sintesi di una aspetti fondamentali, ovvero la flessibilità del processo decisionale e i requisiti previsti dalla normativa ERISA, a cui i fondi pensione, ovvero la principale classe d'investitori nel *private equity*, devono rispettare<sup>24</sup>.

La giurisdizione in cui *Limited partnership* si va a collocare, è generalmente flessibile, pertanto gli operatori optavano per una focalizzazione sul mercato anglosassone, tuttavia con il post-Brexit, si prediligono altri contesti come quello lussemburghese, data la similarità delle strutture giuridiche di questi Paesi, con riferimento alla *Special Limited partnership (SLP)* rispetto alla *Limited partnership* in UK.

---

<sup>23</sup> A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

<sup>24</sup> G. Faser-Sampson, *Private Equity as an Asset Class*, Wiley, London 2010.



Fonte: elaborazione propria

Focalizzandosi sul contesto normativo italiano, la scelta in merito alla struttura da adottare, si articola in più alternative, che possono essere così riassunte:

- Società di Gestione del Risparmio (SGR), dove la normativa prevede, come nella fattispecie gestore-fondo, che la società di gestione sia separata dal fondo come patrimonio autonomo.
- Società d'investimento a capitale fisso (SICAF), ovvero un fondo d'investimento alternativo che va a gestire e realizzare schemi d'investimento.
- Società semplice d'investimento (SIS), questa ricalca molto il modello della SICAF, tuttavia rispetto a questa, la legge fissa dei limiti patrimoniali, dovuti ad una minore *compliance*, con l'intento di focalizzarsi maggiormente sugli investimenti.

Generalmente, le società veicolo d'investimento sono classificate come FIA chiusi, la cui partecipazione è riservata soltanto agli investitori istituzionali, queste strutture rispetto ai FIA retail, infatti, presentano numerosi vantaggi in termini di flessibilità operativa e deroghe a norme prudenziali in merito al contenimento del rischio.

In Italia, il modello giuridico più usato è la SGR, queste secondo le stime della Banca d'Italia nel 2022 si attestano a 175, mentre le SICAF solo a 55.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Fonte: Relazione Banca d'Italia 2022.

La SGR è in effetti il modello sul quale gli operatori presentano una maggiore esperienza e per il quale sono previsti meccanismi per il superamento dell'asimmetria informativa che intercorre tra gestore e investitore. Questo è inoltre il modello più flessibile, poiché qualora il promotore volesse lanciare un ulteriore fondo, non si necessita di alcuna attività istruttoria, con riferimento alla SICAF, questa pratica non è possibile, poiché la società risulta soggetta ad un regime di vigilanza più intenso, a causa della mancata separazione tra gestore e fondo. La SIS, ovvero una particolare tipologia di SICAF, consente di svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio, convogliando le risorse raccolte in PMI non quotate, con l'obiettivo di aumentare la crescita e la competitività tramite il venture capital. A questa tipologia di veicolo si applicano le semplificazioni dei "gestori sottosoglia", ossia gestori con un patrimonio al di sotto dei 500 milioni di euro, che fanno sì che la società non necessiti di una funzione di controllo interna, non sia gravata da un numero cospicuo di adempimenti verso le *authority*, ed infine che la stessa possa operare attraverso la stipula di un'assicurazione sulla responsabilità professionale, tenuto conto del rischio in merito alle attività svolte<sup>26</sup>.

## 1.5 Metodologie di funzionamento e fasi del processo d'investimento

Un'operazione di *private equity*, si articola in modo differente a seconda delle finalità degli operatori e al tempo stesso delle caratteristiche proprie dell'impresa *target*. In tutte le fattispecie d'investimento, è tuttavia possibile individuare delle fasi comuni, queste sono generalmente: raccolta, investimento, gestione o creazione del valore e disinvestimento.

Il fase di raccolta anche definita come *fundraising*, si contraddistingue per essere una delle più delicate del processo, infatti, il fondo per poter operare e quindi strutturare un'operazione di investimento, necessita di capitali. Le risorse in questione pervengono generalmente da investitori istituzionali come: fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani e banche, i quali sottoscrivono le quote dei fondi d'investimento, laddove esprimano un interesse concreto, a prendere parte alle operazioni di *private equity*.

In seguito alla conclusione della raccolta, vi è la fase d'investimento, nella quale in fondo ricerca le imprese *target*, potenzialmente oggetto d'investimento. Gli operatori conducono delle analisi preliminari, i cui parametri di valutazione saranno differenti a seconda della

---

<sup>26</sup> AA.VV., *Le SIS in pillole*, AIFI novembre 2021.

tipologia d'investimento che il fondo intende realizzare, tra questi vi è l'importo da investire e al tempo stesso il *know how*.

Terminata l'analisi si procede con l'accordo di riservatezza e l'acquisizione dei *business plans*, per garantire una valutazione più oggettiva e completa dell'operazione, si procede dunque con la sottoscrizione della lettera d'intenti e con la *due diligence*. Nel caso in cui queste analisi presentano un riscontro positivo, si realizza il *business plan* e l'impresa finalizzerà il tutto sottoscrivendo la quota da investire nella società, diventando ufficialmente azionista.

L'operazione termina con la fase di dismissione, ovvero, una volta sviluppate ed esplicitate le potenzialità dell'impresa tramite l'aumento del suo valore, si cerca di ottenere un elevato *capital gain*, vendendo le partecipazioni o le azioni delle società, realizzando un'IPO "*Initial Public Offer*", con riferimento ad imprese non quotate, oppure vendere le proprie quote ad un altro operatore di *private equity*, o in alternativa realizzare un *trade sale*, ovvero la vendita ad un soggetto industriale che tipicamente opera nel medesimo settore.

## **1.6 L'attività di "Fundraising"**

Il processo di raccolta o *fundraising* è una delle attività più importanti e delicate nelle operazioni di *private equity*, questa fase consiste nel ricercare ed esporre ai potenziali investitori le caratteristiche del fondo, quali: durata, dimensione, obiettivo e retribuzione del management, al fine di reperire capitali da investire sul mercato. Il *fundraising* si caratterizza per essere una delle fasi più lunghe dell'intero ciclo di vita del *private equity*, le tempistiche vanno infatti dai 18 ai 24 mesi; tuttavia, la normativa prevede una proroga di ulteriori 12 mesi nel caso in cui il gestore non abbia concluso la raccolta<sup>27</sup>. A livello generale gli operatori devono dimostrare di avere degli obiettivi chiari e definiti nel medio-lungo periodo, nella maggior parte dei casi, infatti, gli investitori istituzionali sono sottoposti ad obblighi di legge, che limitano l'allocazione del patrimonio in operazioni compromettenti la tutela dei risparmiatori<sup>28</sup>. Gli operatori quindi, oltre a definire la strategia, devono convincere il mercato che gli obiettivi proposti, non saranno disattesi nel corso del tempo, gli investitori tendono a preferire dei team che non modificano la strategia di gestione e che realizzino operazioni coerenti con le risorse del fondo, le conoscenze e le capacità del gruppo.

---

<sup>27</sup> DM 5 marzo 2015, n. 30, art 10 comma 4.

<sup>28</sup> Employee Retirement Income Security Act of 1974.

L'attività di *fundraising* può essere suddivisa nel seguente modo<sup>29</sup>:

- Identificazione del mercato *target* e pre-marketing.
- Preparazione e distribuzione del materiale di marketing<sup>30</sup>.
- Incontri con investitori e *due diligence*.
- Negoziazioni contrattuali.
- Chiusura della raccolta.

Durante la fase di identificazione, gli operatori, per reperire i capitali di cui necessitano, possono decidere di focalizzarsi sul mercato domestico, oppure sull'estero, questa scelta dipende esclusivamente dal *track record*, poiché gli investitori internazionali escludono a prescindere un *first time fund*, ossia un fondo lanciato per la prima volta da un gestore. La ricerca deve focalizzarsi *in primis* all'interno del Paese in cui opera il gestore, poiché gli investitori potranno reperire maggiori informazioni in merito alla validità del team e del progetto. I gestori che senza un motivo preciso, ricerchino capitali all'estero piuttosto che nel proprio Paese, non vengono visti positivamente, questa scelta presenta un alto contenuto informativo, che si traduce in un messaggio di inaffidabilità all'estero, d'altronde si presuppone che gli investitori domestici abbiano più informazioni sui gestori e alla luce di questo ragionamento si tende a imitare il presunto comportamento del mercato domestico. Nel caso in cui la dimensioni del fondo risulti relativamente molto grande, le quote possono essere allocate mediante il supporto di un *placement agent*, ovvero una società esterna specializzata nell'agevolare il processo di raccolta per i fondi d'investimento. La scelta di affidarsi o meno a questo operatore esterno dipende *in primis* dall'ammontare di capitale da destinare al fondo e successivamente dalle relazioni che i promotori presentano con i soggetti esterni, in altre parole con le conoscenze che questi presentano con gli investitori esteri. Il *placement agent* è capace quindi di raggiungere una moltitudine di investitori collocati in aree geograficamente differenti, il suo operato però si esplica non solo nell'allocazione delle quote e quindi nel conseguente reperimento delle risorse, ma al tempo stesso offre dei servizi di consulenza e di marketing, utili nella definizione della strategia, della documentazione legale ed infine nelle attività di *due diligence* e roadshow.

Nell'identificazione della clientela *target* gli operatori si concentrano in primo luogo sugli investitori strategicamente più importanti, come i leader di settore, che possono in tal modo

---

<sup>29</sup>A. Bechi il "processo di raccolta", in A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Manuale di Private Equity*, Guerini e Associati, Milano 2015.

<sup>30</sup> [www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu).

promuovere un'immagine positiva in merito all'operazione, in modo da originare un circolo virtuoso e coinvolgere altri investitori di dimensioni maggiori.

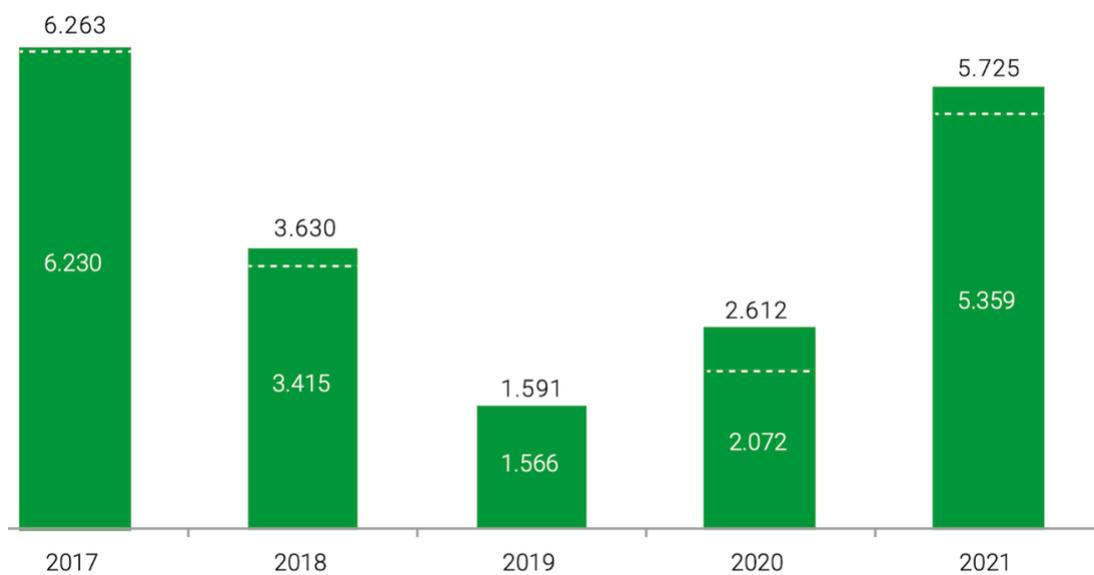
Segue poi l'attività di pre-marketing, che consiste in una prima opportunità di confronto con gli investitori, così da poter valutare le manifestazioni di interesse ed eventuali suggerimenti e proposte di modifica all'iniziativa. Parallelamente, viene definita la preparazione del materiale di marketing, ovvero l'*offering memorandum* o *placement memorandum*, un documento prodromico alla fase di due diligence, all'interno del quale sono contenute le informazioni più dettagliate dell'operazione, in modo da consentire agli investitori di valutare al meglio l'operazione proposta. La realizzazione di un *offering memorandum* è il primo passo per conquistare la fiducia degli investitori, questo documento è una sorta di *business plan*, all'interno del quale viene esplicitata la *mission* della società, la strategia d'investimento, i termini e le condizioni del fondo, il contesto generale in cui si colloca l'iniziativa e cosa più rilevante il *track record*.

In seguito vi è la fase di incontro con gli investitori, i quali valutano se proseguire con l'analisi dell'opportunità di investimento, fino alla *due diligence*. In questa fase quindi i *managers* andranno a rispondere in modo più esaustivo e convincente possibili alle domande specifiche degli investitori, i quali in fase di *due diligence*, andando a prendere in considerazione di *track record* dell'operatore, valutano in particolare il *fair market value* e i *drivers* della creazione di valore delle esperienze precedenti. Al termine di questa fase di verifica si procede alla negoziazione delle condizioni contrattuali, gli investitori infatti, una volta terminata la fase di *due diligence*, possono manifestare il proprio interessamento a prendere parte all'operazione, a patto di verificare ulteriori condizioni, in particolare alcuni aspetti giuridici formali. Si procede quindi a perfezionare la documentazione legale, necessaria per la firma del contratto che rappresenta la conclusione, ovvero il *closing* del processo di *fundraising*. Il processo di per sé non si caratterizza solo per una singola fase di *closing*, poiché gli investitori vengono contattati gradualmente, seguendo un approccio progressivo nei confronti del mercato, in seguito al primo *closing* che consente di raggiungere la soglia minima specificata nella documentazione, il fondo può iniziare la propria attività, ma al tempo stesso raccogliere più risorse fino a raggiungere l'*hard cap*, ovvero la dimensione massima consentita al fondo.

*Evoluzione dei capitali raccolti in Italia (Euro Mln)*<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup>Nota: sotto la linea bianca la raccolta sul mercato.



Fonte: Pwc e AIFI

## Capitolo Secondo

### Metodologie di valutazione utilizzate nelle operazioni di private equity

Il presente capitolo intende procedere con l'analisi in precedenza avviata attraverso la descrizione del processo d'investimento, concentrandosi dapprima sulle fasi generali, nonché sulle metodologie di creazione di valore.

A tal proposito nel prosieguo verranno delineati i criteri mediante i quali i fondi gestiscono le imprese, prefiggendosi l'obiettivo di massimizzarne il valore in sede di mercato. Nella seconda parte si procederà con la descrizione delle metodologie di valutazione, implementate dagli operatori istituzionali nella prassi comune per definire la fattibilità dell'investimento.

### 2.1 Processo d'investimento

Il processo d'investimento è caratterizzato da fasi differenti a seconda della tipologia di operazione presa in considerazione. In generale le diverse fasi dipendono dalle finalità che l'investitore di *private equity* si è prefissato nel momento della costituzione del fondo. Tuttavia è possibile delineare delle fasi comuni a tutte le operazioni<sup>32</sup>:

1. *Screening* del mercato ed individuazione dell'impresa *target*.
2. Processo di negoziazione: redazione del *term sheet*.
3. *Due diligence* e valutazione dell'impresa e dell'operazione.
4. Gestione e valorizzazione dell'investimento (v.d §2.2)
5. Disinvestimento e procedura di *exit*

Con riferimento alla prima fase, il processo di individuazione delle opportunità d'investimento (o *deal flow*), rappresenta ancora oggi uno dei problemi più rilevanti per gli investitori, poiché nei mercati più sviluppati come negli USA e nel Regno Unito, gli imprenditori si rivolgono in modo diretto ai fondi istituzionali<sup>33</sup>. In Paesi come l'Italia invece, la scarsa conoscenza di questi strumenti porta gli operatori o ad intercettare le

---

<sup>32</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston 2001.

<sup>33</sup> M. Van Osnabrugge, R.J. Robinson, *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies - The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*, John Wiley & Sons, Hoboken (NJ) 2000.

società *target* in modo diretto, oppure a raccogliere informazioni presso banche, professionisti o associazioni industriali, creando un network basato essenzialmente su relazioni informali. Questa fase è molto rivelante, in particolare a causa del rigido processo di selezione delle imprese, che rende la generazione di un'opportunità d'investimento molto difficile da realizzare. Un *deal flow* si concretizza sulla base di tre fattori: *caratteristiche dell'operatore, area geografica di riferimento, tipologia di investimenti*. Il primo fattore prende in considerazione la notorietà e l'esperienza dell'investitore, in particolare la considerazione del mercato è basata sul *track record*, senza esperienza difficilmente l'operatore può originare *deal flow*, nonostante le campagne promozionali. L'area geografica di riferimento è importante da analizzare poiché ogni Paese presenta delle peculiarità, ad esempio negli USA la maggior parte delle operazioni è vagliata da intermediari professionisti, specializzati nel settore. In Italia ad esempio, solo le operazioni più importanti seguono questo *iter*, mentre per quelle medie e piccole, l'imprenditore si affida a professionisti di sua fiducia, che molto spesso non presentano specializzazione in questo ambito. In tali contesti, gli operatori conducono la negoziazione direttamente con queste figure professionali se non con l'imprenditore fondatore, che essendo legato emotivamente all'impresa, presenta un approccio negoziale imprevedibile e non sempre razionale. Il terzo fattore da tenere in considerazione per generare *deal flow* è il tipo di operazione che si vuole realizzare, ovvero se l'obiettivo dell'operatore è quello di prendere in analisi investimenti in *startup*, allora per identificare le opportunità d'investimento si necessita il coinvolgimento di università, centri di ricerca, associazioni o consulenti specializzati. Differenti sono invece le operazioni di *growth capital* o di *buyout*, che prevedono l'acquisizione di società già avviate sul mercato, in questa fattispecie si identificano i *decision maker*, verso i quali strutturare azioni di comunicazione e contatto<sup>34</sup>. Per definire la scelta delle società target, l'operatore valuta in seguito al *deal flow*, il profilo strategico dell'imprenditore e del management. Le caratteristiche ottimali dell'impresa target variano molto a seconda della tipologia di operazioni che il fondo vuole realizzare, in linea generale si prediligono le imprese dinamiche e con elevati tassi di crescita, che consentono appunto un ritorno più veloce e proficuo delle somme investite. Per le operazioni di *buyout* si prediligono imprese consolidate, di medie e grandi dimensione, che operano in settori stabili e maturi, caratterizzate da un management competente. Per le operazioni di *turnaround*, si fa riferimento ad imprese in difficoltà economica ma con un

---

<sup>34</sup> P. Kotler, *Marketing Management*, Prentice-Hall Inc., Pearson Custom Publishing, Englewood Cliffs 2002.

grande potenziale di recupero e sviluppo. Nelle operazioni di *early stage* e *seed financing*, si prendono in considerazione società neocostituite, con elevato potenziale di crescita, operanti in settori innovativi o ancora in fase di consolidamento<sup>35</sup>. Generalmente vi sono dei fattori, sulla base dei quali gli operatori effettuano le proprie scelte di investimento, in particolare: la tipologia di business e il posizionamento strategico<sup>36</sup>.

L'analisi del mercato effettivo e potenziale riveste un ruolo cruciale per aumentare la credibilità dell'impresa, l'imprenditore dovrà dimostrare l'esistenza di una platea di acquirenti disposti ad acquistare il prodotto o il servizio offerto, definendo le motivazioni d'acquisto e la strategia di penetrazione del mercato. Un altro fattore che gioca un ruolo ancora più rilevante rispetto al posizionamento e al mercato è il cosiddetto fattore umano, il management e l'imprenditore rivestono un'importanza cruciale per la profittabilità dell'operazione, nella maggior parte dei casi sono proprio queste figure che determinano il successo o il fallimento di un'iniziativa d'investimento. Non esiste un management o un imprenditore ideale per strutturare un'operazione in tal senso, ma in linea generale questi devono focalizzarsi sullo sviluppo dell'impresa e sull'affermazione personale, tali obiettivi devono essere allineati con quelli degli investitori già nelle prime fasi di contatto. Senza l'allineamento degli obiettivi e fiducia reciproca, l'operazione sarà destinata a fallire, in effetti non è sufficiente che un'attività sia valida, senza che vi siano figure capaci di svilupparla. La fiducia si dimostra qualora il management e l'imprenditore considerino l'apporto esterno dell'investitore come un qualcosa che possa effettivamente accelerare e rafforzare lo sviluppo dell'impresa. L'imprenditore deve avere la capacità di costituire un *team* che possa rispondere alle differenti esigenze aziendali, mediante le competenze professionali adeguate, molti progetti vengono scartati appunto a causa dell'eccessiva focalizzazione su un solo aspetto dell'attività, tralasciando gli altri. Gli operatori scartano le imprese la cui conduzione è affidata ad un singolo imprenditore (*one man show*), poiché lo stesso non possiede le competenze per strutturare l'avvio o il rilancio di un'impresa, vi è poi un problema di rischio che si concretizza nell'affidare l'intero investimento ad un singola persona, senza un management di supporto. L'investitore istituzionale pone particolare attenzione sulla dimensione totale del mercato, in particolare sul mercato potenziale, prediligendo delle ricerche dirette, senza affidarsi a fonti esterne, il che sottolinea la conoscenza del settore e del prodotto o servizio offerto. Un altro punto di

---

<sup>35</sup> W.D. Bygrave, J.A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992.

<sup>36</sup> EVCA, Price Waterhouse Coopers, *Lesson Learned from Past Mistakes*, London 1998.

focalizzazione è il piano di marketing, ovvero l'insieme di strategie promozionali, di prezzo e distributive, in altre parole tutte quelle azioni che dovranno essere implementate per raggiungere i livelli di vendita prospettati. Un altro fattore che l'investitore tiene in considerazione di scelta della *target* è la difendibilità della posizione di mercato, se in effetti il mercato è caratterizzato da barriere all'entrata allora, l'investimento sarà di certo più attraente poiché potenzialmente più proficuo data la scarsità di *competitors*<sup>37</sup>. Per quanto riguarda il prodotto, questo riveste un'importanza differente rispetto alla tipologia di operazione, nel caso nelle *early stage*, un prodotto innovativo rappresenta una garanzia di successo, nell'ambito del *later stage* o del *leveraged buyout*, il prodotto può essere soggetto solo a miglioramenti, poiché come l'impresa è già maturo, l'analisi dell'investitore verte maggiormente sui flussi di cassa futuri generati dall'attività.

In seguito allo *screening* del mercato, segue la manifestazione dell'interesse verso una particolare impresa, questa fase si caratterizza per la redazione di documenti non vincolanti che prendono il nome di *term sheet*, lettera d'intenti oppure *memorandum of interest*.

Si tratta di una serie di accordi non finalizzati a vincolare le parti, ma che risultano prodromici per la realizzazione del contratto d'investimento, in quanto si vanno a chiarire determinati aspetti di carattere economico e legale senza i quali non potrebbe concludersi l'operazione.

Solitamente il *term sheet* è un documento che si suddivide in due parti distinte: termini economici (*economic terms*) e clausole di controllo<sup>38</sup>.

Per termini economici si fa riferimento al ritorno sugli investimenti per gli operatori, nel caso di vendita della società o quotazione in borsa<sup>39</sup>. Questi termini possono configurarsi in vari modi, a seconda della natura dell'operazione, generalmente si ha *in primis* la valutazione dell'operazione, che può essere realizzata *pre-money* oppure *post-money*. La prima viene utilizzata per definire il valore dell'impresa prima dell'ingresso dell'operatore, questa viene usata come base per la definizione del prezzo di sottoscrizione. La valutazione *post-money* è successiva all'ingresso dell'operatore, in particolare viene realizzata in seguito al compimento dell'investimento. In effetti l'apporto di capitali da parte dell'operatore avviene in *tranches*, le quali sono subordinate al raggiungimento di obiettivi stabiliti *ex ante* (*milestones*). Il secondo termine di controllo è la *liquidation preference*,

---

<sup>37</sup> P.D. O'Hara, *The Total Business Plan: How to Write, Rewrite and Revise*, John Wiley & Sons, New York 1995.

<sup>38</sup> M. Caruso, *L'impresa innovativa. Startup e Venture Capital tra Diritto e Finanza*, Singulab, 2018.

<sup>39</sup> M. Quintieri, *In che modo il term sheet può configurarsi come facilitatore di negoziato?*, Dirittoconsenso.it, giugno 2020.

ovvero in caso di liquidazione o di cessione della società, si attribuisce all'operatore un determinato ammontare solitamente pari al capitale investito, prima di altri soci<sup>40</sup>. Per evitare la diluizione della quota, si prevede un aumento della stessa nel caso vi sia l'ingresso di un ulteriore investitore ad un prezzo minore rispetto a quello pagato dall'operatore. In seguito possono essere aggiunti per tutelare gli altri soci delle clausole di *lock up*, ovvero un periodo entro il quale è vietato dismettere le quote societarie, proprio per evitare di compromettere l'investimento e in alcuni casi anche delle clausole di non concorrenza da parte dell'imprenditore.

Con clausole di controllo, si fa riferimento a quella serie di privilegi e diritti che vengono riconosciuti all'operatore per via dell'investimento più oneroso nella società, in particolare si fa riferimento al diritto di scegliere determinate figure del consiglio di amministrazione, o del collegio sindacale. Vi è poi la possibilità di stabilire un veto sulle decisioni manageriali, che possono compromettere la stabilità dell'impresa, come le nomine degli amministratori, le operazioni di finanza straordinaria, la redazione del *business plan* oppure l'attribuzione di deleghe operative<sup>41</sup>. Spesso poi, gli operatori al fine di monitorare l'andamento della società nel tempo, richiedono numerosi aggiornamenti sulle condizioni finanziarie tramite report periodici in merito alle informazioni del conto economico e stato patrimoniale. Tra le altre clausole che possono essere presenti vi sono quelle di prelazione, nel caso in cui un socio di minoranza in seguito al periodo di *lock up* volesse dismettere le proprie quote, il socio di maggioranza ha diritto ad acquisirle in via prioritaria, oppure l'accordo di *drag along*, che fornisce ad un sottoinsieme di investitori la possibilità di forzare, o appunto "trascinare" (*drag-along*), tutti gli investitori e i fondatori in una vendita della società, a prescindere dalla loro opinione rispetto all'operazione.

È importante poi sottolineare come all'interno del *term-sheet* sia previsto un accordo di riservatezza, proprio per tutelare la società qualora l'accordo non dovesse perfezionarsi.

In seguito alla fase di *screening*, ovvero all'elaborazione delle possibili società in cui investire e quindi alla manifestazione dell'interesse attraverso il *term sheet*, segue la fase di *due diligence*, ossia un insieme di verifiche e approfondimenti in merito alla situazione in cui versa la società *target*. Questo processo può essere focalizzato su differenti aspetti, come quello finanziario, fiscale, commerciale, industriale e giuslavoristico, queste tipologie di verifiche vengono condotte proprio per tutelare l'acquirente prima della fase di

---

<sup>40</sup> A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

<sup>41</sup> E. Ries, *The Lean Startup: How Constant Innovation Creates Radically Successful Businesses*, Penguin Books Ltd, 2011.

acquisto delle quote o azioni societarie<sup>42</sup>. La *due diligence* si concretizza nella predisposizione di un *report* ad uso esclusivo dell'investitore, tra i vari ambiti che interessano questo processo il più rilevante nel presente elaborato è sicuramente l'ambito finanziario, focalizzato sulle analisi delle principali grandezze finanziarie e sui *drivers* del business, associati alla creazione di valore, fino all'analisi di coerenza tra dati storici e flussi di cassa prospettici.

Il processo di *due diligence* è finalizzato proprio a ridurre le eventuali asimmetrie informative che caratterizzano l'acquisto di una società, in particolare attraverso questa fase si vanno ad evidenziare i punti di forza e le eventuali debolezze dell'impresa, che non possono essere stimate in modo compiuto durante la fase preliminare di *screening*<sup>43</sup>. La *due diligence* prende in considerazione l'analisi di *risk management*, ovvero permette di individuare e gestire i rischi derivanti dal passaggio di proprietà della *target*. In altre parole l'investitore ha l'opportunità di valutare le capacità del *team management*, al fine di stabilire se questo debba essere mantenuto o in parte sostituito. La profondità e l'ambito di analisi definito all'interno della *due diligence* dipende fondamentalmente dalla conoscenza che l'investitore possiede in merito al settore di riferimento in cui opera l'impresa.

Rilevante in questo contesto è non trattare i differenti ambiti sopra citati come compartimenti stagni, poiché l'integrazione dei diversi aspetti della *due diligence*, comporta un'analisi approfondita di tutti gli elementi che mettono in risalto le varie problematiche e che possono avere un impatto significativo sulle problematiche associate agli altri ambiti di analisi.

Il processo d'investimento si conclude con la fase di *exit* o disinvestimento, questa è la fase più importante e più delicata tra le altre, poiché proprio in quest'occasione l'operatore ottiene un ritorno dal capitale investito. Vi sono differenti modalità di *exit*, la scelta dipende da differenti fattori, come: le caratteristiche dell'impresa (dimensione, settore di riferimento e *performance* economica), l'ammontare della quota posseduta dall'operatore, infine bisogna considerare le condizioni del mercato e gli *shock* macroeconomici, che potrebbero condizionare la profittabilità dell'operazione. In tal caso si configurano differenti strategie, alcune delle quali si adattano meglio a tali condizioni:

- Processo di quotazione tramite IPO (*Initial public offering*).

---

<sup>42</sup> S. Blank, B. Dorf, *The Startup owner's manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company*, John Wiley & Sons Inc, 2020

<sup>43</sup> A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

- Vendita ad un acquirente strategico, che opera nel medesimo settore (*trade sale*).
- Vendita ad un altro operatore finanziario (*secondary buyout*).
- Cessione delle quote al socio originario (*buy back*).
- Distribuzione del dividendo mediante leva finanziaria (*dividend recaps*).
- Svalutazione della quota in seguito a perdita di valore (*write off*).

Di seguito la descrizione delle strategie più rilevanti nel contesto di mercato.

Con riferimento alla prima strategia, la quotazione mediante IPO, si può affermare come questa sia quella più auspicabile per un'impresa soggetta ad operazioni di *private equity*, in tal caso l'acquirente finale sarà proprio il mercato borsistico. Per poter avviare un'operazione di IPO, l'impresa in questione deve avere delle caratteristiche adeguate in termini di trasparenza, *corporate governance*, struttura organizzativa e *reporting* con il mercato. Questi elementi possono costituire un problema, tuttavia la presenza di un investitore istituzionale, comporta dei cambiamenti nella struttura organizzativa, che ricalcano in modo quasi speculare quella struttura richiesta dal mercato. L'operatore istituzionale implementerà una serie di cambiamenti nella *governance* dell'impresa, in modo da educare al meglio il *management* a questo nuovo contesto di mercato<sup>44</sup>. Un vantaggio presente in questa modalità di *exit*, è data dal fatto che l'operatore può liquidare in parte le proprie quote ed in parte mantenerle, un vantaggio è dato dall'eventuale apprezzamento delle azioni in futuro, mentre uno svantaggio si concretizza nel rimandare nel tempo la monetizzazione dell'investimento oppure vi è il rischio di non conservare il prezzo ottenuto in sede di IPO. La seconda tipologia di disinvestimento è quella più diffusa<sup>45</sup>, in particolare, poiché non presenta elevati costi come l'IPO ed al tempo stesso assicura un ritorno più elevato a causa delle sinergie operative che gli acquirenti possono sfruttare inserendo l'impresa all'interno del proprio *business*. Questa strategia viene definita come *trade sale*, e nella maggior parte dei casi la dismissione delle quote è totalitaria, per sfruttare al meglio le sinergie industriali. Come nel caso precedente vi sono delle problematiche, si pensi ad esempio, un management restio potrebbe in effetti opporsi all'acquisizione da parte di un *competitor* diretto, che potrebbe acquisire l'impresa per eliminarla dal mercato. L'implementazione di questa strategia dipende anche dalla quota posseduta dall'operatore, se questa è di minoranza, allora senza la vendita di altre quote

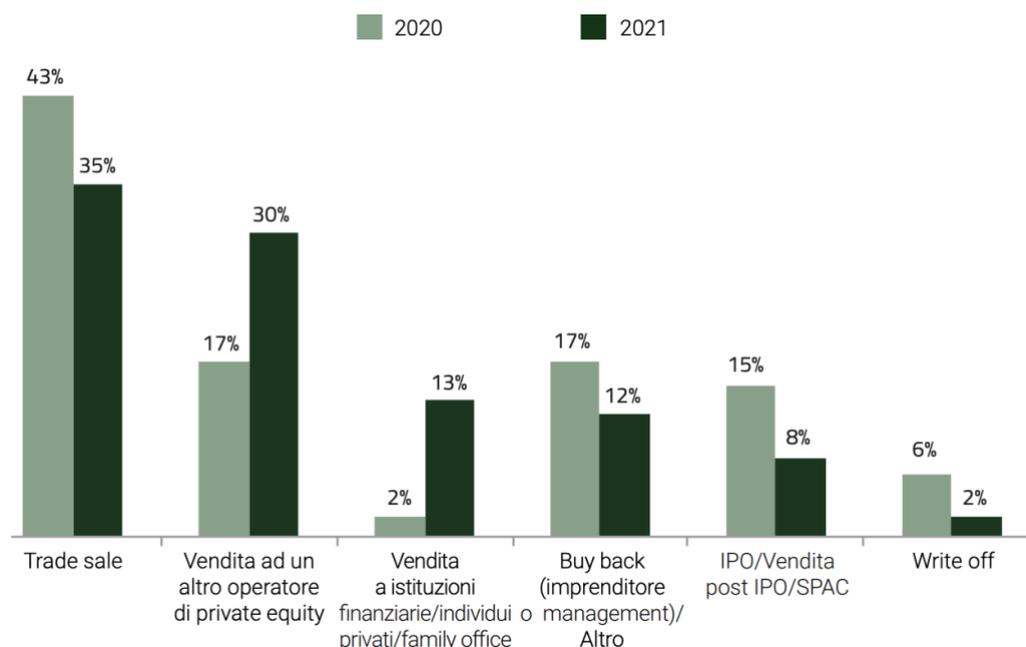
---

<sup>44</sup> W.L. Megginson, K.A. Weiss, "Venture capitalist certification in Initial Public Offerings", *The Journal of the American Finance Association*, vol. 46, 3 July 1991.

<sup>45</sup> Bain & Company, *Global Private Equity Report 2022*.

che possano garantire il controllo, difficilmente si può avviare un *trade sale*, a meno che non l'impresa non abbia un profilo commerciale e tecnologico talmente interessante da poter ottenere vantaggi anche con una quota minima di partecipazione all'azionariato. Nel caso in cui l'acquisto delle quote viene realizzato da un operatore finanziario, come un ulteriore fondo di *private equity*, si concretizza un *secondary buyout* (SBO). Questa fattispecie consiste in un passaggio azionario tra istituzioni finanziarie della maggioranza del capitale con un intervento misto di *equity* e debito da parte del compratore. Negli anni questa tipologia di soluzione si è sempre più diffusa, la vendita e l'acquisto tra le istituzioni non si limita solo al secondo passaggio, ma se ne prendono in considerazione di molteplici. Attraverso questa operazione, l'acquirente è convinto di poter replicare il rendimento del fondo cedente, poiché crede nelle potenzialità dell'impresa soggetta a *buyout*. Infine il *buy back* si concretizza spesso nel caso in cui l'operatore presenta una quota di minoranza, che viene ceduta in questa fattispecie al socio originario. In particolare si prevede un *buy back* nel caso in cui non vi sia un ampio consenso alla quotazione oppure alla cessione tramite *trade sale* o SBO, oppure nel caso in cui vi sia una *performance* aziendale negativa l'operatore sarà dunque costretto a cedere le proprie quote al socio da cui le ha acquisite in precedenza. nel caso in cui le stesse quote dovessero essere acquistate dal *management* dell'impresa, allora in quel caso l'operazione prende il nome di *management buyout*.

*Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia:*



Fonte: Pwc e AIFI

## 2.2 Gestione e valorizzazione dell'investimento

L'attuale scenario macroeconomico unito alle condizioni geopolitiche a dir poco instabili, hanno inciso profondamente sulla redditività delle operazioni di *private equity* negli ultimi anni. Gli *shock* economici causati *in primis* dalla pandemia COVID-19, hanno subito un inasprimento, in seguito alla guerra Russo-Ucraina, che ha comportato un aumento sia dell'inflazione che dell'incertezza sui mercati. Questo evento in particolare ha infranto tutte le aspettative degli investitori in merito ad un'ipotetica ripresa dei mercati post pandemia. Le attese, almeno nel 2021, erano supportate da evidenze empiriche positive, i mercati infatti hanno assistito ad un incremento delle operazioni di *private equity*, per un totale di 217,4 miliardi di euro solo in Europa<sup>46</sup>. Questa tendenza, eccezion fatta per l'Italia<sup>47</sup>, ha subito forti rallentamenti nel corso del 2022, oltre gli shock geopolitici, infatti, le banche centrali al fine di contenere l'inflazione, hanno predisposto una politica restrittiva aumentando i tassi d'interesse<sup>48</sup>, rendendo così l'accesso al credito più oneroso. Questa decisione ha contratto il mercato del *private equity*, poiché molti operatori sfruttano la leva finanziaria proprio per aumentare la redditività degli investimenti, mettendo così in atto le operazioni chiamate *buyouts*.

Secondo letteratura economica più autorevole<sup>49</sup>, la valorizzazione dell'investimento avviene sulla base di tre fattori chiave, ovvero:

- *Utilizzo della leva finanziaria – c.d. leveraged buyout.*
- *Arbitraggio tra i prezzi.*
- *Ottimizzazione della performance aziendale.*

In merito al primo ed al secondo fattore, questi sono relativi ad operazioni di ingegneria finanziaria, in altre parole, la creazione di valore non dipende esclusivamente dalle capacità dell'operatore, ma anche dalle operazioni finanziarie che si svolgono sul mercato.

In particolare, l'utilizzo della leva finanziaria permette di acquisire una società *target* molto più grande rispetto alle risorse proprie del fondo, l'operazione si caratterizza per l'utilizzo del debito finanziario, rivolgendosi a banche o altri intermediari, mettendo in garanzia il capitale della medesima società *target*, oppure i flussi di cassa derivanti dalla gestione

---

<sup>46</sup> PwC study: *Private Equity Trend Report 2022, PE activity at a new record level, 2021.*

<sup>47</sup> M. D'Ascenzo, "Private capital, 2022 miglior anno di sempre con 23,6 miliardi investiti", Il Sole24Ore.

<sup>48</sup> Comunicati stampa BCE, *Comunicato Stampa 2 febbraio 2023*, sez. "Tassi di interesse di riferimento della BCE", Francoforte sul Meno, 2023.

<sup>49</sup> G. Matthews, M. Bye, J. Howland, 2009, *Operational improvement: The key to value creation in private equity*, Journal of Applied Corporate Finance, 21-27.

operativa<sup>50</sup>. La leva finanziaria o *gearing*, presenta però un costo, in effetti è corretto affermare che mediante l'utilizzo di questo strumento, la profittabilità dell'operazione aumenta in sede di vendita, ma è altresì vero che qualsiasi perdita subita dall'impresa sarà moltiplicata esattamente per lo stesso principio per cui i guadagni vengono aumentati, il che innalza la rischiosità dell'operazione<sup>51</sup>.

Il secondo fattore, ovvero l'arbitraggio tra i prezzi, prende in considerazione i multipli di valutazione d'impresa, nello specifico l'operatore nella fase di disinvestimento andrà a vendere l'impresa considerando un multiplo più elevato rispetto al momento d'acquisto.

Alla luce di quanto accade sul mercato, si evince che la valorizzazione dell'investimento oggi è molto più complessa rispetto al passato, le operazioni di *leveraged buyout*, infatti, si concretizzano solo nel caso vi siano due elementi: disponibilità di credito con tassi d'interesse bassi e la presenza di imprese potenzialmente più profittevoli. La politica monetaria sia negli USA che in Europa ha paralizzato il mercato del credito, obbligando gli investitori a rivedere uno dei fattori chiave per la creazione di valore nel *private equity*: il miglioramento operativo dell'impresa *target*<sup>52</sup>.

La focalizzazione sulla *performance* dell'impresa può seguire diverse tipologie di obiettivi, diversi studi hanno tuttavia dimostrato come le imprese partecipate da *active owners*, hanno delle *performance* molto più elevate rispetto al *benchmark* di riferimento<sup>53</sup>. Gli investitori attivi, nella maggior parte dei casi, si concentrano sulle operazioni e sui progetti più strategici, legati alla straordinarietà e allo sviluppo, affidando quindi la normale gestione aziendale agli imprenditori o al *management* che possiedono maggiori informazioni<sup>54</sup>.

Pertanto i metodi più efficaci per pianificare ed implementare cambiamenti operativi variano a seconda della strategia che l'operatore vuole perseguire, tra i tanti si possono prendere in considerazione:

- L'apporto di contatti professionali ed esperienziali: questi possono fornire un'occasione di confronto e riflessione sulla gestione d'impresa, basata su *track record* dell'operatore, molti studi affermano che le imprese raramente si confrontano con le pratiche del

---

<sup>50</sup> Axelson U., Jenkinson T., Weisbach M., *Borrow cheap, buy high. The determinants of leverage and pricing in buyout*, The Journal of Finance, 2013.

<sup>51</sup> Hannus S. *The Price of Nothing – The Value of Everything: Towards an Understanding of Value Creation in Private Equity Buyouts*, Tampere University of Technology, 2015.

<sup>52</sup> Matthews G., Bye M., Howland J., *op.cit.*

<sup>53</sup> Barton. D, Wiseman. M, "Focusing Capital on the Long Term", Harvard Business Review, 2014.

<sup>54</sup> S. Noess-Schmidt, *Active ownership: a crucial role for institutional investors*, Copenhagen Economics, 2017.

mercato<sup>55</sup>, non realizzando di conseguenza, margini di miglioramento su cui si potrebbe facilmente lavorare.

- Revisione della *governance* aziendale: qualora l'impresa voglia operare in un contesto sempre più rapido e competitivo, l'operatore dovrà rendere il processo decisionale più dinamico e capace di prevedere gli eventi futuri nel settore di riferimento. Una *governance* professionale è un valore aggiunto poiché definisce la trasparenza dell'impresa verso potenziali investitori<sup>56</sup>.
- Servizi e consulenza finanziaria: possono esplicitarsi nell'ambito di redazione del *business plan*, oppure supportare l'impresa in nuove aree di *business*, ma allo stesso tempo creare un *networking* con il quale promuovere e vendere i propri prodotti e supporto all'internazionalizzazione.

Queste sono solo alcune azioni che possono essere delineate per migliorare la performance dell'impresa, tra le altre possibili vi è l'implementazione delle pratiche ESG, sempre più rilevanti nell'attuale scenario economico, o il supporto dell'operatore nel campo dell'innovazione tecnica, in particolare nella Ricerca e Sviluppo.

Il processo di miglioramento della *performance* è oramai imprescindibile, questo dovrebbe basarsi su tematiche sulle quali è focalizzata l'impresa, sulle esigenze evolutive e trasformative nel medio-lungo termine. Oggi più che mai è necessaria un processo di creazione di valore dettagliato, che tenga in considerazione, non solo il posizionamento strategico o le dinamiche del settore, ma allo stesso tempo gli impatti geopolitici, la digitalizzazione delle *operations* e la transizione ESG, aspetti centrali da implementare in seguito al *closing*<sup>57</sup>.

Questi temi sottendono un'ulteriore problematica, definita come “trappola dei talenti”.

Le capacità professionali che hanno portato a concludere operazioni profittevoli in passato, oggi potrebbero non essere più sufficienti, proprio a causa della scarsa esperienza dei *managers* nell'ambito geopolitico e con le dinamiche macroeconomiche. Motivo per il quale i fondi internazionali, per sviluppare competenze in tal senso, includono ex gestori di

---

<sup>55</sup> N. Bloom, R. Sadun, J. van Reenen, *Do Private-Equity Owned Firms Have Better Management Practices?* Globalization of Alternative Investments Working papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report, 2009.

<sup>56</sup> AA.VV., *The role of private pools of capital in corporate governance: about the role of Private Equity firms and activist hedge funds*, Organization for Economic Corporation and Development - Corporate Affairs Division, 2007.

<sup>57</sup> M. Mazzucchelli, *Una nuova value creation per il Private Equity*, *IlSole24Ore*, 8 Marzo 2023.

settore ed ex consulenti con competenze trasformative ed esecutive, ricorrendo anche all'*elder statesman*.

### 2.3 Discounted cash flow method

La prima metodologia di valutazione che ci si appresta a definire è il *discounted cash flow* (*DCF*), questo è il sistema di valutazione più utilizzato nella pratica poiché riconosciuto internazionalmente per valutare le imprese *target*. Questo metodo rientra nella categoria delle valutazioni basata sui valori “*fondamentali*” dell’impresa, in effetti il *DCF* parte dal presupposto che il valore complessivo di un’impresa dipenda dai flussi di cassa futuri generati dall’attività operativa. Data l’impossibilità di prevedere i flussi futuri con precisione, la valutazione viene effettuata tenendo presente i flussi generati in due periodi di riferimento. Il primo periodo va dai 3 ai 5 anni<sup>58</sup>, un orizzonte temporale definito “*esplicito*” o “*prevedibile*”, l’ampiezza di tale intervallo dipende dal settore di riferimento e dalla precisione delle assunzioni che vengono realizzate per quella realtà. Il secondo periodo fa riferimento all’arco di tempo successivo fino all’infinito, questo orizzonte è definito “*sintetico*”, i flussi stimati risultano particolarmente incerti per le imprese di nuova costituzione, il valore nel periodo di previsione sintetica prende il nome di *terminal value*. In termini percentuali il *terminal value* pesa maggiormente sull’*enterprise value* (valore totale dell’impresa), rispetto ai flussi espliciti, ovvero dal 50% al 75% per le imprese avviate, fino a raggiungere il 100% per le *startups*.

Formula generale per l’applicazione del Discounted Cash flow<sup>59</sup>:

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

Al fine di poter implementare l’utilizzo del *DCF* e ritrovare dunque il valore complessivo dell’impresa *target* (*enterprise value*), si deve tenere presenti una serie di variabili come: flussi di cassa, fattore di rischio o costo del capitale, orizzonte temporale e tasso di crescita.

---

<sup>58</sup> A. Gervasoni, F. L. Sattin, op.cit.

<sup>59</sup> *CF*; rappresenta i flussi di cassa generati all’interno dell’orizzonte temporale esplicito.

*r*; rappresenta il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa.

*TV*; rappresenta il *terminal value* definito nell’orizzonte di previsione sintetica.

Al fine di stimare l'*enterprise value*, si può implementare uno dei seguenti approcci, *entity side* oppure *equity side*.

Attraverso l'approccio *entity side* si valuta l'impresa senza prendere in considerazione la struttura finanziaria, ovvero senza tenere conto del debito finanziario, seguendo il teorema di Modigliani e Miller, che afferma appunto l'ininfluenza della struttura finanziaria sul valore complessivo dell'impresa<sup>60</sup>. Tuttavia la struttura finanziaria e quindi il rapporto d'indebitamento contano ai fini della valutazione degli operatori di mercato, poiché il modo in cui un'impresa si indebita va direttamente ad influire sul rendimento richiesto dagli investitori<sup>61</sup>. Mediante l'approccio *entity side* si ritrova il valore complessivo dell'impresa, ovvero l'*enterprise value*, al quale si sottrae la Posizione Finanziaria Netta (PFN), per ottenere così il valore dell'*equity*, vale dunque questa relazione:

$$Enterprise\ value = Equity + PFN$$

La versione *entity side* al fine di stimare il capitale di rischio (*equity*) l'utilizza come flusso di cassa il *free cash flow from operations (FCFO)*, senza tenere in considerazione appunto il debito, mentre come fattore di sconto si utilizza il costo medio ponderato (WACC), viene anche definito come *WACC method* o *unlevered discounted cash flow*:

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

Mentre con l'approccio di tipo *equity side* si ritrova direttamente il valore del capitale di rischio (*equity*), questo approccio al contrario utilizza come flusso di cassa il *free cash flow to equity (FCFE)*, ossia il flusso monetario netto per gli azionisti ed il costo del capitale proprio (*Ke*) come fattore di attualizzazione.

$$Equity = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + ke)^n}$$

---

<sup>60</sup> F. Modigliani, M. H. Miller, *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, vol.53, No.3, 1963.

<sup>61</sup> A. Damodaran, *Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications*, NYU Stern School of Business, 2019.

Entrambi gli approcci sono di per sé validi poiché se applicati correttamente pervengono al medesimo risultato, ovvero la misurazione del capitale di rischio.

Di seguito è presente un approfondimento delle variabili strutturali del DCF:

### **- Composizione dei flussi di cassa - DCF**

Come definito in precedenza, entrambi gli approcci presentano dei flussi di cassa differenti l'*entity side* si caratterizza per l'utilizzo del FCFO, ovvero il flusso monetario operativo al lordo delle imposte, in altre parole la liquidità al netto dei costi derivante direttamente dal *business* in cui opera l'impresa. A differenza dell'*equity side* non prende in considerazione alcun aspetto finanziario, pertanto attraverso l'utilizzo di questo metodo si perviene all'*enterprise value*, al quale deve essere sottratta la PFN, che rappresenta appunto il totale dei debiti finanziari al netto della liquidità, per ottenere infine il valore dell'*equity*.

Attraverso la riclassificazione del bilancio si può calcolare il FCFO con il seguente procedimento<sup>62</sup>:

Ricavi operativi
(-) Costi operativi
-----
Margine operativo lordo (EBITDA)
(-) ammortamenti
-----
Reddito operativo
(-) Imposte operative
-----
NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)
(+) Ammortamenti
-----
Margine operativo al lordo delle imposte
(±) Variazione del capitale circolante netto (Δ CCN)
(±) Variazione del capitale fisso (Δ CAPEX)
-----
<b>= Free cash flow from Operations</b>

Nell'approccio *equity side*, il flusso di cassa utilizzato è il *free cash flow to equity* (FCFE), questo perché attraverso questo tipo di approccio si ottiene immediatamente il capitale di rischio. In tal senso questo flusso di cassa rappresenta la liquidità derivante in seguito al pagamento di tutti i costi operativi, le imposte e in particolar modo dei debiti, ovvero come riferito precedentemente, la liquidità rimanente agli azionisti dell'impresa, l'FCFE si calcola nel seguente modo:

Free cash flow from Operations
(-) Imposte sul reddito d'esercizio
(-) Interessi passivi netti
(±) Variazioni programmate dell'indebitamento finanziario netto
(±) Variazioni fondo imposte
-----
<b>= Free Cash Flow to Equity</b>

<sup>62</sup> M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore finanziario*, McGraw-Hill, 2008.

### - Definizione del fattore di rischio - DCF

Al fine di ottenere una valutazione coerente e corretta, i flussi di cassa precedentemente illustrati dovranno essere scontati mediante un saggio di attualizzazione adeguato. Il flusso di cassa relativo alla gestione operativa, ovvero il *free cash flow from operations*, verrà attualizzato attraverso il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC), al contrario il flusso di cassa netto, *free cash flow to equity*, dovrà necessariamente essere scontato in base al Costo del Capitale Proprio ( $K_e$ ).

Focalizzando l'attenzione sul primo approccio (*entity side*), il saggio di attualizzazione per il *FCFO* si configura con il Costo Medio Ponderato del Capitale (o *Weighted Average Cost of Capital*), uno strumento adoperato per la valutazione di acquisto o vendita di asset o per decidere l'implementazione di progetti industriali. In particolare il WACC permette di definire la fattibilità di un investimento, discriminando i progetti profittevoli da quelli non profittevoli mediante la stima del costo del capitale. Il WACC viene calcolato nel seguente modo<sup>63</sup>:

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

Attraverso la stima del WACC, si può notare come l'utilizzo del debito finanziario risulta più vantaggioso per l'impresa, rispetto all'*equity*. Questa particolarità è dovuta sostanzialmente alla deducibilità degli interessi passivi sul debito, dunque al fine incentivare lo sviluppo e l'investimento, la normativa fiscale consente di ottenere questo vantaggio (c.d. *scudo fiscale – tax shield*). In accordo con la *Pecking Order Theory*<sup>64</sup>, il ricorso al debito finanziario si contraddistingue per essere infatti la seconda scelta tra le varie fonti di finanziamento aziendale, tra queste in ordine gerarchico si ritrovano:

- i. Autofinanziamento.
- ii. Debito bancario.
- iii. Debito in forma public (obbligazioni).
- iv. Capitale azionario.

---

<sup>63</sup> Nel dettaglio:  $K_d$  definisce il costo del capitale di debito;  $K_e$  è il costo del capitale proprio;  $E$  rappresenta l'*equity* totale;  $D$  indica l'ammontare del debito totale;  $(1 - T_c)$  specifica il beneficio derivante dalla deducibilità degli interessi sul debito finanziario, questo è anche noto come *Tax Shield* o Scudo Fiscale.

<sup>64</sup> R.A. Brealey, S. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance – 9<sup>th</sup> Edition*, McGraw-Hill, New York. R.M. Zeidan, K. Galil, O. Shapir, "Do Ultimate Owners Follow the Pecking Order Theory?", 2018.

Con riferimento alla seconda tipologia di approccio (*equity side*), al fine di ritrovare il costo del capitale proprio ( $K_e$ ), ossia il saggio di attualizzazione per il *free cash flow to equity* ( $FCFE$ ), è prassi utilizzare il modello  $CAPM$  (*Capital Asset Pricing Model*), anche se sono presenti differenti alternative, che possono andare oltre le semplificazioni del  $CAPM$ , come il modello a tre fattori di Fama e French (*three factor model*) oppure l'*Arbitrage Pricing Theory* ( $APV$ ). Il  $CAPM$  è stato a lungo oggetto di critiche, la letteratura finanziaria più autorevole ha infatti presentato nel corso degli anni i limiti che contraddistinguono tale modello. In particolare la critica di Roll (*Roll's critique*)<sup>65</sup>, ha messo in evidenza l'inadeguatezza del  $CAPM$  alla luce delle evidenze empiriche che contraddistinguevano il mercato. Nel dettaglio Roll afferma come la stima di  $\alpha$  (*excess return* rispetto a quello previsto da un modello in equilibrio) di un *asset*, che il  $CAPM$  pone pari a zero, non ritrova un riscontro concreto con i dati reali. A sostegno della critica, sono stati identificati alcuni casi di valori  $\alpha$  persistenti e positivi, tra questi vi sono i titoli di piccole dimensioni rispetto a quelli di grandi dimensioni, e titoli con un elevato rapporto tra valore contabile e valore di mercato. Ciò in effetti ha messo in discussione la validità del modello e delle sue variabili finalizzate a stimare il rischio di mercato, la critica di Roll ha dato visibilità ad articoli come “*Is Beta Dead?*”<sup>66</sup>.

Nonostante il  $CAPM$  spieghi in modo inadeguato i rendimenti di troppi titoli, ovvero troppi valori statisticamente significativi di alfa (che secondo il  $CAPM$  dovrebbero essere pari a zero) compaiono nelle regressioni a indice singolo, questo modello è ancora ampiamente utilizzato in finanza<sup>67</sup>, e può essere così esplicitato:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Con  $r_f$  si indica il *risk-free rate*, in altre parole il rendimento che si può ottenere attraverso i titoli con rischio “convenzionalmente” pari a zero, appunto *risk-free*, come i Titoli di Stato (T-Bills, T-Notes, Bund o BTP), oppure titoli del mercato monetario che presentano una *maturity* di breve termine (Certificati di deposito, Eurodollari, Accettazioni Bancarie). La differenza tra il rendimento di mercato ( $r_m$ ) ed il rendimento *risk free* ( $r_f$ ), è definito come premio per il rischio o *risk premium*, in effetti i titoli presentano due tipologie di rischio, ovvero il *rischio specifico* (o *idiosincratico*) ed il *rischio sistematico* (o *di mercato*). Il

---

<sup>65</sup> R. Roll, *A Critique of Capital Asset Pricing Tests*, Journal of Financial Economics, 1977.

<sup>66</sup> A. Wallace, “Is Beta Dead?”, *Institutional Investor* 14 July 1980, pp. 22–30.

<sup>67</sup> Z. Brodie, A. Kane, A. J. Marcus, *Essential of Investments – 12<sup>th</sup> edition*, McGraw-Hill, New York, 2022.

*rischio idiosincratico* può essere effettivamente eliminato prendendo in considerazione una strategia di diversificazione del portafoglio, mentre il *rischio specifico* non può essere eliminato mediante diversificazione, poiché lo stesso dipende dalle dinamiche e dalle variabili strutturali del mercato, come decisioni di politica monetaria, cambiamento delle variabili macroeconomiche, instabilità geopolitica, ne sono un piccolo esempio. Il *CAPM* va a stimare la componente di rischio sistematico di ogni titolo mediante il *Beta* ( $\beta$ ), una variabile che indica la sensibilità del titolo rispetto all'andamento del mercato, in altre parole il *beta* esplicita il contributo delle *securities* in termini di rischio all'interno di un portafoglio ben diversificato. Dunque più il *beta* sarà elevato e più di conseguenza il rischio associato a quel determinato titolo sarà elevato poiché amplificherà maggiormente il l'andamento di mercato, viceversa un  $\beta < 1$ , andrà a minimizzare l'andamento del mercato. Il *beta* è definito come rapporto tra la covarianza dei rendimenti del mercato e dell'impresa e la varianza dei rendimenti dell'impresa:

$$\beta = \frac{\sigma(R_i; R_m)}{\sigma(R_i)}$$

#### - *Tasso di sviluppo – DCF*

l'ultima componente che va a definire il *DCF* è il tasso di sviluppo, questo elemento deve essere tenuto in considerazione in particolare per ottenere una corretta stima del *terminal value*<sup>68</sup>, se in effetti questo fattore di crescita risulta errato l'intera valutazione aziendale ne risulterebbe compromessa. Il tasso di sviluppo o di crescita dell'impresa viene indicato con  $g$ , e questo può essere stimato attraverso tre modalità:

- *Crescita storica*: si guarda alla performance passata dell'impresa, ovvero si presume che il futuro sia come il passato, a meno che non vi siano delle operazioni straordinarie, oppure eventi che causano instabilità stravolgendo il settore all'interno del quale opera l'impresa. Per stimare il tasso di crescita mediante le serie storiche, ci si può avvalere della media aritmetica, media geometrica, o in alternativa utilizzare un modello di regressione. Questo metodo presenta delle problematiche poiché le serie storiche sono

---

<sup>68</sup> G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, Egea, Milano, 2009.

sensibili alla lunghezza del periodo di riferimento, ed inoltre la stima sarà inficiata dai problemi causati dagli utili negativi o troppo volatili.

- *Crescita fondamentale*: questo è il criterio più conservativo, si può usare un modello basato sui fondamentali dell'impresa, ovvero si ipotizza una crescita sostanzialmente interna, in altre parole si stima che l'utile netto generato dall'impresa è pari all'utile netto dell'anno precedente sommato ad una quota degli utili trattenuti in impresa più la redditività degli stessi utili non distribuiti rappresentati dal *ROE*.
- *Consensus analisti*: in alternativa ai due metodi precedentemente descritti si può optare per un'analisi di terzi. In questo caso di analisti che studiano e approfondiscono i dati delle imprese, informazioni specifiche rese pubbliche in seguito alla pubblicazione del rapporto sugli utili, stime settoriali e informazioni macroeconomiche, in modo da definire delle aspettative sulla crescita futura. In seguito si comunicano le ipotesi al mercato, tuttavia questo metodo presenta in particolare cinque criticità:
  - *Tunnel vision*: l'analista risulta troppo focalizzato sul settore, dimenticando le sinergie positive che l'impresa può creare.
  - *Lemmingitis*: ovvero un'analista può seguire le conclusioni di altri esperti del settore senza definire un proprio contributo oppure revisionare i dati e le informazioni solo quando altri analisti lo fanno.
  - *Stockholm Syndrome*: avviene nel caso in cui gli analisti vadano a identificarsi troppo con la figura dei *managers* aziendali.
  - *Factophobia*: accade nel caso in cui un analista vada a concentrarsi troppo sui dati storici piuttosto che sulla realtà effettiva e sulle reali condizioni in cui versa l'impresa.
  - *Dr. Jekyll-Mr. Hyde*: è un fenomeno si si presenta nel momento in cui gli analisti attraverso le proprie valutazioni vogliono ottenere il favore delle banche d'investimento.

## **2.4 Adjusted Present Value Method (APV)**

L'*adjusted present value*, proposto per la prima volta nel 1974 da Stewart Myers<sup>69</sup>, è una metodologia di valutazione direttamente connessa con il *discounted cash flow*, in altre

---

<sup>69</sup> S.C. Myers, "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting", *Journal of Finance* (March), pp. 1–25, 1974.

parole si tratta di un'evoluzione di quest'ultimo metodo, che è finalizzata ad aggirare le criticità e i limiti del metodo precedentemente analizzato. In particolare, il *DCF* presenta delle problematiche con la determinazione del costo del capitale, un limite che si evidenzia nel caso in cui la struttura del capitale di un'impresa varia nel tempo. In effetti il metodo *APV* è particolarmente indicato per operazioni di *Leveraged Buyout*, dove l'impresa *target* presenta una struttura finanziaria variabile, poiché il debito contratto dall'acquirente viene ripagato con i flussi monetari dell'impresa acquisita.

Per definire il valore di un'impresa, il metodo *APV* prende in considerazione i flussi di cassa parziali, immaginando che l'impresa sia finanziata solo attraverso il capitale proprio (o *equity*), appunto *unleveraged*, attualizzati mediante il costo del capitale proprio ( $K_u$ ), per evitare il problema in merito alla variazione della struttura finanziaria, che si incorre utilizzando il *WACC*, di seguito è riportata la formula per ritrovare  $K_u$  con  $\beta$  *unlevered*.

$$K_u = r_f + \beta_u \times (r_m - r_f)$$

In seguito vengono aggiunti ulteriori componenti che influenzano il valore complessivo dell'impresa e che riguardano maggiormente l'area finanziaria<sup>70</sup>, tra le possibili componenti la più importante è la determinazione del beneficio derivante dallo scudo fiscale (*tax shield*), il quale viene scontato attraverso il costo del debito ( $K_d$ ) al fine di ritrovare il valore attuale<sup>71</sup>.

Il valore dell'impresa attraverso il metodo *APV* viene calcolato nel seguente modo:

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

È interessante notare come secondo Damodaran<sup>72</sup>, il beneficio derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari, in tal caso degli interessi passivi sul debito, deve essere considerato

<sup>70</sup> D. Jenter, *Finance Theory II*, Massachusetts Institute of Technology Open Courseware, 2003.

<sup>71</sup> Con riferimento alla letteratura finanziaria, molti autori come Damodaran e Myers affermano come l'attualizzazione del *tax shield* deve essere effettuata attraverso il costo del debito ( $K_d$ ). Tuttavia altri economisti del calibro di Modigliani e Miller hanno affermato che il tasso di attualizzazione più adeguato sia in realtà il *risk free rate* ( $r_f$ ), altri (Miles ed Ezzell) propongono un'alternativa, ossia scontare per il primo anno il *tax shield* attraverso il costo del debito ( $K_d$ ) e successivamente usare il costo del capitale proprio (P. Fernandez, 2007).

<sup>72</sup> A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset*, 2012.

al netto di eventuali criticità derivanti da un eccessivo rapporto d'indebitamento. Questo, infatti, potrebbe causare costi di dissesto, perdita di flessibilità finanziaria dell'impresa oppure costi di agenzia, in particolare questi ultimi possono implicare fenomeni quali: *underinvestment* e *milking the property*. Tuttavia nella prassi queste eventualità risultano molto rare, pertanto non vengono prese in considerazione, addirittura anche il metodo *APV* a causa dell'elevata complessità che si riscontra nel ritrovare gli input necessari per il calcolo, implica sostanzialmente il non utilizzo di tale metodo, seppur questo sia molto più chiaro rispetto al *DCF*<sup>73</sup>.

## 2.5 Il Metodo dei Multipli di mercato

La valutazione dell'*enterprise value* attraverso il metodo dei multipli è la metodologia più usata al fine di determinare il valore di un'impresa *target* nelle operazioni di *private equity*, ciò è dovuto principalmente alla semplicità ed all'immediatezza della sua applicazione.

Il calcolo dei multipli sull'*enterprise value (EV)*, è definito attraverso il rapporto con ulteriori grandezze contabili come: fatturato (*sales*), margine operativo lordo (*EBITDA*), margine operativo (*EBIT*), nel concreto si riscontra un maggiore utilizzo degli ultimi due valori. Ciò è dovuto a causa della maggiore correlazione tra tali grandezze ed il flusso di cassa generato dall'impresa, in effetti l'*EBITDA* e l'*EBIT* presentano una maggiore relazione con il flusso di cassa rispetto al fatturato, il quale è più usato nelle operazioni di *venture capital*, essendo più difficile determinare i flussi di cassa generati.

Il metodo può essere definito prendendo in considerazione tre fasi differenti:

1. Si determina un campione di imprese comparabili con la società *target*, ovvero che presenti le medesime caratteristiche sia in termini *qualitativi* come: settore di appartenenza, posizionamento sul mercato, rischio Paese, e sia in termini *quantitativi* come: fatturato, numero di dipendenti e valori contabili.
2. In seguito, dopo aver preso in considerazione le differenti *comparables* si andranno a definire i rapporti che rappresentano i multipli dalla quale scaturisce la valutazione aziendale, tipicamente al numeratore si utilizza l'*enterprise value*, mentre al denominatore come definito precedentemente, possono essere presenti: *EBITDA*, *EBIT*, fatturato o l'utile netto

---

<sup>73</sup> T. A. Luehrman, *Using APV: a better tool for valuing operations*, Harvard Business Review, 1997.

3. L'ultima fase consiste nell'applicazione dei multipli, al fine di ritrovare la valutazione aziendale, ovvero si moltiplica il valore di riferimento contabile dell'impresa *target* (come *EBIT*, *EBITDA* o *fatturato*) al multiplo dell'impresa *comparable*, in modo da poter ottenere l'*enterprise value* (*all in price*) oppure il valore dell'*equity* (*shareholder value*), sottraendo la *posizione finanziaria netta* (*PFN*) nel caso in cui sia attiva.

Una formula può riassumere questo procedimento nel seguente modo:

$$\text{Shareholder value} = \text{EBITDA} \times \text{multiplo} - \text{PFN}$$

È chiaro quindi che per poter ottenere un'analisi qualitativamente affidabile, in merito al valore dell'impresa *target*, bisogna definire un *panel* di imprese che possano in un certo senso rispecchiare al meglio la situazione economico-finanziaria dell'impresa di riferimento. Il problema sorge nel momento in cui tale confronto non può essere attuato<sup>74</sup>, molto spesso le imprese oggetto di investimento sono molto differenti poiché ben lungi dall'essere quotate, siccome il confronto può essere effettuato soltanto con tali imprese (nella maggior parte dei casi), talvolta nell'applicazione dei multipli si riscontrano errori. Esistono pertanto delle rettifiche che permettono di aumentare la comparabilità dei multipli, a tal proposito si distinguono due tipologie di multipli: *adjusted* e *clean*<sup>75</sup>.

- Multipli *adjusted*: vengono apportate delle modifiche al numeratore, tese a rettificare la grandezza mediante: esclusione di attività non pertinenti, esclusione di *core assets* non essenziali, esclusione del patrimonio di terzi.
- Multipli *clean*: multipli ai quali vengono apportate delle modifiche al denominatore, atte a: migliorare la comparabilità internazionale, normalizzare i risultati in funzioni di fluttuazioni di breve periodo e migliorare la qualità del risultato.

L'applicazione dei multipli avviene in base a due tipi di approcci, uno definito *criterio delle società comparabili* e il secondo *criterio delle transazioni comparabili*. Il primo consiste nel riprendere i prezzi realizzati dal mercato e successivamente applicarli ai multipli, i quali saranno caratterizzati da una prospettiva di tipo *forward*, ovvero presentano una tendenza verso dati economico-finanziari futuri. Con il secondo criterio i prezzi non sono definiti dal mercato, ma vengono realizzati attraverso l'analisi delle transazioni sul mercato del

---

<sup>74</sup>C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

<sup>75</sup>E. Bagna, *Valutazioni Comparative di Mercato*, Università degli Studi di Pavia, 2021.

*corporate control*. Quest'ultimo approccio va a sovrastimare i multipli di riferimento e ciò è dovuto in sostanza ai prezzi maggiori che gli acquirenti sono disposti a pagare per ottenere il controllo della società o al fine di sfruttare le sinergie di mercato, integrando le attività dell'impresa *target*. A tal proposito il metodo più usato è appunto il primo, ovvero il criterio delle società comparabili, il quale risulta essere più obiettivo ai fini della valutazione, in particolare con la operazioni di *leveraged buyout*, per cui si necessita avere una visione dell'insieme, ovvero dell'*enterprise value*.

Nelle operazioni di *private equity* questo metodo non è solitamente affiancato dalle altre metodologie di valutazioni già analizzate, ma in effetti è molto spesso l'unica misura che definisce il valore dell'impresa, dunque si ha la necessità di definire ancora meglio l'analisi delle imprese *comparables* e l'effettiva veridicità dei dati con cui effettuare il confronto.

## **2.6 Leveraged Buyout Method (LBO).**

Questo metodo di valutazione viene utilizzato molto spesso come alternativa al *DCF* poiché va a definire il prezzo massimo che un investitore può permettersi di pagare per l'impresa *target* per poter realizzare un profitto soddisfacente con i propri obiettivi. Il valore finale di un'impresa nella fase di disinvestimento cambia sensibilmente a seconda degli obiettivi che l'operatore ha definito nel momento di acquisto. In effetti come riferito nel §2.2, l'investitore può optare per tre strategie al fine di creare valore e quindi rendere profittevole l'investimento, ovvero: utilizzo della leva finanziaria, arbitraggio tra i prezzi e infine l'ottimizzazione della *performance* aziendale. Il prezzo massimo, dal quale deriva il valore dell'impresa, dipende fondamentalmente dal livello massimo di indebitamento sostenibile dalla struttura finanziaria e dal rendimento del capitale proprio investito nel momento di acquisto della *target*.

## Capitolo Terzo

### Analisi del caso Cedacri – ION Investment Group

Cedacri S.p.A., è una società italiana con sede a Parma, specializzata nei servizi di *outsourcing* per il settore bancario, negli anni la sua crescita è stata esponenziale, infatti attraverso un piano di acquisizioni efficiente e scelte manageriali rivelatesi proficue nel lungo periodo, è diventata il principale operatore in Italia per le piattaforme di *core banking software* e servizi IT per banche e istituzioni finanziarie. Cedacri nel 2021 è stata acquisita da ION Investment Group, una realtà che oggi fattura circa 1,9 miliardi di euro, questo gruppo si caratterizza per essere uno dei più attivi sul mercato, in effetti dal 2005 ha concluso 26 acquisizioni, tutte di maggioranza, operando sia singolarmente che in consorzio. Nel 2017, ION conclude attraverso il supporto di Carlyle la sua prima ricapitalizzazione, ovvero quella su Dealogic, fornitore di dati sul mercato delle fusioni e delle acquisizioni<sup>76</sup>.

Con riferimento all'impresa *target*, Cedacri nasce nel 1976, con il nome di Cedacrinord, a questa società formata da cinque istituti bancari, i soci affidano la progettazione, lo sviluppo e la gestione di un nuovo sistema informativo da utilizzare in comune con l'intento di migliorare la qualità dei servizi informatici e al tempo stesso implementare delle economie di scala in modo da poterne ridurre i costi.

Oggi la società presenta oltre 200 clienti, tra banche, istituzioni finanziarie, aziende industriali e società di servizi, tra i più importanti vi sono: Reale Mutua Assicurazioni, Assicurazioni Generali, Unicredit S.p.A., Deutsche Bank, BPER Banca S.p.A., Banca Mediolanum e BPM.

Analizzando la *performance* economica, Cedacri ha registrato un fatturato per il 2022 pari a 334 milioni di euro<sup>77</sup>, con un organico complessivo di 2400 dipendenti.

Nel 2019 prima dell'acquisizione di ION Investment Group, la società ha realizzato l'acquisizione di Oasi S.p.A., controllata di NEXI, attiva in particolare nel settore della *compliance* bancaria, ovvero nelle soluzioni informatiche integrate per l'antiriciclaggio e le segnalazioni di vigilanza. Nello stesso anno si conclude l'acquisizione dell'88% di CAD IT S.p.A., leader italiano nella fornitura di software applicativi per l'area finanza<sup>78</sup>.

---

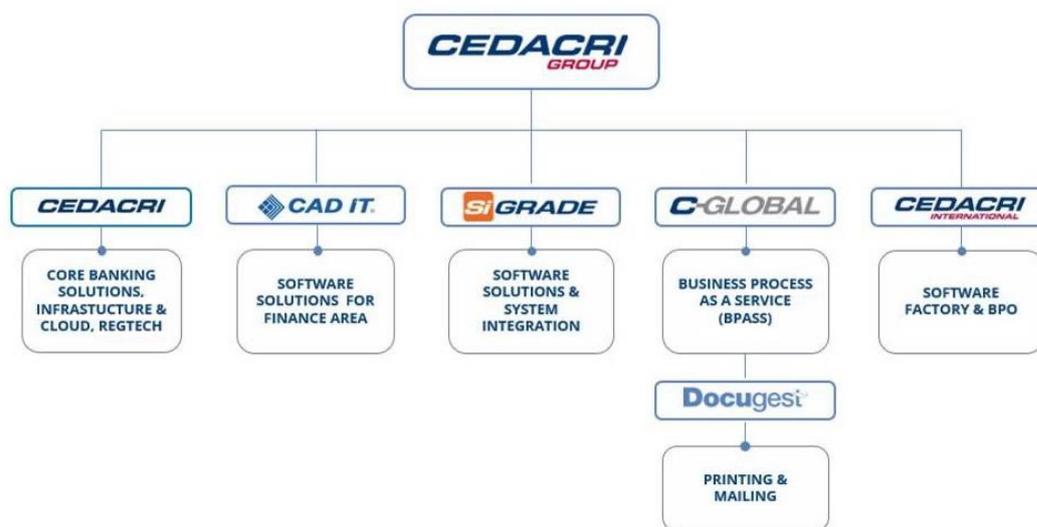
<sup>76</sup> Ansa.it: "ION Investment Group ricapitalizza Dealogic, una società del Portafoglio Carlyle", 2017.

<sup>77</sup> AIDA, Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane - Cedacri S.p.A.-

<sup>78</sup> [www.cedracri.it](http://www.cedracri.it) – storia.

Queste recenti acquisizioni permettono a Cedacri di rispondere al meglio alle esigenze del mercato e proseguire con i propri obiettivi di crescita, ponendosi come uno dei principali operatori europei all'interno del proprio ambito.

In seguito a tutte le acquisizioni realizzate negli ultimi anni, il gruppo Cedacri può essere schematizzato come segue, ponendo particolare attenzione all'ambito di riferimento delle consociate.



Fonte: cedacri.it

Il potenziale tecnologico di questa società è al di sopra degli altri *competitors* sia a livello nazionale che europeo, ciò si dimostra in particolar modo attraverso le operazioni che sono state condotte nel 2020 da Cedacri per Deutsche Bank. Durante la pandemia COVID-19, la società in effetti ha completato l'importante progetto di migrazione della piattaforma tecnologica di Deutsche Bank verso l'implementazione del sistema *core banking* di Cedacri. Andando nel dettaglio si tratta del primo progetto di trasformazione del *software* IT da un modello in *house*<sup>79</sup> verso un modello di *software as a service*, realizzato da una società italiana verso un grande istituto bancario che opera a livello mondiale, tutto ciò è avvenuto in modalità completamente remota, e questo dimostra l'elevato livello di integrazione che contraddistingue i vari organi aziendali.

A partire dal 2021, Cedacri ha deciso di investire su una piattaforma di *hybrid cloud*, in collaborazione con il principale leader del mercato a livello mondiale in merito all'*infrastructure as a service*, ovvero Amazon Web Service, questa piattaforma permettere agli istituti bancari, finanche ai più piccoli di avere una maggiore competitività sul mercato

<sup>79</sup> Ovvero, senza ricorrere al mercato o in questo caso ad altre imprese per implementare il servizio IT, ma realizzandolo internamente attraverso le proprie competenze.

e quindi permettere di sfruttare al meglio le tecnologie IT per gestire in modo più efficiente possibile i dati, al pari delle grandi istituzioni finanziarie<sup>80</sup>.

Le potenzialità dell'impresa erano di per sé molto evidenti, in effetti prima che Cedacri fosse acquisita da ION Investment Group, la stessa era partecipata da un gruppo di banche di piccole e medie dimensioni, e dal fondo FSI I, i quali avevano predisposto per l'impresa un piano industriale per i successivi quattro anni. Tuttavia nel 2019, la società aveva chiuso l'esercizio con un fatturato pari a 382,9 milioni di euro e utili pari a 28,8 milioni<sup>81</sup>, anticipando il raggiungimento degli obiettivi prefissati all'interno del piano industriale approvato dai soci a marzo del 2019. Tutto ciò è stato possibile anche grazie alle acquisizioni precedentemente menzionate (vd. Oasi S.p.A. e Cad It), le quali nel solo 2018 hanno prodotto ricavi per 28,6 milioni di euro (Oasi S.p.A.) e 56,4 milioni di euro (Cad It)<sup>82</sup> e soprattutto grazie al piano di investimenti pari a 60 milioni di euro, finalizzato all'evoluzione delle piattaforme applicative e tecnologiche delle società nel Gruppo.



Fonte: elaborazione propria

Per quanto concerne invece ION Investment Group, si tratta di una società dal valore complessivo di 35 miliardi di dollari, di cui 27 miliardi di *equity value*, calcolati su un EBIT di circa 1,5 miliardi di dollari a fronte di un *cash flow* di 1,3 miliardi di dollari pari all'85%

<sup>80</sup> F. Soto, "Ecco chi comprenderà (e perché) Cedacri", startmag.it, 2021.

<sup>81</sup> Comunicato stampa, Cedacri: l'assemblea dei soci approva il bilancio 2019, Ufficio stampa Cedacri.

<sup>82</sup> Leanus, Oasi diagram - outsourcing applicativo e servizi innovativi S.p.A. e Cad It S.p.A., 2020.

dell'EBIT, con ricavi che si attestano annualmente per 2,1 miliardi<sup>83</sup>, con un personale pari a 3600 dipendenti, se si tengono conto anche quelli di Cedacri<sup>84</sup>.

Questa in effetti è la situazione contabile di ION Investment Group (IIG), al momento dell'acquisizione di Cedacri, il gruppo con base operativa a Londra e sede legale in Irlanda fa capo all'imprenditore italiano Andrea Pignataro, lo stesso ha avviato questa realtà incentrata in particolar modo sulla fornitura di tecnologie avanzate per il settore finanziario a partire dal 1999. La società, come riferito in precedenza è una delle più attive sul mercato del *private equity*, avendo realizzato 27 operazioni straordinarie, in effetti tutte le acquisizioni degli ultimi anni hanno portato ad un aumento dell'indebitamento netto, tuttavia la leva finanziaria si mantiene a 4,5 volte rispetto all'EBIT, mentre la vita dei finanziamenti presenta un arco temporale di medio-lungo termine.

IIG non redige un bilancio consolidato, la stessa infatti si caratterizza per essere suddivisa su tre divisioni, ovvero *markets*, *corporates* e *analytics*, ognuna con una struttura di capitale separata, con un giro d'affari complessivamente si attesta per il 60% negli USA, il 30% in Europa ed il resto in Asia.

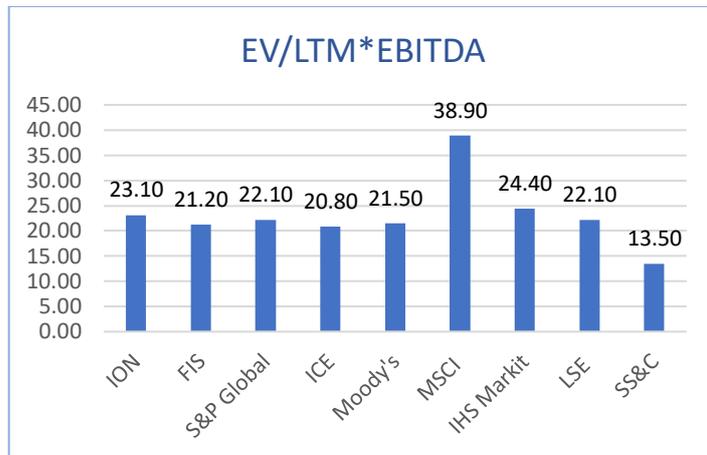
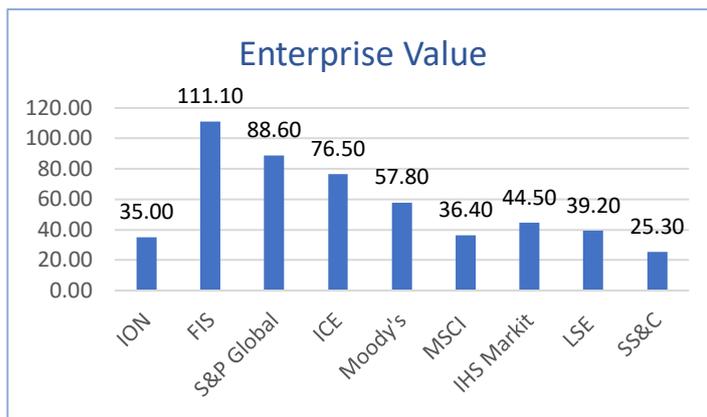
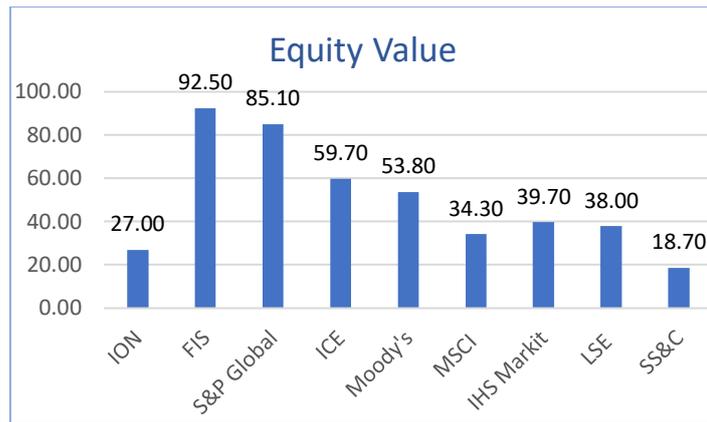
In termini patrimoniali, si parla di un gruppo dal valore di un terzo di S&P's (circa 88 miliardi di dollari), e alla pari del London Stock Exchange (39,2 miliardi) e di Morgan Stanley Capital Information (36 miliardi), ovvero un colosso del *fintech*, che unisce le caratteristiche del gruppo industriale strategico e dell'investitore istituzionale, che fa della digitalizzazione la principale direttrice strategica del proprio *business*, immaginando già a partire dal 1999, come il settore finanziario avrebbe giovato e quindi trovato utile se non necessario possedere delle piattaforme con le quali organizzare l'impressionante mole di dati prodotti quotidianamente.

Di seguito si ritrovano dei grafici contenenti i confronti tra ION Investment Group ed altri gruppi comparabili, sia in base all'*equity value* che in base all'*enterprise value*, all'interno dell'ultimo grafico è riportata l'abbreviazione *LTM*, ovvero *last twelve months*, tutti i dati sono espressi per miliardi di dollari USA aggiornati per l'anno 2022.

---

<sup>83</sup> IlSole24Ore, "Ion: per gruppo di Pignataro 2,1mld \$ ricavi e 1,3mld\$ cassa per spingere M&A", 2021.

<sup>84</sup> Dealflower.it, "Tutto sulla Ion Group di Andrea Pignataro, il Bloomberg italiano", giugno 2021.



Fonte: elaborazione propria

Prendendo in considerazione l'acquisizione di Cedacri da parte di IIG, questa si caratterizza per essere un'operazione dal valore di 1,5 miliardi di euro, in effetti attraverso questa nuova acquisizione, ION ha preventivato un nuovo percorso di crescita, che rende il gruppo uno dei principali attori al livello europeo per la fornitura di servizi tecnologici verso il settore finanziario. Attraverso il supporto di Cedacri, ION potrebbe avviare nel corso del tempo ulteriori progetti di crescita, andando già da ora a prendere in considerazione un nuovo

ambito, ovvero il mercato del *core banking*, che prima di tale acquisizione era al di fuori della portata di IIG.

A tal proposito la valutazione viene effettuata proprio tenendo conto di questa tipologia di competenze che caratterizzano l'impresa parmigiana, e che di fatti possono effettivamente creare delle sinergie positive con le competenze già in possesso da parte di IIG in materia finanziaria. Negli anni a seguire ci si potrebbe aspettare una crescita più elevata rispetto al passato, poiché Cedacri è stata a tutti gli effetti integrata come una divisione di IIG, che ne possiede la maggioranza e nel corso dell'ultimo anno ha destinato all'impresa acquisita risorse maggiori di quelle che la stessa aveva potuto ricevere in passato dai precedenti soci. All'interno dell'operazione prende parte anche il Fondo FSI, guidato da Maurizio Tamagnini con una quota del 9% sul totale, in precedenza questo fondo possedeva il 27% della società, i restanti istituti bancari precedentemente annoverati vengono pertanto liquidati da IIG.

L'acquisizione viene in effetti categorizzata come un *leveraged buyout*, poiché la stessa viene finanziata in parte attraverso un'emissione di *bond senior secured* da 650 milioni di euro da parte di Cedacri Mergerco S.p.A. con scadenza 2028<sup>85</sup>, ovvero una controllata di Cedacri. I *bonds* sono stati emessi alla pari a fine maggio del 2021, gli stessi pagano una cedola variabile indicizzata al tasso EURIBOR, più uno spread del 4,625% con *floor* pari allo 0%. Gli stessi hanno ricevuto una valutazione con un rating pari a BBB da parte di Standard Poor's e di Moody's.

Oltre all'acquisizione di Cedacri S.p.A., i *bonds* sono stati emessi anche con l'obiettivo di rifinanziare la stessa impresa *target*.

Per concludere, questa operazione realizzata da ION Investment Group, in totale si attesta a 1,5 miliardi una cifra superiore a 4,5 volte rispetto all'EBITDA dell'impresa *target*. Attraverso questa acquisizione ION Investment Group va ad ampliare il suo portafoglio di società controllate, rafforzando al tempo stesso il suo ruolo nel settore finanziario, arrivando così ad essere uno dei principali attori a livello europeo nell'ambito dei servizi finanziari. Questo beneficio è dovuto alle prospettive di crescita che un'impresa come Cedacri può avere nel corso del tempo, date le competenze e le innovazioni tecniche già implementate, l'impresa acquisita va ad ampliare maggiormente l'offerta che IIG propone sul mercato, nello specifico ciò è possibile grazie al *know how* altamente specifico dei

---

<sup>85</sup> CISION, *Pricing of €650 million Senior Secured Floating Notes due 2028*, 2021.

collaboratori, ed anche al *track record* dell'impresa della *target* nei settori innovativi, infatti sia un personale adeguato e sia le competenze tecniche risultano essere molto apprezzate e molto difficili da replicare *ex novo*.

## Conclusione

Il lavoro fin qui svolto, in merito alla valutazione delle imprese sia sulla base degli aspetti teorici sia riguardo l'esperienza empirica, suggerisce che in fin dei conti nonostante siano state create e predisposte delle metodologie oggettive in tale ambito, le stesse pervengono nella quasi totalità dei casi a conclusioni differenti.

Questa situazione apparentemente molto problematica nell'ambito della valutazione, si può spiegare attraverso la soggettività dell'analisi.

In effetti l'analista e quindi la valutazione dallo stesso realizzata non potrà mai essere completamente oggettiva e quindi scevra dai preconcetti o dai pregiudizi verso una determinata realtà d'impresa, ma anzi tutte queste componenti verranno integrate nella valutazione, che potrà essere più o meno vicina alla realtà.

Pertanto, la valutazione delle imprese non può soltanto basarsi sull'applicazione di metodologie appartenenti all'ingegneria finanziaria, poiché le stesse non coglieranno mai tutti gli aspetti valoriali ed inoltre non potranno mai garantire una valutazione oggettiva dell'insieme. Sta pertanto all'analista o nel caso delle operazioni di *private equity*, all'operatore che investe nella *target* avere una maggiore sensibilità riguardo alla profittabilità di un'operazione d'investimento. D'altro canto nel caso in cui questa sensibilità dovesse mancare o comunque ci si voglia per forza affidare ai metodi matematici, per evitare tutte le problematiche descritte all'interno dell'elaborato, una soluzione potrebbe essere quella di applicare differenti metodologie e capire se le stesse possono pervenire al medesimo risultato o avvicinarsi ad una stima realizzata in precedenza.

Con riferimento al *private equity*, come discusso nella parte iniziale, questa tipologia di investimento è oggi più attuale che mai, soprattutto alla luce dei recenti avvenimenti che hanno coinvolto i mercati finanziari e destabilizzato le economie di Paesi occidentali. In particolare in Italia vi è un' evidente problematica di sottocapitalizzazione delle imprese, la quali nella maggior parte dei casi presentano soltanto una fonte di finanziamento, ovvero il ricorso al credito bancario. Ciò è in effetti un problema, soprattutto se si considera che il *credit crunch*<sup>86</sup> è un fenomeno molto comune nel caso in cui l'economia si ritrovi in periodi di grande instabilità a causa di gravi recessioni o crisi finanziarie.

---

<sup>86</sup> "stretta creditizia" indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta. si manifesta principalmente con il rifiuto di concessione del credito, ovvero mediante aumento dei tassi di interesse e delle condizioni applicati, o in genere irrigidendo i criteri di valutazione del merito creditizio.

Una situazione che oggi purtroppo è sempre più evidente, e che porta alla perdita di competitività delle imprese italiane. Queste realtà sono infatti subordinate ad una logica di stampo familiare, tendenzialmente chiusa alle novità, in special modo nel caso in cui si vada ad intaccare la struttura proprietaria delle stesse. Tutto ciò comporta nel lungo periodo una mancanza di investimenti, reputati necessari per portare avanti le innovazioni ed al tempo stesso tutti i progetti in cui le PMI italiane, nonostante le difficoltà citate, rappresentano un'eccellenza nel panorama globale.

Se tale problema non viene infatti affrontato, nella fattispecie italiana “*educando*” finanziariamente gli imprenditori, è inevitabile che le imprese del nostro Paese, saranno di per sé meno competitive nel mercato internazionale. Oltre a questo aspetto, nel caso cui le aziende vadano ad implementare delle innovazioni radicali, non avrebbero risorse per potersi sviluppare e quindi affermare al meglio i propri progetti, con l'unico risultato di perdere queste opportunità e con l'eventualità essere acquisite da altre realtà estere che hanno intuito il potenziale di sviluppo.

Alla luce di quanto affermato, il *private equity* può rappresentare una possibile soluzione al problema, poiché l'ostacolo fondamentale per la risoluzione dello stesso è la mancanza di fiducia tra gli imprenditori e gli operatori esterni che possiedono il *know how* per portare in auge le realtà più promettenti. La mancanza di fiducia quindi potrebbe essere superata incentivando gli operatori ad instaurare un legame ancora più forte e personale con gli imprenditori, in modo tale che essi possano sentirsi tutelati e partecipi all'interno dei progetti, anziché esclusi dalla gestione aziendale. Inoltre gli stessi operatori dovrebbero necessariamente ricercare le aziende in cui investire, proponendosi direttamente ai soci-gestori delle imprese, come attori finanziari in grado di supportarli nell'immediato futuro. Senza queste premesse infatti non si potrebbe giungere ad alcuna conclusione positiva poiché la situazione rimarrebbe comunque stagnante senza una presa di posizione da parte degli operatori di mercato. Infine bisogna sottolineare l'impatto che il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) può avere sull'economia nel prossimo futuro, considerati gli obiettivi di innovazione e digitalizzazione, unitamente ai fondi stanziati per le imprese da questo dispositivo di ripresa sovranazionale, i finanziamenti e le capacità dei fondi di *private equity* sono di fondamentale importanza proprio poter sfruttare al meglio questa opportunità ed affermare in generale un cambiamento sostanziale all'interno delle imprese italiane.

## Bibliografia

AA. VV (2007). *The role of private pools of capital in corporate governance: about the role of Private Equity firms and activist hedge funds*. Organization for Economic Corporation and Development - Corporate Affairs Division.

AA. VV (2021). *Le SIS in pillole*. AIFI.

AIFI. (2012). *L'investimento in un fondo di private equity: Guida al processo di selezione e due diligence*. Commissione Rapporti con gli investitori Istituzionali.

American Investment Council.

Axelson, U., Jenkinson, T., & Weisbach, M. (2013). *Borrow cheap, buy high: The determinants of leverage and pricing in buyouts*. The Journal of Finance.

Bagna, E. (2021). *Valutazioni Comparative di Mercato*. Università degli Studi di Pavia.

Barton, D., & Wiseman, M. (2014). *Focusing Capital on the Long Term*. Harvard Business Review.

Bechi, A. (2015). "Il processo di raccolta." In Gervasoni, A., Sattin, F. L. (2015), *Manuale di Private Equity*. Guerini e Associati, Milano.

Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company*. John Wiley & Sons Inc.

Bloom, N., Sadun, R., & van Reenen, J. (2009). "Do Private-Equity Owned Firms Have Better Management Practices?" *Globalization of Alternative Investments Working papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report*.

- Bracchi, G. (2009). *Il Private Equity: investire nello sviluppo delle imprese in momenti di recessione*. AIFI.
- Brealey, R. A., Myers, S., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance - 9th Edition*. McGraw-Hill, New York.
- Brodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2022). *Essentials of Investments - 12th edition*. McGraw-Hill, New York.
- BVCA. (2002). *Limited Partnership Agreement Explanatory Notes*. London.
- Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Harvard Business School Press, Boston.
- Caramiello, C., Di Lazzaro, F., Fiori, G. (2003). *Indici di bilancio*. Giuffrè Editore, Milano.
- Caruso, M. (2018). *L'impresa innovativa: Startup e Venture Capital tra Diritto e Finanza*. Singulab.
- Cesarini, F. (1978). *Sistema Creditizio e Finanziamento delle Imprese: Profili Tecnico-Istituzionali*. Rivista Internazionale di Scienze Sociali.
- CISION. (2021). *Pricing of €650 million Senior Secured Floating Notes due 2028*.
- Comunicati stampa BCE. (2023). *Comunicato Stampa 2 febbraio 2023*, sez. "Tassi di interesse di riferimento della BCE". Francoforte sul Meno.
- Comunicato stampa. (2019). *Cedacri: l'assemblea dei soci approva il bilancio 2019*. Ufficio Stampa Cedacri.
- D'Ascenzo, M. (2022). *"Private capital, 2022 miglior anno di sempre con 23,6 miliardi investiti."* Il Sole24Ore.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset*. NYU Stern School of Business.

Damodaran, A. (2019). *Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications*. NYU Stern School of Business.

Dessy, A., & Vender, J. (1996). *Capitale di rischio e sviluppo d'impresa*. Egea, Milano.

DM 5 marzo 2015, n. 30, art 10 comma 4.

Employee Retirement Income Security Act of 1974.

EVCA, Price Waterhouse Coopers. (1998). *Lesson Learned from Past Mistakes*. London.

Faser-Sampson, G. (2010). *Private Equity as an Asset Class*. Wiley, London.

Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School.

Ferretti, M. (2022). *Mercato dell'M&A in Italia nel 2022*. Rapporto KPMG, Milano.

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

Gervasoni, A. (2002). *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*. Guerini e Associati, Milano.

Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). *Private Equity e Venture Capital: Manuale di investimento nel capitale di rischio (6th ed.)*, Milano.

Global Sustainable Alliance Review 2018.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*. Harvard Business School Press, Boston.

Gompers, P., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press, Cambridge, MA.

Hannus, S. (2015). *The Price of Nothing – The Value of Everything: Towards an Understanding of Value Creation in Private Equity Buyouts*. Tampere University of Technology.

IlSole24Ore. (2021). "Ion: per gruppo di Pignataro 2,1mld \$ ricavi e 1,3mld\$ cassa per spingere M&A".

Jenter, D. (2003). *Finance Theory II*. Massachusetts Institute of Technology Open Courseware.

Kotler, P. (2002). *Marketing Management*. Prentice-Hall Inc., Pearson Custom Publishing, Englewood Cliffs.

Lerner, J. (1999). *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. J. Wiley & Sons, New York.

Liaw, K. T. (2011). *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview*. John Wiley & Sons.

Luehrman, T. A. (1997). "Using APV: A Better Tool for Valuing Operations." Harvard Business Review.

Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore finanziario*. McGraw-Hill.

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

Mazzucchelli, M. (2023). *"Una nuova value creation per il Private Equity."* IlSole24Ore, 8 Marzo.

Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). *"Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings."* The Journal of the American Finance Association, 46(3).

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction.* The American Economic Review, 53(3).

Myers, S. C. (1974). *"Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting."* Journal of Finance.

Noess-Schmidt, S. (2017). *Active ownership: a crucial role for institutional investors.* Copenhagen Economics.

O'Hara, P. D. (1995). *The Total Business Plan: How to Write, Rewrite and Revise.* John Wiley & Sons, New York.

Oriani, R., Santella, R. (2014). *"Il finanziamento delle Piccole e Medie Imprese Italiane tra credit crunch e nuovi scenari."* Quaderni di ricerca sull'artigianato.

Pratt, S. E. (1980). *How to Raise Venture Capital.* Charles Scribner's Sons, New York.

Preqin. (2020). *2020 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report.*

PwC. (2021). *Private Equity Trend Report 2022, PE activity at a new record level.*

*Relazione Banca d'Italia.* (2022).

Ries, E. (2011). *The Lean Startup: How Constant Innovation Creates Radically Successful Businesses*. Penguin Books Ltd.

Roll, R. (1977). "A Critique of Capital Asset Pricing Tests." *Journal of Financial Economics*.

Tykvová, T. (2018). "Venture Capital and Private Equity Financing: An Overview of Recent Literature and an Agenda for Future Research." *Journal of Business Economics*, 88, 325-362.

Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies - The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Wallace, A. (1980). "Is Beta Dead?" *Institutional Investor*, 14 July, pp. 22–30.

Wilson, J. W. (1986). *The New Ventures: Inside the High-Stake World of Venture Capital*. Addison Wesley, Boston.

Zeidan, R. M., Galil, K., Shapir, O. (2018). "Do Ultimate Owners Follow the Pecking Order Theory?"

## Sitografia

Cedracri Official Website - History. Disponibile da [www.cedracri.it](http://www.cedracri.it).

Invest Europe Official Website:  
Disponibile da [www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu).

Leanus, Oasi diagram - outsourcing applicativo e servizi innovativi S.p.A. e Cad It S.p.A. (2020).

Quintieri, M. (2020). "In che modo il term sheet può configurarsi come facilitatore di negoziato?". Disponibile da [Dirittoconsenso.it](http://Dirittoconsenso.it).

Infodata.ilsole24ore.com.(2019):  
Disponibile  
da: <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>

Witte, P. (2023). "Private Equity Pulse: Five takeaways from 4Q 2022.". Disponibile da [EY.com](http://EY.com).

Soto, F. (2021). "Ecco chi comprerà (e perché) Cedacri.". Disponibile da [Startmag.it](http://Startmag.it).

AA. VV. (2017). "ION Investment Group ricapitalizza Dealogic, una società del Portafoglio Carlyle.". Disponibile da [Ansa.it](http://Ansa.it)

AA. VV. (2021). "Tutto sulla Ion Group di Andrea Pignataro, il Bloomberg italiano.". Disponibile da [Dealflower.it](http://Dealflower.it)

Bain & Company. (2022). Global Private Equity Report.

AIDA. Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane - Cedacri S.p.A.-

