

Facoltà: Economia

Cattedra: Finanza Aziendale C.P.

Titolo

La creazione del valore nel Private Equity

Il Relatore

Prof. Giorgio Donna

Il Laureando

Fabio Mircoli

Il Correlatore

Prof. Enrico Maria Cervellati

Anno Accademico 2009/2010

CAPITOLO 1

Il private equity: aspetti teorici e scelte di finanziamento delle imprese

1.1. Le scelte finanziarie delle imprese e gli strumenti a disposizione

L'attività di produzione di beni o servizi che viene effettuata dalle imprese necessita di mezzi, di qualsiasi natura, con i quali esse possano svolgere questa attività. Risulta evidente come la gran parte dei mezzi utilizzati abbia natura finanziaria e come la loro reperibilità sia limitata e costosa. E' in questo contesto che acquistano dunque importanza le decisioni finanziarie con le quali tutti gli organismi produttivi si devono confrontare e che rivestono un'importanza cruciale nella nascita e nello sviluppo di ogni tipo di impresa.

La struttura finanziaria di un'impresa è "la composizione delle risorse monetarie che consentono l'acquisizione di fattori produttivi necessari allo svolgimento dell'attività d'impresa: essa è influenzata sia dal tipo d'attività svolta, che dovrà essere in grado di fornire risorse monetarie alla gestione mediante flussi di cassa positivi, e sia dalle scelte riguardo alle molteplici fonti cui accedere". La composizione delle risorse finanziarie concorre alla realizzazione del valore sul piano sia dell'efficienza, minimizzando il costo e il rischio inerente al raccolta finanziaria, e sia sul piano dell'efficacia, assicurando in modo tempestivo ed economico il basilare afflusso di risorse.

E' noto che le attività delle imprese assumono diverse scadenze temporali, in particolare risultano essere a lungo o a breve termine. E' importante quindi che le passività destinate a finanziarle siano coerenti con la scadenza temporale delle suddette attività. Infatti questa coerenza del ciclo temporale significa che le

aziende possono disporre dei fondi quando necessario e dunque predisporre un piano di rimborso in linea con l'esaurirsi del fabbisogno. Questo non deve far pensare ad una relazione diretta tra un investimento e un finanziamento, se non in casi in cui l'investimento in questione sia di un'importanza tale da richiedere un tipo di controllo, soprattutto da parte dei finanziatori, particolarmente invasivo. Negli altri casi la difficoltà oggettiva nel seguire un flusso di denaro all'interno dell'azienda da un lato e la cosiddetta interdipendenza generalizzata che lega tutte le forme di finanziamento dall'altro, fanno sì che la suddetta relazione diretta venga a mancare.

Il finanziamento dell'impresa richiede un mix di capitale di debito e di capitale di rischio in funzione delle caratteristiche finanziarie (per esempio la capacità di autofinanziamento, l'indice di indebitamento e di patrimonializzazione) proprie dei singoli stadi di sviluppo del business aziendale. Le due tipologie in oggetto presentano ognuna caratteristiche peculiari che è bene tener presente nel momento in cui si è chiamati ad effettuare una scelta tra le due alternative. Il capitale ottenuto a titolo di debito rende l'impresa creditrice verso il possessore del titolo in oggetto (sia esso un'obbligazione o un titolo avente altra natura). Questo comporta che nel momento in cui l'impresa emette il titolo obbligazionario promette al possessore di esso il pagamento periodico di una somma a titolo di interesse e alla scadenza del prestito la restituzione del capitale.

Per contro, il capitale ottenuto a titolo di capitale di rischio attribuisce al sottoscrittore la qualità di socio, il che include una serie di diritti³ molto diversi rispetto a quelli del creditore, primo fra tutti la possibilità di intervenire nella gestione dell'azienda. Questa distinzione è stata comunque oggetto di alcune precisazioni da parte di alcuni autori. Il fondamento di tale critica è basato sulla

convinzione che alcuni strumenti detti “ibridi” rendono più sfumati i contorni di una rigida classificazione: si pensi alle azioni di risparmio (le preferred shares) che costituiscono un’articolazione estrema del concetto stesso di azione, agli strumenti di mezzanine finance, a metà strada tra capitale di debito e quello di rischio, alle fonti di finanziamento che provengono dai soci stessi le quali, per la qualità soggettiva del prestatore, ricevono spesso un trattamento “ibrido”. In ogni caso, oltre alle differenze evidenziate poc’anzi, il ricorso al capitale di rischio richiede un sistema di mercati, istituzioni e intermediari finanziari in grado di mitigare le asimmetrie informative che si vengono a creare tra emittenti e investitori e di ridurre quanto più possibile i costi di transazione relativi allo scambio dei capitali.

L’investitore nel capitale di rischio non chiede garanzie patrimoniali, ma sopporta una parte del rischio d’impresa come gli altri azionisti ed è interessato al processo di creazione del valore dell’impresa per aumentare il valore della sua partecipazione e quindi dei suoi profitti. Il capitale di debito mostra proprietà opposte rispetto alla forma precedente: esso è una fonte rigida di finanziamento va restituito con schemi e tempi ben precisi contrattualmente e va remunerato in misura predefinita, secondo un tasso d’interesse.

L’imprenditore sa, in questo caso, che la capacità di ripagare il suo debito, sottoforma di quote capitale e interessi, è avallata dal patrimonio aziendale e, talvolta, dai suoi beni personali. Nel caso in cui risulti impossibile il rimborso del prestito, l’istituto di credito può chiedere la liquidazione dell’azienda e rivalersi sull’attivo patrimoniale per il soddisfacimento del suo credito. Le banche, in veste di fornitori del capitale di debito, non sono direttamente interessate alla creazione del valore dell’impresa finanziata, ma solo alla sua solvibilità

finanziaria e forniscono all'impresa consulenze di tipo accessorio e burocratico relativo al finanziamento.

E' ben noto, tuttavia, che il ricorso all'indebitamento presenta dei limiti fisiologici, superati i quali non è più possibile ottenere ulteriore credito, anche a causa dell'elevato grado di rischio e della rigidità finanziaria che si accompagnano a tali situazioni. Inoltre, in base al noto principio della leva finanziaria, vi convenienza economica a spingere l'indebitamento fin quando il reddito operativo garantito dai capitali così reperiti si mantiene superiore al loro costo. Qualora, però, le condizioni sopra ipotizzate dovessero invertirsi, e il costo dell'indebitamento dovesse pertanto superare il rendimento dell'investimento, l'effetto-leva si trasformerebbe da positivo in negativo, causando conseguenze rovinose ad una azienda già altamente indebitata. Con l'aumentare dell'indebitamento il costo del capitale tende ad aumentare ulteriormente, per cui, pur potendo in una certa misura contribuire a sostenere lo sviluppo immediato di un'impresa, ne limita fatalmente quello futuro.

La scelta tra capitale di debito e di rischio è quindi effettuata in conformità ad una serie d'elementi, quali la convenienza economica della fonte di finanziamento, le implicazioni fiscali, le esigenze legate al controllo dell'impresa e la compatibilità con l'equilibrio e la struttura finanziaria desiderata o esistente.

1.2.L'investimento in capitale di rischio: il private equity

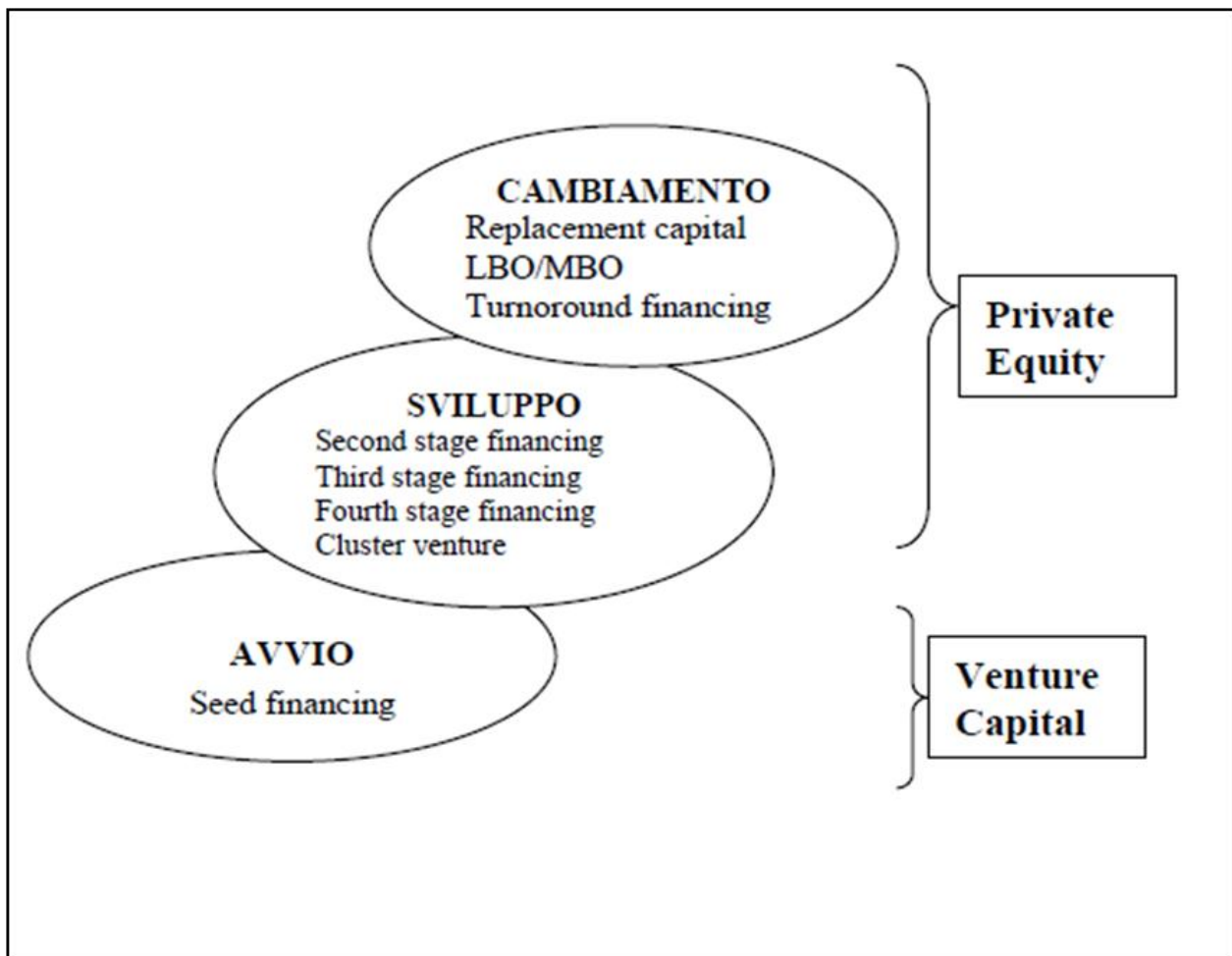
L'esigenza di maggiori investimenti per attuare le strategie aziendali, e la conseguente domanda di finanziamenti da parte delle imprese, trova soddisfacimento anche nel conferimento di risorse da parte di soggetti che svolgono professionalmente questa attività e che vengono comunemente

definiti investitori istituzionali nel capitale di rischio: questi ultimi, approvvigionandosi a loro volta di risorse finanziarie dei privati risparmiatori o da operatori nazionali e internazionali (banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione), riescono a veicolare tali risorse in partecipazioni nel capitale di rischio di quelle imprese che si prevede siano in grado di consentire all'investitore un adeguato capital gain.

Gli investitori nel capitale di rischio sono soggetti che svolgono come attività prevalente l'apporto di finanziamenti a titolo di capitale proprio, comunque permanente, per l'avvio e/o lo sviluppo di imprese con un elevato potenziale di sviluppo o per la ristrutturazione di imprese o, ancora, per la trasmissione della proprietà, che hanno come principale obiettivo il conseguimento nel medio-lungo termine, di capital gain per remunerare i rischi assunti.

L'attività di investimento nel capitale di rischio, è oggi identificata, nella sua globalità, come attività di private equity, suddivisa poi, in funzione della tipologia di operatore che la pone in essere, tra venture capital e private equity. Nella terminologia attualmente ricorrente, il venture capital si riferisce al finanziamento dell'avvio di nuove imprese, mentre il private equity comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita successive a quelle iniziali.

Grafico 1.1: Le principali categorie di investimento nel capitale di rischio



Fonte: nostra elaborazione

Un operatore di private equity si pone come obiettivo quello di identificare sul mercato imprese che presentino buone prospettive in termini di crescita e opportunità di business. Lo scopo è quello di fornire loro i capitali e il know how necessari per mettere in atto i piani strategici. Grazie a questo apporto l'impresa è in grado di dar vita ai propri progetti e allo stesso tempo, crescendo e sviluppandosi, garantisce all'operatore istituzionale che ha posto in essere l'operazione la realizzazione, nel medio-lungo termine, di un adeguato guadagno attraverso la cessione della partecipazione acquisita.

Questo tipo di attività nacque negli Stati Uniti durante gli anni '40, quando cominciarono a comparire sul mercato i primi operatori specializzati nell'investimento in capitale di rischio. Secondo molti, il primo vero operatore istituzionale di private equity e venture capital nacque a Boston nel 1946: l'American Research & Development Corporation. Inizialmente i capitali a disposizione erano rappresentati da conferimenti di privati interessati al business, solo successivamente anche operatori istituzionali come banche, fondi pensione e altre istituzioni cominciarono a destinare parte delle proprie dotazioni a questa tipologia di investimento.

In linea generale, ad ogni stadio di sviluppo dell'azienda, mutando dimensioni, esigenze e prospettive, si rende necessario un intervento diverso dell'investitore istituzionale, soprattutto in termini di diverse combinazioni dei due ingredienti chiave di tale attività: capitale e know how. A queste considerazioni è riconducibile la più classica e diffusa segmentazione del mercato del capitale di rischio, le cui categorie, seppur con minimi adattamenti, sono internazionalmente adottate dagli operatori, dalle associazioni e dai centri di ricerca (sinteticamente espressa nella tabella 1):

Grafico 1.2: Fasi di intervento nel capitale di rischio

Stadi del ciclo di vita dell'impresa	Stadio iniziale		Sviluppo	Espansione	Maturità	
	Sperimentazione	Avvio				
	Elaborazione del prodotto	Costituzione dell'azienda	Inizio della produzione	Costituzione e ampliamento dei canali di vendita		
	Analisi di valutazione dell'idea	Sviluppo del prodotto	Introduzione sul mercato		Sviluppo dei sistemi di produzione e vendita	
	Piano aziendale	Industrializzazioni	Penetrazione e affermazione presso i clienti		Piena utilizzazione del potenziale di mercato	
	Analisi di mercato	Piano di marketing dettagliato				
Problemi ricorrenti	Difficoltà nella valutazione dell'idea	Generale sfiducia del finanziatore		Competizione più accesa e difficoltà di affermare un'immagine propria presso il pubblico	Difficoltà di organizzazione della crescita dell'azienda	
		Ricerca del management adatto	Ricerca del personale adatto			
Provenienza delle fonti finanziarie	Capitale proprio del fondatore + capitale di debito					
	Capitale pubblico (interventi Statali/Regionali)			Investitori Istituzionali (merchant banks) e auto finanziamento <table border="1" style="display: inline-table; vertical-align: middle;"> <tr> <td>Ulteriori fonti di debito (bancario, parabancario)</td> <td>Mercati mobiliari Consolidamento finanziamento bancario</td> </tr> </table>		Ulteriori fonti di debito (bancario, parabancario)
Ulteriori fonti di debito (bancario, parabancario)	Mercati mobiliari Consolidamento finanziamento bancario					

Fonte: AIFI (1999), "Capitali per lo sviluppo - 6° rapporto biennale 1997-98", Guerini e Associati.

Fasi di intervento nel capitale di rischio

Le diverse fasi possono essere così distinte:

- Early – stage financing (partecipazione nello stadio iniziale) suddivisibile in:

- Seed financing, quando l'investitore in capitale di rischio interviene nella fase di sperimentazione, quando ancora non esiste un prodotto bensì un'idea o un'invenzione;
- Start up financing, quando è stata superata la fase di sperimentazione il prodotto è già stato sviluppato e verificato, seppure a livello di prototipo; formalmente la società esiste con un management già costituito che ha già avviato test sul prodotto e opportune ricerche di mercato;
- First stage financing, qualora l'avvio dell'attività produttiva sia già completato, ma si debba ancora valutare appieno la validità commerciale del prodotto/servizio.

Nelle operazioni di avvio di nuove imprese o di finanziamento di giovani imprese non ancora consolidate l'apporto finanziario dell'investitore istituzionale è inizialmente relativamente modesto, mentre il supporto all'imprenditore nelle sue scelte strategiche diventa fenomeno distintivo di tali operazioni. Le operazioni di start up richiedono grandi competenze manageriali che vengono trasmesse all'imprenditore perché possa affinare la formula imprenditoriale e possa incidere sulla sua posizione competitiva. L'investitore istituzionale si trova a fare un po' da tutor dell'imprenditore, mettendogli a disposizione il proprio network di conoscenze.

Le distinzioni su indicate sono preziose a livello teorico ma le problematiche cui si trova innanzi l'investitore istituzionale sono grosso modo identiche, pur con gradualità e tempistiche differenti. In queste operazioni il rischio che ci si assume è strettamente connesso al rischio industriale dell'iniziativa, ma molto spesso il vero fattore di rischio o la determinante del successo è legato alla capacità dell'imprenditore. Per quanto attiene l'aspetto puramente finanziario l'investimento in start up solitamente non comporta in fase iniziale grandi

esborsi, mentre ne comporta nelle fasi successive, in quanto l'impresa va seguita nei suoi sviluppi.

- Growth stage financing, development o expansion capital (finanziamento dello sviluppo) distinto nelle seguenti categorie:
 - o Second stage financing, che corrisponde al momento in cui l'impresa vuole ulteriormente sviluppare la produzione e le vendite sulla base di una già collaudata validità della combinazione prodotto/mercato;
 - o Third stage financing, stadio in cui l'azienda si prefigge di raggiungere un preciso progetto finanziario che richiede interventi programmati per realizzare gli obiettivi. Spesso, in questa fase, si tende al consolidamento della maggioranza che, rileva le posizioni minoritarie, che non hanno più interesse a perseguire gli obiettivi dell'impresa, con il fine ultimo di accedere alla quotazione di borsa. Si definisce bridge financing l'operazione di intervento nel capitale di rischio rappresentante un vero e proprio finanziamento ponte tra lo status di azienda a capitale chiuso a quello di società quotata. In questo caso si richiede all'investitore un contributo finanziario in senso allargato, comprendente sia l'apporto di capitale sia la consulenza tecnica per far sì che il processo di quotazione vada a buon fine;
 - o Cluster venture, una tipologia di intervento finalizzata alla creazione di un polo aziendale costituito raggruppando più società operative indipendenti in un'unica realtà, quale una holding, che svolgerà il ruolo di coordinamento strategico e la cui maggioranza è detenuta da una o più società di investimento. Tali società devono presentare un forte grado di integrazione verticale e/ orizzontale e forti similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

In tutti i casi analizzati ci si trova di fronte a iniziative imprenditoriali già sviluppate e l'intervento dell'operatore finanziario è direttamente collegato a progetti concreti. Dal punto di vista tecnico i finanziamenti per lo sviluppo sono per l'investitore più complessi di quelli riguardanti la fase di avvio. Nell'ambito di tali transazioni l'investitore deve negoziare con un numero relativamente elevato di azionisti, portatori di interessi divergenti. Inoltre la fase preliminare di analisi è più complessa, in quanto deve riguardare l'analisi storica dell'azienda, l'analisi economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda, l'analisi del business nonché degli aspetti legali.

- Finanziamento del cambiamento riguarda gli interventi finalizzati al finanziamento di processi di cambiamento interni all'azienda che spesso portano ad una modificazione più o meno profonda dell'assetto proprietario. In funzione delle motivazioni che possono spingere al cambiamento si ha:
 - o Replacement capital ovvero la mera ristrutturazione della base azionaria senza aumenti di capitale. L'investitore nel capitale di rischio si sostituisce temporaneamente a uno o più soci uscenti, i quali non essendo più soddisfatti dall'orientamento strategico della maggioranza tendono a frenare la crescita e lo sviluppo dell'azienda;
 - o Buy-out, qualsiasi operazione di acquisizione di una partecipazione azionaria di una impresa a cui si accompagna il trasferimento della proprietà da un soggetto all'altro. Le motivazioni alla base di queste operazioni sono riconducibili a vicende personali dell'imprenditore, quali problemi di ricambio generazionale, oppure ad eventi esterni che riguardano l'assetto proprietario (vendita di rami di azienda da parte di multinazionali, processi di privatizzazione).

Il leveraged buy-out è una tecnica finanziaria che comporta l'acquisizione di società o di beni aziendali ricorrendo in prevalenza al capitale di terzi e limitando l'investimento finanziario del compratore in termini di capitale di rischio solamente ad una parte circoscritta del prezzo. I capitali presi a prestito a loro volta dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi prodotti dall'attività operativa della società stessa o attraverso la cessione di parte dei beni acquisiti. In questo caso, l'investitore nel capitale di rischio organizza l'operazione, fornendo risorse finanziarie e supporto professionale al gruppo che realizza l'operazione. Nell'ambito delle operazioni di buy-out possiamo distinguere diverse tipologie in funzione delle caratteristiche della nuova proprietà: management buy-out, quando l'investitore organizza l'operazione di acquisto della maggioranza dell'azienda da parte del management della stessa o di un gruppo di investitori che riconosce la leadership imprenditoriale al management; management buy-in, quando un team di manager esperti esterni all'azienda decide di rilevarne la maggioranza attraverso il supporto dell'investitore finanziario; family buy-out, quando l'investitore supporta i membri della famiglia proprietaria che hanno vocazione imprenditoriale nel rilevare dagli altri membri della famiglia le partecipazioni in azienda; workers/employees buy-out, in questo caso l'intervento è diretto a favorire l'ingresso nell'assetto proprietario dei dipendenti dell'azienda che ne assumono il controllo;

o Turnaround financing, interventi diretti alle imprese in difficoltà economico-finanziarie, aventi come obiettivo la ristrutturazione, apportando, oltre alle risorse finanziarie, competenze professionali volte a riportare l'azienda su adeguati livelli di redditività. In queste operazioni gli

investitori preferiscono assumere quote di maggioranza per poter prendere decisioni fondamentali per la sopravvivenza dell'azienda.

Recentemente si sta delineando un'altra tipologia di investimento che si manifesta con riferimento alle imprese quotate ed è finalizzata a sottrarre i titoli della stessa società ai meccanismi di mercato attraverso il lancio di una offerta pubblica di acquisto e la successiva cancellazione dal listino (delisting). In questi casi l'investitore attraverso una operazione definita di *venture purchase of quoted shares* o di *public to private* acquista in prima persona i titoli disponibili sul mercato, nella quantità sufficiente a garantirgli il delisting e utilizza il suo know how strategico e manageriale per preparare l'azienda alla successiva cessione.

1.2. I trade off nelle scelta tra indebitamento e capitale di rischio

L'impresa chiamata a effettuare le proprie scelte finanziarie dovrà quindi essere in grado di valutare le possibili implicazioni derivanti dall'utilizzo delle diverse fonti a sua disposizione. E' ben noto come l'utilizzo del debito bancario ha caratterizzato e continua a caratterizzare la struttura finanziaria di gran parte delle imprese del tessuto produttivo italiano.

Il massiccio ricorso all'indebitamento si presenta inadatto a sostenere la crescita delle imprese; lo sviluppo trova infatti il propellente ideale nel capitale di rischio. Tale principio, pur valido in assoluto, diventa imprescindibile in presenza di situazioni nelle quali gli investimenti aziendali assumono sempre più spesso natura immateriale, e la variabilità ambientale impone alle aziende un elevato grado di elasticità finanziaria, che può essere garantito solo da un alto livello di capitalizzazione. A questo punto risulta importante analizzare gli effetti sul valore dell'impresa e sul costo del capitale se muta il rapporto tra il capitale proprio e di capitale di terzi, ovvero il suo leverage.

1.3.1. Il ricorso al capitale di debito

Costi di fallimento, costi di agenzia, minore probabilità di utilizzare interamente il vantaggio della deducibilità di altri costi quali gli ammortamenti, sono gli effetti negativi di un incremento dell'indebitamento.

All'aumentare del grado di indebitamento, aumentano gli oneri fissi finanziari e aumenta la probabilità che una riduzione del margine operativo lordo determini uno stato di insolvenza con conseguenti possibili costi di fallimento, che includono sia i costi diretti delle procedure, sia i costi indiretti più difficilmente quantificabili. Alla considerazione dei costi di fallimento possono essere ricondotte due affermazioni relative a scelte finanziarie:

- le imprese più rischiose dovrebbero indebitarsi di meno per ridurre la probabilità di incorrere in situazioni di crisi finanziarie;
- le imprese, il cui attivo è costituito essenzialmente da immobilizzazioni materiali facilmente cedibili sul mercato dell'usato, dovrebbero indebitarsi più delle imprese con gran parte di impieghi in attività immateriali, legate all'impresa e difficilmente cedibili in caso di liquidazione.

La propensione dell'impresa a finanziarsi mediante capitale di debito si riduce quando diminuisce la probabilità che l'impresa riesca a utilizzare interamente i vantaggi fiscali da oneri non di debito e di debito deducibili.

Dagli approcci dottrinali che trovano la loro radice nelle teorie di Modigliani e Miller, è scaturita l'intuizione dell'esistenza di un trade-off statico tra i vantaggi fiscali dell'indebitamento e i costi di fallimento. Gli inasprimenti fiscali aumentano il vantaggio del debito e quindi dovrebbero essere associati positivamente alla leva delle imprese; gli aumenti del costo del fallimento (probabilità di fallire e/o costo dello stress finanziario) dovrebbero diminuirla.

D'altra parte, la probabilità di fallimento è positivamente connessa con il volume del debito a parità di rischio operativo.

Gli investitori che vengono a conoscenza che l'impresa è troppo indebitata possono essere indotti a vendere i loro titoli e conseguentemente, nel caso delle aziende quotate, a provocare una riduzione del valore degli stessi titoli. Per il creditore, il rischio aumenta con l'entità del debito dell'impresa e il tasso di interesse non può quindi restare costante al variare del valore del debito. Questi modelli teorici si sono imbattuti in considerevoli difficoltà empiriche, inducendo la ricerca teorica a indirizzarsi su altri fattori che possono contribuire a spiegare la rilevanza della struttura finanziaria sul valore dell'impresa.

1.3.2. Le asimmetrie informative e i conflitti di interesse

Le teorie più recenti si fondano sull'analisi delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse che si verificano quando l'azienda (insiders) e i creditori (outsiders) hanno una diversa capacità di conoscere i fattori rilevanti della gestione.

Coloro che detengono la proprietà dell'impresa e i managers si trovano in una posizione di vantaggio rispetto ai potenziali finanziatori a titolo di debito, disponendo di maggiori informazioni sulla situazione dell'impresa che gestiscono; in particolare, conoscono meglio la situazione finanziaria e le reali possibilità di reddito legate agli investimenti previsti. E' evidente che il rapporto tra l'indebitamento e i mezzi propri costituisce un indicatore del grado di coinvolgimento dei finanziatori a titolo di capitale di rischio nell'impresa e un segnale che quest'ultima emette per far conoscere agli investitori le variabili reali dell'azienda. Il problema diventa l'individuazione del segnale migliore, cioè quello che riesce a trasmettere le informazioni nel modo più efficiente risultando

credibile per il finanziatore e non eccessivamente gravoso per i proprietari e i managers.

Partendo dall'esistenza di queste asimmetrie informative, Jensen e Meckling hanno sviluppato un modello sulla base del quale la scelta tra il debito e il capitale proprio comporta il sostenimento di costi originati dalla necessità di strutturare un sistema di condizioni, detti incentivi, in grado di regolare i rapporti tra i managers, i creditori e gli azionisti al fine di evitare fenomeni di moral hazard. Evidenziati e analizzati i conflitti tra i soggetti sopra menzionati, i due autori hanno applicato lo schema principal-agent ai rapporti tra creditori e azionisti e tra azionisti e managers, spingendo, attraverso l'esame dei costi di agenzia, la teoria della struttura finanziaria.

I costi di agenzia derivanti dal conflitto di interessi tra azionisti e managers vengono ridotti da un incremento dell'indebitamento. Poiché il debito causa flussi di cassa in uscita dovuti ai pagamenti degli interessi, esso riduce il contante a disposizione dei managers per il consumo dei benefits, ovvero i flussi di cassa eccedenti le necessità di finanziamento di progetti di investimento a valore attuale netto positivo. La soluzione dei conflitti tra managers e azionisti costituisce il principale beneficio del finanziamento mediante capitale di debito: emettendo debito, i managers si impegnano in modo credibile ad utilizzare i futuri cash flows per il pagamento degli interessi, riducendo così in modo significativo il costo di agenzia del free cash flow.

I conflitti tra creditori e azionisti derivano invece dal fatto che gli azionisti hanno incentivo ad investire in maniera subottimale. In particolare, se un investimento genera un rendimento eccellente, di molto superiore al valore dei debiti (cioè dell'investimento iniziale), i creditori non ricavano alcun beneficio addizionale, mentre gli azionisti hanno diritto all'intero risultato positivo. Se invece

l'investimento è fallimentare, solo parte della perdita è coperta agli azionisti, che hanno responsabilità limitata, mentre altri creditori sopportano le conseguenze del risultato negativo. In sostanza, gli azionisti sono favoriti da investimenti molto rischiosi, anche se questi riducono il valore complessivo dell'impresa: si pensi alla scelta di intraprendere progetti di investimento caratterizzati da alta varianza e basso valore atteso. Il valore totale dell'impresa diminuisce come risultato netto di un incremento del valore dell'azione ed una più che proporzionale diminuzione del valore dei debiti preesistenti.

La convenienza degli azionisti ad incrementare, *coeteris paribus*, la varianza dei risultati attesi dai progetti di investimento intrapresi, genera il fenomeno dell' "asset substitution", cioè di ricerca di impieghi più rischiosi. Pertanto si ritiene che una struttura finanziaria ottimale possa essere individuata dal trade-off tra i costi di agenzia connessi con il fenomeno dell'asset substitution e i suddetti benefici apportati dai debiti nella soluzione del conflitto tra azionisti e managers. Altri contributi teorici hanno ricondotto i conflitti di interesse tra creditori e azionisti al concetto di reputazione, che riduce la propensione degli azionisti a scegliere progetti di investimento ad alto rischio o il cui valore attuale netto è negativo. Le imprese più solide e antiche preferiscono scegliere progetti di investimento non rischiosi per evitare di perdere la propria preziosa reputazione. Imprese giovani con scarsa reputazione preferiscono scegliere i progetti più rischiosi.

Tabella: Trade-off del debito e ciclo di vita aziendale

	Fase 1 Start-up	Fase 2 Espansione	Fase 3 Crescita	Fase 4 Maturità	Fase 5 Declino
Beneficio Fiscale	Zero, scarsi redditi operativi	Basso	Aumenta con gli utili	Alto	Alto, ma declinante
Disciplina debito	Basso, azionisti-manager	Basso, azionisti-manager	Aumenta, apertura a terzi soci	Aumenta, azionisti ≠ manager	Diminuisce, pochi nuovi investimenti
Asimmetrie informative	Elevate, il business è un'idea	Elevate, trasparenza limitata	Diminuiscono, track record	Diminuiscono, maggiore trasparenza	Aumentano, possibile espropriazione
Costi del dissesto finanziario	Molto alti	Molto alti	Alti	Declinanti	Bassi
Costi di agenzia	Molto alti	Molti, investimenti difficili da monitorare	Alti	Declinanti	Bassi
Bisogno di flessibilità	Molto alto	Alto, imprevedibili			
Trade-off	Costi debito > benefici debito	Costi debito > benefici debito	Benefici debito non irrilevanti	Benefici debito molto rilevanti	Benefici debito > costi debito

Fonte: Dallochio M. (2005), "Finanza d'azienda", Mac Graw-Hill.

1.3.3. La valenza segnaletica della struttura finanziaria

Date le decisioni di investimento, la struttura finanziaria costituisce un mezzo per segnalare informazioni privilegiate all'esterno. Il segnale è una particolare

trasmissione di informazione; esso è caratterizzato dall'esistenza di costi e benefici connessi alla pubblicazione o conservazione dell'informazione, dal fatto che la pubblicazione dell'informazione è indiretta e si esplica mediante azione, e dal fatto che non può essere replicato da soggetti che non abbiano le stesse informazioni riguardo la loro personale situazione.

La valenza segnaletica della struttura finanziaria implica le seguenti ipotesi:

i) i managers conoscono perfettamente i risultati dei progetti di investimento nei diversi stati della natura, mentre gli investitori non hanno accesso alle stesse informazioni; ii) le funzioni di distribuzione di probabilità dei rendimenti sono ordinate secondo il criterio della dominanza stocastica di primo ordine; iii) il compenso dei managers è funzione del valore di mercato dell'impresa questi sono analizzati in caso di insolvenza; iv) le probabilità di insolvenza aumentano all'aumentare dell'indebitamento; questa probabilità di insolvenza (costo) è maggiore per le imprese che intraprendono progetti di investimento di qualità inferiore; v) non è credibile il semplice annuncio al mercato della qualità dei propri progetti di investimento, perché può essere imitato a costo zero anche dalle imprese con progetti di qualità inferiore. Ne discende che gli investitori considerano i livelli di debito elevati come un segnale positivo di qualità dell'impresa. Poiché le imprese di qualità inferiore hanno costi attesi di fallimento più elevati per ogni livello di debito, i managers di queste imprese non imitano le imprese di qualità superiore nell'innalzare il livello dei debiti, ovvero le imprese con progetti di investimento di qualità inferiore non emettono la stessa quantità di debito delle imprese con progetti di qualità superiore, perché il beneficio che ne ricaverebbero è inferiore al costo dell'incremento delle probabilità di insolvenza. Si ottiene quindi la dimostrazione che il valore

dell'impresa, il livello del debito e la probabilità di bancarotta sono tutti positivamente correlati.

Un altro filone teorico sottolinea come le asimmetrie informative generano anche inefficienze nelle decisioni di investimento. Poiché gli imprenditori conoscono la qualità dei propri progetti, mentre i creditori non possono distinguerli, il tasso di interesse applicato ai titoli di debito e quindi il loro valore di mercato riflette la qualità media dei progetti finanziati. Un possibile segnale di bontà dei progetti dell'impresa può essere individuato proprio nella disponibilità dell'imprenditore ad investire capitale di rischio nella propria impresa. Pertanto le imprese che presentano livelli di indebitamento più elevati risultano avere una frazione più elevata di capitale proprio detenuta dall'imprenditore e sono di qualità più elevata.

Le tematiche relative all'informazione non si esauriscono con la valutazione dell'imprenditore e la trasparenza del finanziatore, ma si arricchiscono di contenuti consulenziali, ossia di contatti tra l'imprenditore e il finanziatore volti a precisare le reali opportunità di reddito e i profili finanziari di rischio collegati alle alternative di investimento. Gli accordi contrattuali che legano l'investitore all'impresa hanno spesso contenuti di tipo finanziario e/o di tipo informativo, finalizzati ad ottenere un maggiore controllo sulla gestione dell'impresa. Jensen e Meckling dimostrano che i costi dei controlli disincentivano il ricorso a fonti esterne, perché è logico ritenere che il controllo richiesto dai finanziatori sia sempre più costoso al crescere dell'ammontare dei capitali investiti. Inoltre, i finanziatori possono anticipare i costi dei controlli pretendendo tassi di interesse superiori al crescere dei capitali investiti nell'azienda e quindi del rischio assunto. In ultima analisi è lecito affermare che i costi dei controlli e degli incentivi concorrono a diminuire il valore dell'impresa per gli azionisti il quale, come si è

detto, risente anche dei costi di fallimento associati all'eventuale aumento dell'indebitamento. Il ricorso al capitale di rischio può quindi essere giustificato anche dall'esigenza di ridurre i fattori che all'aumentare dell'indebitamento, incidono sul valore dell'azienda, riducendolo. Ciò conferma, in ultima analisi, l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale che, a seconda dell'incidenza delle varie imperfezioni del mercato, tende a indicare, come fonte di finanziamento preferenziale, il ricorso al capitale di rischio quando si è raggiunto in determinato grado di leverage.

1.3.4. La gerarchia delle fonti di finanziamento

Dopo l'approfondimento di queste teorie, negli anni più recenti si è tentato di rispondere alla questione delle relazioni tra la struttura finanziaria e il valore dell'impresa con un taglio innovativo e maggiormente empirico.

Nel 1984 Myers ha pubblicato un saggio in cui illustra la pecking order theory, una teoria basata fondamentalmente su riscontri empirici, che parte dalla constatazione che quando i managers devono mettere in atto delle strategie finanziarie non pensano ad algoritmi di strutture di finanziamento ottimali, bensì scelgono la soluzione che risulta meno penalizzante. Conseguentemente, la priorità viene data all'autofinanziamento, dal momento che esso non implica il contatto con gli investitori esterni e con la disciplina del mercato dei capitali. Se i fondi interni non sono sufficienti il manager preferisce optare per i finanziamenti a titolo di debito, poiché essi sono meno "impegnativi" dei finanziamenti a titolo di capitale; infine, esaurite le due precedenti fonti di finanziamento, un eventuale ulteriore fabbisogno deve necessariamente essere coperto con i finanziamenti a titolo di capitale. Questi ultimi sono quindi i finanziamenti meno attraenti per i managers perché richiedono una maggiore pubblicità e comportano, da parte dei finanziatori, un'attenzione molto critica sugli

andamenti gestionali. Inoltre, inserendo questo modello in un contesto di asimmetrie informative, non bisogna sottovalutare i segnali negativi che vengono trasmessi al mercato quando si emettono le azioni. Generalmente, l'emissione di azioni comporta una diminuzione del prezzo delle stesse, e quindi è chiaro perché i managers finanziari, sempre attenti a non fare crollare il prezzo delle azioni, diano sempre la priorità al ricorso all'indebitamento. Quando il mercato finanziario non è al corrente della buona qualità dei progetti di investimento dell'impresa, data la sottovalutazione delle azioni, l'eventuale finanziamento mediante emissione di nuove azioni favorirebbe i nuovi azionisti che si gioverebbero maggiormente dei buoni risultati degli investimenti e non apporterebbe beneficio agli azionisti preesistenti che, ipotizzando non comprino alcuna delle nuove azioni, potrebbero decidere di respingere progetti con valore attuale netto positivo.

Questo approccio "pecking order" concentra l'attenzione sulla scelta del finanziamento marginale, cioè sulla dinamica dell'indebitamento piuttosto che sul suo livello.

La pecking order theory presenta il vantaggio di identificare un approccio in grado di dare risposte, semplici e chiare, a questioni rilevanti sotto l'aspetto operativo, come per esempio fornire una spiegazione sul fatto che le imprese meno redditizie sono generalmente quelle che fanno maggiormente ricorso all'indebitamento. Effettivamente, in assenza di allettanti condizioni prospettive di redditività, è più difficile trovare investitori istituzionali nel capitale di rischio, o soci disposti ad aumentare il proprio impegno finanziario.

Tuttavia, la principale implicazione di questo approccio è che l'impresa non tende al raggiungimento di una struttura finanziaria ottimale⁴⁰, perciò la scelta

del finanziamento al margine sarà indipendente dal livello di indebitamento effettivo dell'impresa.

1.4. Le problematiche e i vantaggi riguardanti l'investimento in capitale di rischio

L'imprenditore che intende realizzare gli investimenti programmati non necessita solo delle risorse finanziarie a integrazione dell'autofinanziamento, ma richiede, il più delle volte, delle competenze esterne in termini di consulenza a supporto delle decisioni strategiche.

A differenza delle tradizionali forme di finanziamento, come il ricorso al capitale di debito, la partecipazione al capitale di rischio da parte di investitori istituzionali crea uno stretto rapporto di collaborazione tra l'imprenditore e l'investitore istituzionale che condivide il rischio d'impresa ed è cointeressato al successo dell'impresa. Si tratta di un "capitale conoscitivo, che tende a conoscere e a produrre conoscenza nel finanziare l'investimento".

Oltre al capitale, l'investitore apporta competenze professionali strategiche, finanziarie, di marketing, di organizzazione, manageriali e offre una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale. Tra gli incentivi che solitamente vengono utilizzati in questo tipo di relazione, lo staging capital, ossia all'immissione in più tranches di risorse finanziarie nell'impresa, costituisce un incentivo per l'imprenditore a conseguire gli obiettivi concordati con il finanziatore potendo costituire anche una modalità per sanzionare i comportamenti inefficienti.

Le sanzioni possono bloccare i nuovi apporti di capitale da parte del finanziatore in modo da mettere in condizioni critiche la gestione finanziaria dell'impresa, oppure possono prevedere nuovi apporti di capitale da parte del finanziatore in modo da rendere minore il controllo esercitabile dall'imprenditore.

Vi sono una serie di fattori che concorrono a spiegare le remore dell'impresa nel richiedere l'intervento di investitori istituzionali; difficoltà identificabili principalmente nel temuto aumento dei rischi operativi conseguenti al cambiamento dell'operatività dell'azienda, e negli ostacoli psicologici prodotti dalla percezione negativa dei rischi associati alla quotazione o alla perdita del pieno controllo dell'attività, problematiche ben note nel contesto delle piccole e medie imprese.

Negli interventi volti a sviluppare le dimensioni dell'impresa, il rischio operativo aumenta perché l'apporto di capitale richiesto per entrare in nuovi mercati, migliorare i processi produttivi o allargare la gamma dei prodotti, modifica gli equilibri dimensionali e operativi dell'impresa ampliando la variabilità dei risultati revisionali. A fronte dei rischi operativi dovrebbe innestarsi, con l'intervento degli investitori istituzionali, una corrispondente diminuzione del rischio finanziario dovuto alla maggiore capitalizzazione dell'impresa.

Infine, altre remore manifestate dagli imprenditori o dalla compagine azionaria nel richiedere questo tipo di interventi sono determinate dalle difficoltà insite nel mantenere nel corso del tempo l'interesse degli investitori, nel sostenere gli alti costi, nonché nel rischio di un orientamento di breve periodo da parte dei managers e della possibilità che alle azioni di piccole società non venga data la giusta considerazione dal mercato. L'apertura del capitale di un'impresa ad un socio istituzionale, determina una serie di cambiamenti importanti, specialmente nel caso di imprese a carattere familiare. Per raggiungere il proprio obiettivo, infatti, l'investitore eserciterà un'azione tendente ad elevare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa, a professionalizzarne la gestione e l'organizzazione, a far introdurre o evolvere sistemi di pianificazione e controllo e di monitoraggio dei risultati aziendali. A tal fine, sarà necessario, magari

gradualmente, realizzare la netta separazione tra il patrimonio familiare e quello aziendale, la revisione del bilancio, l'introduzione di sistemi di budgeting e di controllo di gestione, la predisposizione di relazioni periodiche sulla performance dell'impresa.

Oltre agli apporti più strettamente finanziari, alcuni specifici vantaggi che possono essere ottenuti grazie alla partecipazione al capitale di un investitore istituzionale sono i seguenti:

- collaborazione nel tracciare una strategia di sviluppo e nel perseguirla, sfruttando le occasioni di crescita esterna, attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni, joint venture con altre imprese del settore;
- maggiore funzionalità della compagine sociale, che facilita anche la eventuale liquidazione dei soci che non sono più interessati a partecipare all'impresa, senza drenare risorse dalla società;
- un contributo alla realizzazione di una gestione più professionale e manageriale, attraverso l'attenuazione degli eventuali condizionamenti che provengono dalla sfera degli interessi personali e familiari e, comunque, la migliore o più professionale regolamentazione dei rapporti impresa-famiglia;
- crescita del potere contrattuale dell'impresa, grazie alla presenza dell'investitore come azionista di rilievo;
- miglioramento dell'immagine dell'impresa nei confronti delle banche e del mercato finanziario, che eleva l'affidabilità finanziaria dell'impresa e agevola il reperimento di finanziamenti anche per lo sviluppo del capitale circolante (effetto rating);
- maggiore capacità di attrarre management capace ed esperto.

Con il private equity è possibile premiare le opportunità di sviluppo anche di quelle imprese che non necessariamente negli ultimi anni hanno espresso le migliori performance; il fatto di sostenere le opzioni meritevoli esprimendo giudizi slegati da quanto avvenuto nel passato, da un lato allarga l'offerta di informazioni disponibili sul mercato, e dall'altro, accelera lo sviluppo dell'economia attraverso il sostegno delle opportunità di crescita migliori e degli imprenditori più innovativi.

CAPITOLO 2

Il mercato del private equity in Italia

2.1 L'evoluzione normativa in Italia: recenti riforme per favorire il capitale di rischio

L'introduzione dell'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese nel sistema finanziario italiano ha seguito percorsi inconsueti rispetto ad altri paesi: infatti, sebbene l'investimento informale in capitale di rischio, ossia non gestito da investitori specializzati, abbia radici lontane, tale attività è stata sollecitata, più che dal mercato e dalla crescita della cultura finanziaria, dal legislatore e dalle autorità di vigilanza. Si deve risalire alla prima metà degli anni Ottanta, per riscontrare la nascita dei primi operatori di matrice privata, che, attraverso la forma organizzativa della finanziaria di partecipazione, hanno iniziato a investire capitali propri o raccolti presso un numero ristretto di soci in alcune piccole e medie imprese. Successivamente, verso la fine degli anni Ottanta, è stato proprio il sistema bancario, svincolato dalle restrizioni imposte dalla legge precedente il TUB, a intervenire nel mercato, prima attraverso società specializzate, poi direttamente attraverso divisioni interne alle stesse banche.

A partire dalla fine degli anni '90 sono stati progressivamente rimossi i principali vincoli ad una efficace azione operativa nel segmento di mercato del capitale privato di rischio. L'intervento normativo più rilevante, è stata l'istituzione e la regolamentazione dei fondi chiusi di investimento che costituiscono il veicolo privilegiato per "traghettonare" imprese familiari, o comunque aziende composte da un numero limitato di soci, verso un modello di impresa più orientata al mercato dei capitali. Le recenti riforme del sistema fiscale, del diritto societario e del diritto fallimentare, concorrono a rendere ulteriormente favorevole il

contesto per l'assunzione di investimenti nel capitale di rischio. In particolare, il Decreto Legislativo n. 344/2003 ha introdotto alcune novità riguardanti la riduzione dell'aliquota per il prelievo sulle imprese e la scomparsa della possibilità di riduzione della DIT (*Dual Income Tax*), l'eliminazione del credito d'imposta sui dividendi, l'introduzione della "*participation exemption*" che rende irrilevanti i guadagni o le perdite di valore delle partecipazioni, l'eliminazione dell'imposta sostitutiva sulle conseguenze fiscali delle operazioni societarie straordinarie l'introduzione del *consolidato* (nazionale e mondiale), un meccanismo sostitutivo per la compensazione tra debiti e crediti impositivi all'interno dei gruppi societari, nuovi limiti alla deducibilità degli interessi passivi, noti con il nome di *thin capitalization* e *pro-rata patrimoniale*. Si tratta di una normativa che assume una importanza rilevante nelle operazioni di *buy out*, in particolare per la parte riguardante la *thin capitalization* dato che sovente la banca finanziatrice concessa alla "newco" è (anche) garantita dagli azionisti qualificati. Tuttavia, è probabile che un ulteriore sviluppo dei fondi chiusi sarebbe favorito da un regime fiscale più omogeneo tra investitori individuali istituzionali, dato che i secondi sono attualmente penalizzati perché non possono beneficiare dell'imposta ridotta del 12,5% sulle plusvalenze generate dagli investimenti. Indirettamente, una ulteriore riduzione (o eliminazione) della fiscalità sui fondi pensione (ma anche sulle assicurazioni vita, a determinate condizioni) contribuirebbe allo sviluppo di questi ultimi e potrebbe aumentarne gli investimenti nei fondi mobiliari chiusi. La riduzione potrebbe essere concessa ai sottoscrittori di fondi pensionistici (e di polizze assicurative vita) nel cui prospetto sia previsto l'investimento di una percentuale minima del patrimoni in fondi mobiliari chiusi di *venture capital* o in fondi di fondi.

Un importante problema che rimane è relativo alla attribuzione dei proventi eccedenti il rimborso del capitale e la remunerazione ordinaria del capitale ai sottoscrittori di un fondo. Uno dei fattori chiave nella *governance* del fondo riguarda la possibilità di allineare al massimo gli incentivi²⁰³ del *team* manageriale di investimento a quelli dei sottoscrittori di quote del fondo, per minimizzare i problemi di azzardo morale presenti in qualsiasi impresa gestita da *managers*. Nella costituzione del fondo va esplicitato il meccanismo di ripartizione dei proventi extra tra sottoscrittori e *team* di investimento (*carried interest*). Al momento non è concessa l'attribuzione diretta di parte di questi proventi al *team*. I componenti del *team* possono solo essere ricompensati con dei *bonus* corrisposti dalla società di gestione. In questo modo, il *team* di investimento non è pienamente indipendente dalla società di gestione. Inoltre, i compensi percepiti sono soggetti al regime fiscale vigente e non all'aliquota privilegiata del 12,5% sulla *performance* complessiva del fondo. Il confronto con la normativa di altri paesi è qui svantaggioso, e può scoraggiare tanto i sottoscrittori che non vedono giustamente incentivati i componenti del *team* e non si fidano quindi della loro totale dedizione al *business*, quanto i migliori *managers*, se i compensi percepiti hanno una struttura meno vantaggiosa di quella offerta dai fondi esteri.

Anche la nuova normativa societaria ha aperto spiragli per un ulteriore sviluppo del *private equity* apportando alcune importanti novità, in particolare relativamente all'introduzione di una specifica regolamentazione su LBO che esprime un nuovo e positivo approccio verso le operazioni di *leveraged buy out* e la possibilità da parte delle società di scegliere tra una più vasta gamma di strumenti finanziari, incluse le azioni prive di diritto di voto e le azioni ibride, a metà strada tra capitale di debito e *equity*. Questa regola rende la disciplina

societaria più flessibile, aprendo diverse opportunità per accordi di *private equity* e *corporate governance* nelle imprese *target*. I poteri di veto e di controllo sull'attività sociale, eventualmente attribuiti dallo statuto, possono attribuire, quei poteri di influenza sulla società in genere richiesti da un investitore di *private equity* o da un *venture capitalist*. L'autonomia statutaria può infatti attribuire ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi il diritto di nomina e revoca di una componente minoritaria del consiglio di amministrazione (cosiddetto *board representation*) ovvero che stabiliscano l'obbligo del preventivo assenso dell'investitore di *private equity* (o del *venture capitalist*) su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza (cosiddetto *restrictive covenants*). A ciò si aggiungono i nuovi strumenti per incentivare il management grazie ai nuovi strumenti finanziari che offrono una interessante alternativa alle classiche azioni e alla struttura dei *ratchet* per la gestione delle imprese: i fornitori di capitale potrebbero assistere il management e pagarlo per la sua partecipazione iniziale, oppure, il veicolo di acquisto potrebbe emettere azioni subordinate meno costose delle azioni ordinarie.

2.2. Analisi dell'offerta: gli operatori del settore

Utilizzando i dati forniti dall'AIFI (Associazione Italiana delle finanziarie di investimento), possiamo ricostruire la situazione del mercato italiano del *private equity* durante il 2005. Il totale degli investitori analizzati, che rappresenta la quasi totalità dell'industria del *private equity* e del *venture capital*, conta 110 soggetti.

Tabella 2.1: Italian private equity and venture capital players

	2009		2008	
	v.a.	%	v.a.	%
Italian closed-end funds and other generalist country funds	57	52%	49	51%
Early stage funds	20	18%	7	20%
Pan-European funds	12	11%	19	13%
Italian banks and their subsidiaries	11	10%	13	9%
Regional/public/cooperative investors	10	9%	9	7%
TOTAL	110	100%	97	100%

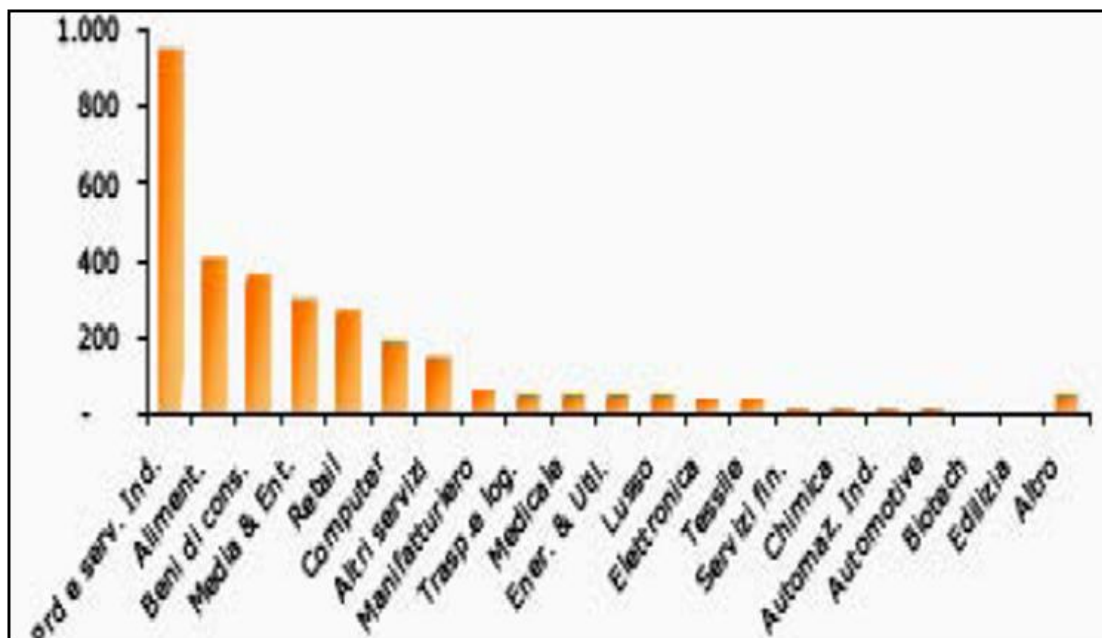
Fonte: Convegno Annuale AIFI

Considerando il dato aggregato dell'attività svolta dalle banche a confronto con gli altri operatori del mercato del *private equity* e *venture capital*, in un intervallo temporale che copre gli ultimi cinque anni, si nota che la quota di investimenti diretti effettuati dalle banche è stata mediamente pari al 24% per quel che riguarda l'ammontare investito e al 17% per quel che riguarda il numero di investimenti effettuati. Il segmento risulta quindi particolarmente concentrato e risente in modo forte dell'attività di un limitato numero di operatori bancari. Gli operatori bancari tendono ad avere, in media, un approccio più prudente, più conservativo rispetto agli altri investitori: l'operatore bancario è un operatore che spessissimo lavora in minoranza e l'operazione tipica è l'operazione di sviluppo, dove comprano dal 20 al 40% del capitale dell'impresa, affiancando l'imprenditore. Passando alla distribuzione settoriale degli investimenti, il segmento degli operatori bancari ha evidenziato un interesse predominante per i comparti tradizionali, quali il manifatturiero, quello alimentare e quello dei prodotti e servizi per l'industria (complessivamente pari al 56% del totale in ammontare e al 32% in numero). Si tratta quindi di settori con prospettive di sviluppo stabili nel tempo. Da segnalare il crescente interesse degli operatori per

le società riconducibili a marchi famosi presso il pubblico dei consumatori finali, sempre più spesso facenti anche parte del comparto dei “beni di lusso” e rappresentanti una componente importante del cosiddetto “*made in Italy*”. Sempre con riferimento alla tipologia di imprese *target*, il peso delle operazioni effettuate in aziende definite dagli stessi operatori high tech si è ulteriormente contratto a livello di numero di investimenti (passando dal 27% del 2004 al 22% attuale), a fronte però di un leggero aumento in termini di risorse investite (che si sono attestate a poco più di 300 milioni di Euro, pari al 10% del totale).

In generale, in effetti, si riscontra un interesse prevalente degli operatori *captive* caratterizzati da una strategia di investimento meno orientata a elevati profili di rischio, verso investimenti in settori tradizionali, mentre quelli di tipo indipendente diversificano le scelte includendo anche i settori *high tech*.

Grafico 2.1: Distribuzione settoriale dell'ammontare investito (Euro Mln)



Fonte: nostra elaborazione

Dal punto di vista settoriale, il mercato italiano nel suo complesso, ancora giovane in relazione alle sue potenzialità di sviluppo, dimostra una scarsa propensione alla specializzazione. Gli investitori sono piuttosto generalisti, con un'preferenza espressa più come fase del ciclo di vita di un'azienda in cui avviene l'intervento piuttosto che come specializzazione settoriale. In linea con questo dato, si evidenzia la sostanziale assenza di operatori bancari specializzati; in questo caso, inoltre, una più spiccata focalizzazione esporrebbe a un maggiore rischio il portafoglio di investimenti e richiederebbe un eccellente *know-how*, in quel particolare comparto, da parte del *team* dei gestori.

Un'altra considerazione strettamente connessa alla specializzazione è quella inerente all'ottimizzazione della combinazione rischio/rendimento per la costruzione del portafoglio di partecipazioni della banca. A differenza degli operatori con un approccio di forte specializzazione settoriale, che maturano una spiccata capacità di valutazione tecnica del business in un particolare comparto e minimizzano il rischio degli investimenti sbagliati attraverso una rigida selezione, gli operatori bancari puntano a raggiungere un'ampia diversificazione di portafoglio per neutralizzare gli andamenti congiunturali e la variabilità della redditività prospettica dei diversi investimenti.

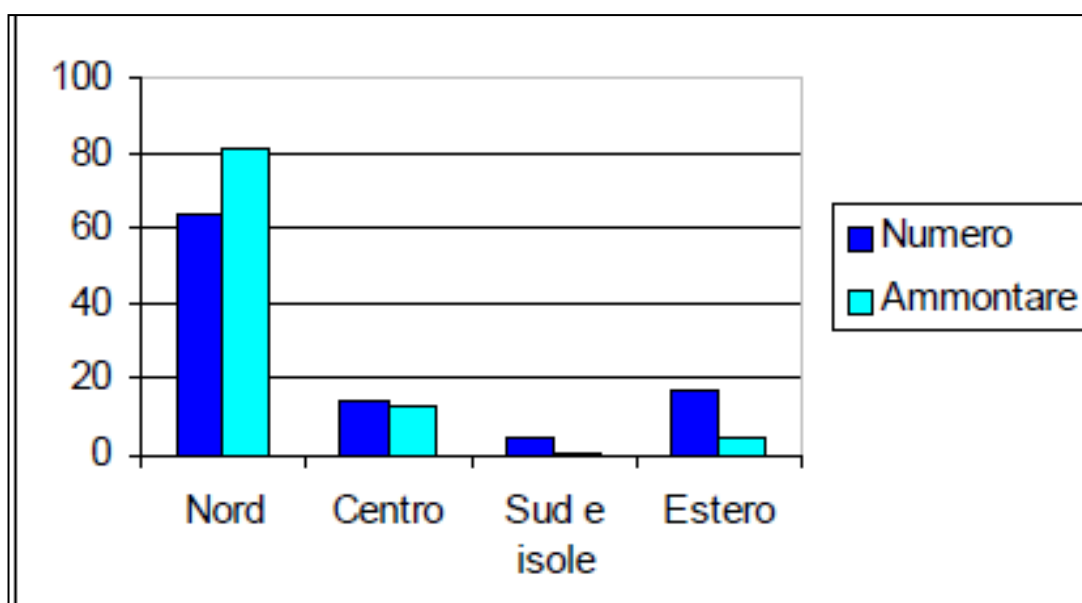
2.3. Uno sguardo alle imprese *target*: le caratteristiche dimensionali e le prospettive nel contesto produttivo meridionale

Una importante variabile dell'attività di investimento, riguarda la distribuzione geografica delle aziende *target*. E' innanzitutto da sottolineare la predominanza dell'attività svolta nei confronti di aziende operanti nel Nord Italia, verso le quali converge la quasi totalità degli investimenti nel capitale di rischio effettuati anche dagli altri operatori. Tra le variabili di riferimento per la selezione dell'

opportunità di investimento, la localizzazione territoriale è tra quelle più di rilievo per gli operatori bancari. In effetti, molto spesso le banche sono collegate, nei loro rapporti di clientela, alle aziende operanti sul territorio di riferimento. Tra l'altro, la specializzazione geografica è il principale tipo di focalizzazione che, attualmente, caratterizza questi operatori, soprattutto attraverso la promozione di veicoli finalizzati a investimenti in regioni o macroaree regionali.

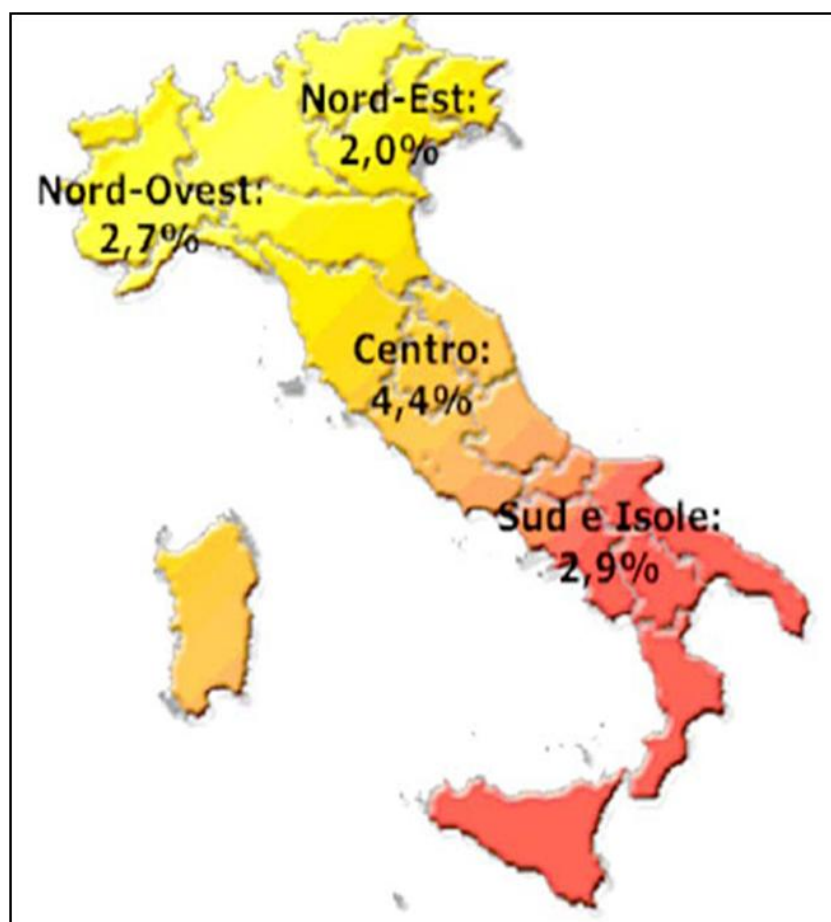
Ins 2 Grafici....

Grafico 2.2: Distribuzione geografica per numero e ammontare investiti



Fonte: Convegno annuale AIFI

Grafico 2.3: Indice di penetrazione del private equity (per numero di imprese)



Fonte: Convegno annuale AIFI

Relativamente alla situazione italiana, merita attenzione questo divario Nord-Sud. L'analisi delle peculiarità strutturali del Meridione contribuisce approfondire la comprensione delle relazioni che legano le risorse locali alla competitività delle imprese e allo sviluppo territoriale. In effetti, l'incremento delle capacità dell'impresa minore di relazionarsi proficuamente all'ambiente esterno tra simbiosi da elementi di specificità interni ed esterni all'impresa stessa. Se si considera il tessuto produttivo del Sud si rileva come lo stesso sia costituito da molteplici e differenziate realtà locali di imprese che presentano caratteristiche competitive differenziate e che, perciò, necessitano di un peculiare sostegno

dall'ambiente esterno. In molti casi queste imprese sono prive di una struttura manageriale e la loro organizzazione si confonde con la figura dell'imprenditore/fondatore piuttosto che con un più moderno sistema manageriale e di deleghe. Gli imprenditori rilevano una preoccupante chiusura verso l'esterno, dovuta appunto alla presenza del capitalismo familiare, e verso il cambiamento che è condizione ostativa a ogni forma di innovazione di prodotto e di processo. Il quadro che emerge dall'analisi è costituito dal fatto che gli imprenditori meridionali hanno avuto finora una visione estremamente dicotomica della finanza esterna: da un lato il finanziamento bancario (spesso proibitivo o eccessivamente oneroso), dall'altro la finanza agevolata (contributi a fondo perduto offerti dallo Stato o dalla UE). Si sono perciò ignorate (per mentalità o più semplicemente per cultura) le innumerevoli forme di finanziamento disponibili per un'impresa in un sistema economico/finanziario evoluto. La tendenza degli ultimi anni è quella di una crescente offerta da parte di operatori che hanno costituito fondi specifici orientati verso imprese del Sud, basti pensare a Fondo Mezzogiorno impresa (MCC-Sopifa), Fondo per la promozione del capitale di rischio nel Mezzogiorno (San Paolo IMI), MPS Venture Sud e MPS Venture Sud II (Gruppo Monte Paschi di Siena) e Interbanca Investimenti Sud (Interbanca – Gruppo Antonveneta).

Tabella 2.2: Fondi chiusi dedicati al Sud

FONDO	GESTORE	OPERATIVO DAL	DURATA	PATRIMONIO TOTALE	PATRIMONIO INVESTITO
Fondo Mezzogiorno impresa	MCC-Sopifa SGR	Febbraio 1999	10 anni	36,1 €/mln	2 €/mln
MPS Venture Sud	MPS Venture SGR	Marzo 2003	8 anni	25 €/mln	11,7 €/mln
Fondo di promozione del capitale di rischio nel Mezzogiorno	San Paolo IMI - private equity	Aprile 2003	10 anni + 3	100 €/mln	20,2 €/mln
Interbanca Investimenti Sud	Interbanca gestione investimenti SGR	Aprile 2003	7 anni	50 €/mln	11,1 €/mln
MPS Venture Sud II	MPS Venture SGR	Marzo 2006	8 anni	25 €/mln	25 €/mln

Fonte: elaborazione propria su dati presi dai Regolamenti dei citati fondi

I suddetti investitori hanno infatti effettuato una analisi del territorio alla ricerca di opportunità, basando essenzialmente sulla divisione delle attività in distretti, passando poi ad una attività di *scouting*, alla ricerca di imprese da finanziare.

Grafico 2.3: Alcuni distretti industriali nel Sud Italia

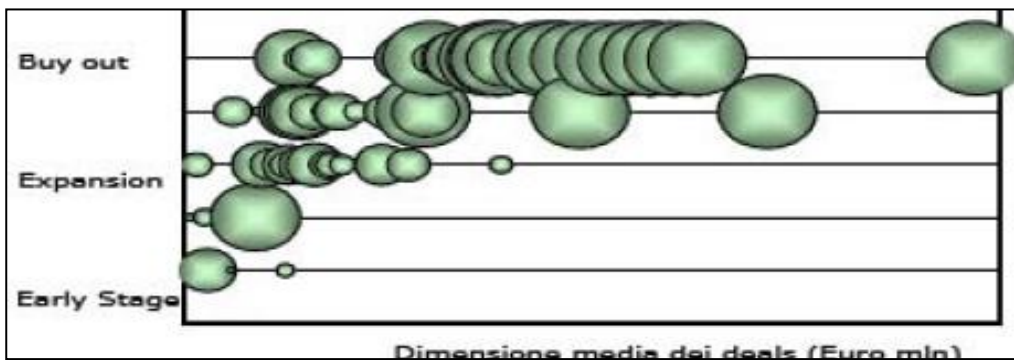


Fonte: Giurazza A. (2005), “Private equity per le PMI”, Vertis SpA

Anche la variabile dimensionale risulta un parametro “sensibile” per gli operatori bancari, così come per gli altri investitori istituzionali nel capitale di rischio. Il panorama economico italiano, è caratterizzato, rispetto a quello degli altri Paesi europei, da una dimensione media molto più contenuta. L’Italia ha il più vasto numero di PMI in Europa, potendo contare su circa 4 milioni di aziende con un numero totale di addetti compreso fra 5 e 250 unità. Questa considerazione è valida trasversalmente per tutti i settori economici, dalla distribuzione organizzata agli operatori finanziari. Il mercato potenziale per le PMI è dunque potenzialmente vasto. La tendenza dovrebbe essere, con il passare del tempo e il crescere progressivo del numero di operatori, di abbassare il target di dimensione. Considerando una classificazione secondo il parametro occupazionale, con riferimento agli ultimi due anni, si segnala ancora un particolare interesse verso le imprese tra i 100 e 500 dipendenti, quindi verso le imprese medio-grandi secondo la definizione comunitaria. Rispetto al 2008, il 2009 risulta caratterizzato da:

- una maggior concentrazione degli operatori di grandi dimensioni sul segmento del *mid-market*;
- una più coerente presenza di operatori di dimensioni contenute sul segmento degli *expansion* di taglio medio ridotto;
- il ritorno dei large e mega *deals*;
- la conferma di una presenza molto contenuta di operatori dediti prevalentemente a operazioni di *early stage*.

Grafico2.4: Analisi del posizionamento operatori nel 2009



Fonte: nostra elaborazione

Volendo concentrarci su un particolare settore, come quello del largo consumo, si nota una tendenza generale a considerare il mercato delle aziende produttrici di beni di largo consumo con un approccio “a clessidra”, vale a dire concentrarsi sulle realtà di dimensione più grande (per esempio Galbani, Carapelli), con quote di mercato e posizionamenti competitivi apprezzabili, anche in relazione a parte dei *competitor* stranieri, e dove è più facile attirare manager di alto livello, oppure sulle aziende molto piccole, con prodotti/mercati di nicchia, di importanza regionale e redditività superiori alle medie di mercato, proprio in ragione della peculiarità specifica dei propri prodotti su base locale o del vissuto del consumatore simile a quello dei beni di lusso. Alcuni fattori rendono infatti difficoltosa oggi la realizzazione di operazioni di *private equity* su piccole aziende

che producono beni di consumo. I margini operativi medi di buona parte delle PMI operanti nel largo consumo sono abbastanza contenuti, progressivamente erosi dal potere contrattuale della grande distribuzione organizzata. Anche la capacità di generazione di cassa è diminuita a seguito dell'allungamento dei termini di pagamento dell'imposta dalla distribuzione e questo limita la possibilità di ricorso al debito per acquisire l'azienda. L'altro ostacolo è quello di riuscire a reperire management di livello in settori dove l'appartenenza a gruppi multinazionali è considerato un fattore di grande prestigio per i dirigenti, che non abbandonano facilmente colossi che fatturano miliardi di dollari.

Capitolo 3

Il processo di investimento da parte degli operatori di Private Equity

3.1 La raccolta

Il processo di investimento da parte degli operatori di Private Equity si compone di una serie di momenti fondamentali il primo dei quali è la raccolta dei capitali

destinati agli investimenti in PE. Questa è un'attività molto complessa che richiede impiego ingente di tempo e risorse economiche.

I soggetti che investono in PE analizzano fondamentalmente tre aspetti:

- Le ragioni relative all'opportunità dell'investimento,
- Il suo ambito geografico,
- Le modalità pratiche della sua realizzazione.

Costoro sono mossi da una motivazione principale che è quella di ottenere rendimenti superiori a quelli offerti dal mercato azionario regolamentato nel lungo periodo. Proprio in quest'ottica tali investitori richiedono dall'investimento in PE un premio che è stato calcolato di norma intorno al 5% in più rispetto all'investimento azionario. Tale differenziale di rendimento è giustificato dalla minore liquidità che contraddistingue queste quote nonché dal maggior rischio percepito.

Alla sottoscrizione delle quote di un fondo, per un investitore risulterà determinante il *track record* dei gestori che rappresenti l'insieme delle competenze acquisite e della reputazione, con particolare rilievo ai rendimenti che sono stati in grado di generare in passato. Le performance passate vengono misurate tramite IRR oppure *money multiple*. Ciò che gli investitori guardano inoltre è l'IRR netto, cioè il rendimento netto del fondo che viene calcolato deducendo al rendimento i costi, le commissioni, e i *carried interest*.

Questo è un processo della vita del fondo in cui le esperienze passate hanno un peso rilevante, infatti la raccolta dei capitali risulta sicuramente agevolata per tutti quegli *investment manager* e fondi che in passato hanno realizzato buoni risultati. Questa esperienza ha il suo peso anche per ciò che riguarda la formazione del *deal flow*. Per tutti i soggetti che si occupano della raccolta, è di fondamentale importanza una strategia di investimento chiara e l'impressione

da parte dell'investitore che il team dei manager sia formato da professionisti, in primis competenti e dotati di precedenti positivi, ma anche affiatati tra loro ed in grado di mettere in atto ottime sinergie (a questo riguardo fondamentali sono i meccanismi di incentivazione).

Nella sottoscrizione delle quote gli investitori vanno a considerare anche altri fattori come la possibilità di diversificare il portafoglio, quella di poter investire in settori che non sono presenti sui mercati regolamentati, quella di poter sottoscrivere quote di fondi a cui potranno concedere finanziamenti successivamente. Il focus geografico del piano di investimento può risultare decisivo, i sottoscrittori tendono sempre a premiare coloro che investono nel proprio mercato nazionale, non solo perché la valuta tende ad essere la stessa, ma per l'insieme delle regole, regime fiscale, contesto legislativo, credibilità e contatti nel mercato finanziario, che dovrebbero essere già conosciuti ed utilizzati. Fondamentale risulta anche l'andamento dell'economia del paese poiché un contesto di forte crescita può essere un elemento di appeal per un investitore estero, ma sicuramente non è l'unico elemento considerato.

Una serie di altri elementi fondamentali che un investitore tende ad analizzare nell'ottica della sottoscrizione riguardano i seguenti aspetti:

- *Structuring Fee*: insieme dei costi direttamente connessi all'istituzione del fondo, relativi a consulenze legali e fiscali, alla registrazione del fondo o all'attività di marketing, che vengono pagati dal fondo stesso andando in deduzione dei fondi disponibili per il successivo *draw down*.
- *Management Fee*: commissione annuale che va dall'1,5% al 2,5% del capitale sottoscritto. Tale commissione viene ridotta al termine del *commitment period*, riducendo il capitale preso come base di calcolo per un ammontare pari agli investimenti dismessi o svalutati. Queste commissioni raggiungono il

livello massimo in termini percentuali dopo il terzo anno per poi ridursi al termine del periodo d'investimento.

- *Transaction Fee*: è una commissione che possiamo ricondurre alle singole operazioni, gravante sulla società nella quale è stato effettuato l'investimento e ricomprensiva anche *aborted cost*.
- *Carried Interest*: una quota dei rendimenti generati dal fondo viene riconosciuto ai gestori (circa il 20% dei guadagni o perdite aggregate realizzate). Nel *fund as a whole* i carried interest vengono calcolati sulla base dei risultati aggregati del fondo e non vengono corrisposti sino al momento in cui agli investitori non sia restituita una somma pari al capitale investito. Più spesso però il meccanismo è di compromesso, cioè i *carried interest* sono calcolati in funzione del rendimento dei singoli *deal*, ma viene corrisposto solo dopo il rimborso del capitale investito.

Le politiche di versamento e distribuzione sono di solito posti in essere in concomitanza dei *deal*, salvo problemi normativi. La durata del fondo è di 10 anni estendibili di 2.

3.1.1 Fund Raising

Il processo di *fund raising* dura di solito circa un anno e non si limita alla semplice raccolta, ma include anche la gestione delle relazioni con i sottoscrittori che risulta di grande importanza poiché consente di massimizzare la probabilità che questi sottoscrivano anche successive raccolte. La trasmissione di tutte le informazioni necessarie per mantenere dei legami con gli investitori avviene anzitutto nelle sedi istituzionali attraverso i tre seguenti strumenti:

- Assemblea degli investitori (con cadenza almeno annuale),
- Reportistica finanziaria sulle performance del fondo che la società di gestione dovrebbe trasmettere ai sottoscrittori alla fine di ogni trimestre ed entro 60

giorni dalla chiusura del periodo di riferimento (120 giorni dalla chiusura annuale).

Le informative scritte comprendono di solito:

- *Fund summary*, riguardo a forma legale, struttura e focus d'investimento, eventi significativi relativi al fondo,
- *Executive summary*, contenente notizie sulle somme versate e investite, sugli investimenti in corso, su eventuali cambiamenti nella compagine della *management company*.
- Il fondo dovrà anche produrre un insieme di informazioni adeguate sulle singole società in portafoglio.

Nel caso in cui dovessero sorgere problemi in relazione a singole partecipazioni, occorre che i gestori del fondo informino tempestivamente gli investitori provvedendo anche all'illustrazione delle possibili soluzioni.

In tutti i modi il processo di *fund raising* è costituito di una serie di fasi. La prima di tutte è dedicata al premarketing che si caratterizza per una serie di visite a investitori già conosciuti e di incontri conoscitivi con nuovi potenziali investitori. Il fine è naturalmente quello di raccogliere informazioni sul loro profilo che permettano di stabilire il grado di interesse. Si procede poi all'avvio dell'iniziativa che si basa sulla scelta dei consulenti che provvederanno a definire la struttura legale e fiscale del fondo contribuendo a redigere i documenti dell'offerta.

In una seconda fase viene distribuito l'*investment memorandum* tramite il quale i gestori di un fondo devono riuscire ad attirare nuovi investitori. Proprio in questa ottica il documento viene stilato con tutta una serie di particolari ed una sintesi dell'attività passata degli *investment manager*, strategie future, elementi caratteristici della loro filosofia di investimento (il documento è detto *investment case*). A tal punto si predispone la *marketing presentation* preparando tutto il

materiale informativo necessario al fine di chiarire interrogativi degli investitori. Tutta questa seconda fase dura circa tre mesi.

Negli ultimi tre mesi vi sono gli incontri direttamente tra responsabili del fondo e potenziali sottoscrittori per ottenere *Soft Circle Commitment*, cioè una vera e propria manifestazione di interesse all'iniziativa anche se pur sempre a livello informale (un accordo di massima). Si osserva che i fondi raccolgono risorse sia a livello internazionale che domestico, ma risulta fondamentale che, nella fase iniziale, il team di manager riscuota supporto dagli investitori domestici poiché i soggetti esteri non affideranno mai risorse ad un fondo che non sia stato in grado di conquistare fiducia dei sottoscrittori del medesimo contesto economico. Una volta conseguita l'adesione di massima da parte di una serie di investitori nazionali, i gestori potranno dedicarsi ai potenziali sottoscrittori internazionali.

La sottoscrizione da parte dell'investitore è spesso legata ad una *investor due diligence* che garantisce l'analisi di un insieme di dati ed informazioni sui gestori del fondo a cui gli stessi *investment manager* dovranno partecipare predisponendo *track record*, notizie sul *timing* e sull'ammontare di *cash flow*, prezzo e struttura degli investimenti precedenti, informazioni finanziarie riguardanti la crescita e lo sviluppo di ciascuna società precedentemente partecipata. Tutte queste informazioni ed altre ancora sono successivamente oggetto di verifica presso la comunità finanziaria.

Queste operazioni di *fund raising* possono essere anche sostenute da primarie istituzioni finanziarie che rivestiranno il c.d. ruolo di sponsor. In particolare queste daranno garanzie di affidabilità, rispetto alle *management company* che spesso sono poco conosciute, contribuendo ad accelerare l'attività di raccolta o agevolare i contatti con nuovi sottoscrittori.

La presenza degli sponsor non viene vista di buon occhio dagli investitori nel momento in cui, a fronte della sponsorizzazione, tali soggetti partecipino alla compagine azionaria della *management company* oppure alla ripartizione del *carried interest*. C'è da dire che tutte queste iniziative di cui si è parlato sinora hanno una serie di costi. In particolare la stesura del *placement memorandum*, la verifica degli aspetti legali e fiscali riguardanti la struttura del fondo nonché la *marketing presentation*. I costi connessi all'inizio delle iniziative come la consulenza legale e tributaria, le ulteriori consulenze ed i costi di marketing verranno a formare l'insieme dei costi vivi connessi all'avvio dell'iniziativa.

3.1.2 Il Marketing

Sino agli anni novanta c'è stata una scarsa consapevolezza nel settore del PE, riguardo il potenziale connesso ad un'attività di marketing orientata, negli ultimi anni qualcosa sembra essere cambiato. Oggi c'è una pubblicizzazione delle organizzazioni, un'analisi dei concorrenti e dei settori con maggiori potenzialità, la definizione di obiettivi di comunicazione. Si è cominciato ad assistere ad esperimenti di un certo interesse come, per esempio, l'ideazione e l'implementazione di campagne di stampa specificatamente indirizzate ai manager di mezza età e di alto profilo, con lo scopo di promuovere il concetto di mettersi in gioco avviando un'attività imprenditoriale, attraverso lo strumento principe dell'attività di private equity: *Management Buy-Out* (MBO) e *Management Buy-In* (MBI).

In modo analogo gli operatori hanno cominciato a porre rinnovata attenzione sulle pubbliche relazioni avviando contatti diretti e continui con la stampa. L'obiettivo di ogni operatore è in primis quello di creare l'immagine di un serio, leale ed esperto partner di imprenditori di successo, differenziandosi da una

concorrenza che spesso ha dato un'immagine di sé troppo aggressiva ed opportunistica.

Il fine è quello di farsi conoscere e posizionarsi agli occhi dei propri interlocutori, qualificarsi.

Il marketing può essere di tipo:

- 1. *Indiretto* verso gli intermediari utilizzando strumenti come contatti con le associazioni di settore, presentazioni a livello personale e sociale collaborazioni con riviste specializzate e conferenze in qualità di relatore.
- 2. *Diretto* verso le aziende target ideale di un possibile intervento nel capitale di rischio.
- 3. *Di prodotto*, verso manager che cercano il salto imprenditoriale (MBO/MBI).

3.2 Identificazione dell'impresa target e deal flow

In Italia si stanno aprendo nuovi scenari in cui la cultura finanziaria all'interno delle aziende è in fase di rapida evoluzione e gli investitori istituzionali possono beneficiare di un processo di sensibilizzazione della struttura imprenditoriale verso modelli simili a quelli già presenti in altri paesi riguardo ai rapporti tra mezzi propri/mezzi di terzi e trasparenza.

In questa ottica aumenta la domanda di capitale di rischio e di accesso al mercato dei capitali che porta a maggiori possibilità per gli investitori istituzionali e gli intermediari finanziari in genere di intervenire direttamente nel capitale oltre che offrire servizi. Inoltre ben si posiziona l'aumento dell'offerta di capitali per operazioni di PE che hanno beneficiato dell'entrata in vigore del modello dei fondi chiusi che risultano essere ottimi strumenti per veicolare gli investimenti. Alla base dell'attività di PE, oltre alla raccolta dei capitali, c'è la ricerca e la selezione delle opportunità di investimento che in Italia è focalizzata in

particolare sulla media imprese, spesso di tipo familiare. Il processo di deal flow può essere scomposto in tre fasi fondamentali:

- Origination,
- Implementation,
- Closing.

Tale schema risulta essere di tipo universale e può essere applicato per più finalità, ma in questo caso verrà utilizzato per l'analisi dell'attività imprenditoriale. Vi è anche una modificazione delle attitudine al variare delle varie fasi. Nella prima fase bisogna individuare opportunità di investimento selezionandole tra una moltitudine, bisogna tentare i primi contatti creando un rapporto di fiducia e battendo la concorrenza. La capacità relazionale è predominante. Nella seconda fase bisogna invece studiare e valutare punti di forza e di debolezza con capacità critico-prudenziale. In questa fase quindi l'elemento analitico la fa da padrone.

Nella terza fase si pesa il proprio potere contrattuale e le proprie capacità negoziali per "imporre" le proprie condizioni o comunque provando a raggiungere quelle maggiormente favorevoli al fine di massimizzare i benefici. All'interno del ciclo del deal flow possiamo quindi riscontrare profili diversi che emergono in relazione allo stadio in cui ci si trova. Queste attitudini caratteriali e vocazioni professionali differenti possono quindi essere così elencate:

- Vocazione Commerciale per la prima fase (Marketing),
- Forti capacità analitiche nella seconda (Analista),
- Vocazione negoziale (Negoziatore).

Nell'*origination* vi è la creazione del flusso di opportunità di investimento che si esaurisce nei primi tre anni circa di vita del fondo che vengono a coincidere con l'*investment period*.

In questa fase si pongono le basi per la qualità e l'esclusività del deal flow che però è spesso intaccato dalle inefficienze informative presenti nel nostro paese mancando referenti naturali per il finanziamento delle operazioni di PE. Avviene infatti che i piccoli e medi imprenditori con valide iniziative, non riescano a trovare soggetti a cui rivolgersi al di fuori delle banche a causa della mancanza di un forte mercato dell'M&A. A causa di ciò gli operatori non possono normalmente contare su di un flusso di *offer documents* professionalmente predisposti e devono affidarsi alle capacità di *origination* interne (*proprietary deal flow*) e sviluppare una rete informale di intermediari e consulenti. Possiamo quindi dire che in Italia spesso questa operazione di screening viene effettuata tramite *networking*.

Analizzando la gestione delle fonti esterne e dello *scouting* diretto, le prime si caratterizzano per la casualità e qualità scadente, fluendo in modo spontaneo e disordinato dal mercato, mentre il secondo è finalizzato alla qualità.

Nella gestione delle fonti esterne vanno posti dei filtri per evitare che le sue caratteristiche principali (casualità e dispersione) siano troppo accentuate. Le fonti esterne quindi vanno indirizzate e selezionate informandole sulle tipologie e sulle priorità dell'attività di investimento, inoltre bisogna garantire un riscontro sollecito riguardo le segnalazioni e, in caso positivo, un coinvolgimento professionale. Effettuando dei *follow-up* della rete di corrispondenti a livello sistematico ed attuando azioni promozionali mirate, si possono raggiungere buoni standard.

Lo *scouting* diretto punta a generare un *proprietary deal flow* di qualità grazie ad approcci differenziati in base ai diversi obiettivi di investimento per operazioni di *buy-out* o *expansion*. Le caratteristiche decisive dello *scouting* sono:

- *L'analisi preliminare effettuata in base alle politiche di investimento*

- *predefinite permette di definire il target;*
- *Gli affinamenti che possono permettere la scoperta di opportunità*
- *poco conosciute al mercato;*
- *Lo stimolare l'interesse degli imprenditori verso il PE;*
- *Le relazioni personalizzate finalizzate al rapporto fiduciario di mediolungo*
- *periodo.*

Diviene fondamentale un'azione di sviluppo ad alto livello dei canali istituzionali, possedere prestigiosi *track record*, diplomazia, contatti istituzionali e non. In fine la conoscenza del territorio e delle sue regole è, a questo livello, spesso decisiva. La selezione delle opportunità di investimento si basa quindi su capacità dell'investitore e dell'imprenditore. Se quest'ultimo è dotato di un buon progetto imprenditoriale, difficilmente prenderà l'iniziativa andando a proporsi al primo, ma se il primo offrisse all'imprenditore non solo finanza, ma anche competenze e professionalità, le cose potrebbero andare diversamente, l'imprenditore potrebbe essere capace di leggere le potenzialità del PE. Il processo di analisi strategica preventiva prevederà quindi in sintesi la definizione degli obiettivi dell'acquisizione, l'identificazione del profilo ideale dell'impresa *target* e la ricerca delle alternative. Si delineeranno le caratteristiche della società ideale da acquisire, il c.d. *targeting*, comprendente la scelta delle qualità dimensionali, del tipo di settore, dell'area geografica specifica a cui riferirsi e grazie alle quali si possono fissare i criteri di acquisizione. Altri elementi fondamentali stabiliti in questa fase sono:

- *Il timing dell'operazione,*
- *La scelta dell'investimento complessivo a livello quantitativo,*
- *Le modalità di finanziamento,*
- *Le implicazioni sul piano-economico finanziario.*

Nella fase successiva verranno individuate una serie di potenziali imprese candidate che rispondano ai criteri di tipo sostanziale, di compatibilità organizzativa, fattibilità finanziaria e possibilità di contatto.

L'operatore tenderà a strutturare il *deal flow* in base alle sue caratteristiche: esperienze passate, immagine, notorietà, in sintesi il suo *track record*, sfruttando la sua fama sul mercato in cui si trova ad operare. Proprio perché la sua fama è legata al mercato domestico, nella creazione del deal flow è rilevante la scelta dell'area geografica di intervento, questione nascente dalla mancanza di trasferibilità delle esperienze e dell'immagine accumulate.

Un operatore avente fama nazionale, non può operare nemmeno a livello comunitario se non sia dotato di una struttura capillare e qualificata negli altri paesi, poiché le possibilità di accedere ad opportunità di investimento in piccole o medie imprese sarebbe praticamente inesistente. Questo handicap può essere superato solo da grandi gruppi internazionali dotati di una fama internazionale nel settore.

Confrontando la realtà italiana con quella statunitense ci si rende conto di come i meccanismi di creazione del deal flow in USA siano basati sulla figura specializzata di intermediari nel settore del *mergers and acquisitions* che conoscono il settore in cui si opera e possono garantire un insieme di know-how e contatti fondamentale per il buon fine dell'operazione. A differenza dei paesi anglosassoni, in Italia persiste una certa diffidenza nei confronti di questi consulenti specializzati e le ragioni possono essere quelle della sottovalutazione delle problematiche insite in queste operazioni oppure precedenti non positivi con società di consulenza. Si osserva come solo le operazioni di maggiori dimensioni transitino per operatori di M&A, mentre nel resto dei casi gli

imprenditori si fidino di professionisti di loro fiducia, ma non sufficientemente specializzati nel settore.

3.3 La negoziazione

Poiché il nostro caso pratico riguarda un processo di individuazione delle opportunità di investimento da parte del fondo, non ci occuperemo in questa tesi dell'alternativa in cui sia l'imprenditore a cercare l'investitore; ciò è anche giustificato dal fatto che questa seconda alternativa viene riscontrata di rado nel nostro paese. Nella negoziazione vengono avviati i contatti con la controparte per vagliare le possibilità di trattativa con l'imprenditore, viene effettuata una valutazione e, in caso, viene concluso e formalizzato l'accordo. In questa lunga e delicata fase possono venirsi a creare tutta una serie di situazioni molto delicate e la presenza di un intermediario può evitare di esporsi in prima persona nonché di dimostrare la propria concretezza ed intenzione di concludere l'acquisto. Sono pochi comunque gli operatori che utilizzano un approccio di tipo metodologico e strutturato in questa fase della trattativa. La mancanza di una "standardizzazione" e metodologia in questa fase, possono essere causa di prezzi di acquisto troppo elevati, condizioni non abbastanza favorevoli sino alla possibile perdita del deal a favore di altri investitori. Per ovviare a queste negatività bisogna partire dalla semplice definizione di negoziazione, cioè un processo decisionale congiunto nel quale i soggetti si caratterizzano per preferenze, opinioni, valori ed obiettivi diversi. La negoziazione cambia naturalmente nel momento in cui vi siano concorrenti, dipende in modo cruciale dalla cifra limite che si ha intenzione di spendere, dal rischio che l'operazione implica e che scaturisce più o meno chiaramente dalla *due diligence*. Un fattore fondamentale è quello delle istanze di ciascuna delle parti: la presentazione preliminare delle singole posizioni permette la pianificazione ed una migliore

contrattazione dei punti chiave, anche al fine di chiarire possibili punti oscuri, preoccupazioni e percezioni, arrivando ad ottenere concessioni da entrambe le parti.

Nella pratica i primi contatti avvengono con proposte scarsamente formalizzate per poi concretizzarsi progressivamente. Nella fase preliminare viene comunque stipulato un accordo avente ad oggetto un impegno di riservatezza riguardo le informazioni aziendali percepite. Si arriva alla *lettera di intenti* nel momento in cui vi siano concrete possibilità di accordo; questa contiene una serie di aspetti economici, legali e societari che verranno ripresi in modo dettagliato nel contratto di investimento. La lettera lega la conclusione del contratto ad una serie di accertamenti (*due diligence*) di tipo formale e sostanziale per arrivare ad una valutazione finale che riesca a stabilire le potenzialità future dell'azienda e i possibili rischi.

In realtà la *due diligence* è presente durante tutta l'attività di negoziazione, ma diventa più intensa con la firma della lettera di intenti che permette al fondo di effettuare analisi più approfondite sull'azienda. La *due diligence* verrà in parte svolta dal fondo ed in parte esternalizzata a favore di professionisti di fiducia ed eviterà l'insorgenza di contestazioni o contenziosi a posteriori.

3.3.1 La due diligence

La due diligence muove da un meccanismo *top-down*, in quella preliminare si utilizzeranno dati di mercato e *benchmarking* con industrie dello stesso settore, per poi arrivare a quella approfondita che utilizza un meccanismo *bottom-up*. Ipotizzeremo di trovarci in un contesto di analisi esclusiva, senza vincoli di tempo, in tal senso non avremo alcun limite di accesso alle informazioni e vincoli di tempo non particolarmente stringenti. In taluni casi invece vi possono essere anche altri concorrenti compratori, con vincoli di tempo non favorevoli ed

accesso alle informazioni tramite *data room*. In questi casi la fase di due diligence può anche essere precedente alla lettera di intenti.

Il processo di due diligence approfondito implica una serie di approfondimenti delle caratteristiche dell'azienda che investono diverse aree:

- 1. *Business due diligence*: inerente le caratteristiche del business, le potenzialità di sviluppo, le prospettive del settore. Questa valutazione viene di solito effettuata dal fondo a differenza delle altre che vengono esternalizzate a società di consulenza e professionisti.
- 2. *Due diligence finanziaria*: riguardante la parte contabile e finanziaria appunto ed avente ad oggetto le informazioni e dati di carattere economico.
- 3. *Due diligence legale e fiscale*: tendente ad analizzare rischi connessi agli aspetti legali e fiscali.
- 4. *Due diligence ambientale*: avente ad oggetto possibili problematiche riguardanti il rispetto dell'ambiente da parte dell'azienda.

La funzione conoscitiva quindi tenderà a verificare che ciò che si compra sia equivalente a ciò che è stato proposto in fase preliminare. Ciò avviene tramite conferma dei dati aziendali chiave, delle passività e dei rischi specifici nonché della cultura aziendale. Una due diligence può avere tempistiche differenti in base alla difficoltà di analisi ed alla chiarezza dell'attrattiva dell'investimento, andando da tre settimane a tre mesi.

I dati risultanti dalla due diligence formano una parte integrante dell'*Information Memorandum* che rappresenta il documento informativo fondamentale per gli investitori istituzionali.

La *due diligence di business*, come detto, viene svolta dal fondo stesso poiché, per alcuni aspetti, risulta la più complessa. Durante questo processo vengono

raccolti dati da integrare a quelli già disponibili dalle c.d. due diligence preliminari, che permettono di elaborare previsioni sull'azienda nel mercato di riferimento e, prima ancora, di stabilirne lo stato di salute. Si tratta quindi di un'analisi di tipo prospettico che risulterà fondante per la stesura del *business plan*, fondamentale per riformare i processi aventi maggiori problematicità, per ottimizzare le risorse gestionali.

Le domande a cui bisogna dare risposta nella stesura della *due diligence di business* sono

diverse e riguardano quindi:

- 1. *Il Mercato*: cioè l'estensione attuale del mercato a livello geografico, le possibili potenzialità di crescita e di segmentazione, i potenziali concorrenti.
- 2. *I Clienti*: quanto l'azienda riesca a rispondere ai bisogni della clientela, quale sia la sua posizione in termini di prodotto e di costi.
- 3. *La Crescita*: le possibili riorganizzazioni dell'attività nell'ottica dello sfruttamento delle opportunità di crescita, il miglioramento dei margini, la possibilità di estrarre ulteriore valore dal target.
- 4. *L'Uscita*: la possibilità di pianificare a priori una chiara strategia di uscita.

Durante la *due diligence di business* si focalizza inoltre l'attenzione sull'area R&S poiché il target può essere legato a fattori di tipo tecnologico per analizzare i quali bisogna pensare ad un team di esperti. L'analisi di business comunque si dovrà basare sulle aree operative dell'azienda come il marketing, le vendite, la finanza e la produzione.

Per ciò che riguarda l'analisi di bilancio, andrà analizzato in modo differenziato in base alla tipologia dell'azienda, alle possibili partecipazioni, licenze o brevetti. In generale, nel conto economico, sarà oggetto di analisi la parte che va dal

fatturato al margine operativo netto, mentre nello stato patrimoniale, il circolante e l'indebitamento.

Si possono distinguere due fondamentali tipi di analisi, quella interna e quella esterna all'azienda, la prima delle quali ha alle spalle uno studio molto delicato e complesso riguardante le fasi operative, i punti di forza, le prospettive future, la seconda avente ad oggetto un'opera di indagine al fine di conoscere e valutare l'azienda stessa.

Vi sono quindi analisi delle serie storiche aventi ad oggetto le vendite per classificazione di prodotti e servizi, oppure per tipologia di clientela, si analizza la struttura dei costi e della quota di mercato a livello di azienda. In un momento successivo vengono organizzati dei meeting con il management per chiarire punti oscuri, per comprendere meglio la visione di business presente e quella futura, per capire quali siano i processi da migliorare. Le rilevazioni dei manager sono di tipo soggettivo quindi andranno verificate in un secondo momento. Un ottimo espediente per percepire in modo anche empirico lo stato di salute dell'azienda può essere quello delle visite. Una programmazione di visite ai siti produttivi, ai depositi, ai punti vendita e ad ogni altro asset dell'azienda può aiutare ad arrivare ad un punto di sintesi della realtà aziendale il più veritiero possibile. Nell'analisi esterna si ricercano informazioni riguardanti il settore, la concorrenza, le quote di mercato, i canali di vendita. Questi dati fanno parte della fase c.d. secondaria poiché hanno ad oggetto dati originati da fonti pubbliche che possono comunque essere utili per l'analisi specifica. Vi è anche una fase primaria in cui vengono creati dati ad hoc per lo studio specifico. Questi dati vengono ottenuti da una serie di soggetti operanti a livello diretto o indiretto con l'azienda, come compratori, fornitori, partner industriali, e possono

essere soprattutto di tipo qualitativo, ma talvolta anche quantitativo. In generale il metodo più utilizzato per la ricerca primaria è quello delle interviste individuali. I casi in cui l'analisi di business si sia rivelata fondamentale nel supportare la scelta di investimento, sono stati molteplici; nel momento in cui questo processo giunga ad esito positivo, consentirebbe di arrivare alla redazione della bozza di contratto di investimento con tutti gli accorgimenti del caso. La due diligence di business permetterà quindi all'investitore di comprendere meglio il mercato specifico, le potenzialità di questo mercato e dell'azienda (analisi interna/esterna), i rischi. A questo tipo di due diligence viene affiancata quella finanziaria che lavora con questa in modo coordinato.

La *due diligence finanziaria*, o contabile, si occupa della riconciliazione dei dati civilistici con quelli gestionali. In particolare ha il fine di:

- normalizzare i risultati economici con lo scopo di eliminare effetti eccezionali non ricorrenti e distorsioni derivanti dall'uso di principi contabili differenti;
- comprendere il processo di generazione dei flussi di cassa e la loro sostenibilità analizzando la struttura patrimoniale storica e prospettica;
- effettuare una valutazione finanziaria dell'azienda e della sua struttura evidenziando fattori di successo e deal breakers;
- analizzare l'andamento economico storico degli ultimi anni;
- analizzare la struttura organizzativa dell'azienda;
- scegliere il rapporto *debt/equity* adatto a finanziare l'acquisizione dell'azienda.

Per effettuare tutte queste indagini bisogna analizzare i trend dell'esercizio in corso e quelli storici, valutare l'andamento dei valori chiave in relazione alle previsioni effettuate, capire le cause delle possibili discrepanze.

Il documento di sintesi conterrà un insieme di informazioni molto dettagliate che permettano di meglio comprendere il profilo economico-finanziario dell'azienda, di ogni singolo prodotto per area geografica.

La *due diligence fiscale* può essere più o meno approfondita ed in base a questo punta a quantificare le passività fiscali già esistenti e quelle potenziali future. Può essere *full o limited*, nel primo caso permette di valutare i rischi fiscali totali in capo all'azienda al fine dell'acquisizione, rischi che verrebbero a cadere sull'investitore nel momento in cui si arrivasse ad un'acquisizione. L'analisi fiscale deve far scaturire un giudizio sull'operato dell'azienda, se vi siano problemi causati da una gestione fiscale poco attenta, se ci sia il bisogno di una riorganizzazione dell'assetto dell'area fiscale dell'azienda dopo l'acquisizione. In una *due diligence limited* si possono controllare solo alcune possibilità di agevolazioni fiscali o addirittura *very limited* con controlli solo sulla documentazione di *data room*.

L'andamento della due diligence fiscale può influenzare la trattativa o, addirittura, portare alla sua interruzione. Nel primo caso possono essere richieste garanzie ulteriori di tipo contrattuale o reale arrivando sino ad una progettazione differente dell'intero investimento.

A livello procedurale si riscontrano variazioni in base al livello di approfondimento della due diligence stessa, ma in generale bisogna:

1. stabilire tempi, obiettivi e modalità di intervento;
2. elaborare possibili criteri di svolgimento;
3. raccogliere la documentazione necessaria;
4. esaminare il materiale raccolto;
5. elaborare possibili problematiche di natura fiscale in base alle informazioni a disposizione;

6. richiedere delucidazioni alla società;
7. determinare le passività potenziali;
8. stilare il documento finale.

Nella prima fase si definiscono gli obiettivi con il committente, costui dovrà dare delucidazioni sull'operazione relativamente alle modalità e tempi, ma in particolare sul motivo della due diligence fiscale. Solo a questo punto si possono stabilire i criteri con cui procedere ai controlli che dipenderanno anche dalla struttura della società oggetto di analisi, quindi dalle possibili società collegate o incorporate.

L'esame della documentazione dipende dal tipo di due diligence fiscale e quindi dal grado di approfondimento. Verranno esaminate problematiche sia di tipo strettamente tributario che contabile e legale, le quali potrebbero avere ripercussioni a livello fiscale.

Durante i colloqui con il management della società vengono discussi i risultati emersi dall'analisi sino a quel momento svolta; ulteriori informazioni possono emergere in questa sede. Dopo tutte queste fasi si dovrebbe essere in grado di determinare le passività fiscali potenziali: la quantificazione e qualificazione di queste ultime viene accompagnato da un giudizio del rischio, cioè della possibilità che si possa arrivare ad una sanzione da parte delle autorità fiscali. In genere all'ammontare delle passività viene accompagnato un giudizio sul rischio tra: certo, probabile, possibile oppure remoto.

Nel report finale si trovano risultati quantitativi e qualitativi con il commento dei relativi rischi.

La *due diligence legale* ha ad oggetto un insieme di verifiche di tipo su questioni che possano andare ad intaccare il valore dell'impresa oppure creare problematiche in un momento successivo alla stipula del contratto. In questo

senso può essere vista come un elemento essenziale e la sua assenza può comportare ricorrenti cause legali.

Le motivazioni che spingono ad effettuare una due diligence legale sono le seguenti:

- dotare il committente di tutte le informazioni necessarie per arrivare alla stipula di un contratto dotato delle adeguate condizioni;
- identificare e verificare i rischi di tipo legale nonché quantificarli;
- individuare gli elementi di maggior valore e sicurezza;
- stabilire l'insieme delle autorizzazioni e procedimenti per porre in essere le operazioni che ci si è preposti.

A differenza della due diligence fiscale, per quella legale bisogna stabilire il perimetro entro il quale ci si va a muovere, ma solo per non impiegare tempo e risorse su problematiche già chiare o chiarificate. Si stabilisce la predisposizione della *due diligence list* che comprende l'elenco preliminare degli argomenti oggetto di analisi, si individuano in tal modo le principali macroaree su cui agire.

Di solito la due diligence legale tende a verificare:

- struttura societaria dell'azienda;
- situazione patrimoniale e finanziaria;
- contratti commerciali;
- adempimenti di legge;
- contenziosi di tipo giudiziale o stragiudiziale;
- adempimenti di tipo ambientale;
- adempimenti sui dati personali e sensibili;
- adempimenti amministrativi.

Durante l'analisi della struttura societaria si analizzano:

- atto costitutivo e statuto;

- violazioni di legge o dello statuto per delibere dell'organo amministrativo e dell'assemblea dei soci;
- operazioni societarie;
- conflittualità interne all'organo assembleare.

Possono essere oggetto di analisi anche possibili partecipazioni in altre società e patti parasociali.

L'analisi dei contratti commerciali può risultare di fondamentale importanza in relazione a possibili responsabilità contrattuali future. Viene data particolare importanza alle clausole di garanzia contrattuale come il recesso o la risoluzione nel momento in cui vi sia un cambio nell'azionariato della società, nonché alla cessione, esclusiva o limitazione della concorrenza.

Oggetto di questa due diligence sono anche i rapporti di lavoro con le possibili problematiche giuslavoristiche: le cause di mobbing, illegittimità, problemi riguardanti l'assolvimento degli obblighi contributivi. Vi può essere la presenza di contenziosi giudiziali e stragiudiziali in capo alla società quindi in tali casi bisogna quantificare i rischi e le possibili conseguenze a livello economico. La presenza di brevetti e marchi deve essere oggetto di verifica in ambito di registrazione ed assolvimento dei successivi obblighi presso gli uffici competenti. Tutti questi fattori possono influenzare l'interesse dell'investitore alla conclusione della trattativa quindi la relazione finale presente nel report consegnato, deve essere dotata di tutti i chiarimenti sulle varie questioni analizzate con relativa documentazione individuando in sintesi i rischi a cui si va incontro.

Nella due diligence legale vi sono anche possibili suggerimenti ed accorgimenti da predisporre a livello di contratto di investimento.

La *due diligence ambientale* può portare a galla una serie di costi occulti che, se conosciuti a priori, possono influire sulla definitiva stipula del contratto di

investimento. I costi occulti possono riguardare per esempio l'inquinamento dell'ambiente circostante, come le falde acquifere oppure impianti non adeguati alle normative ambientali, problemi di salute per dipendenti a causa di polveri o agenti inquinanti che possono portare a cause legali con richieste di maxi risarcimenti. Questa tipologia di due diligence ha inoltre ad oggetto l'analisi di tutti quegli aspetti inerenti l'igiene sul lavoro e la sicurezza dei lavoratori tramite:

- analisi di conformità alle normative vigenti di tutte le attività formali e sostanziali;
- cercare e stimare le possibili passività scaturenti da errati utilizzi del sito che possano
- mettere a repentaglio l'ambiente circostante;
- dare una valutazione delle prassi gestionali ambientali.

Analisi di questo tipo sono quindi molto complesse e possono essere effettuate solo da professionisti aventi conoscenze approfondite delle normative, esperienze tali da valutare le prassi aziendali, capaci di portare avanti questi processi di verifica senza danneggiare la normale attività dell'azienda, ma comunque di evidenziare i possibili punti di debolezza.

Completano il profilo di questi consulenti obiettività di giudizio e capacità organizzative appropriate per effettuare il lavoro in modo efficace, ma soprattutto nei tempi richiesti da committente infatti spesso queste due diligence vengono avviate quando le trattative si trovano ad uno stadio avanzato. Talvolta capita che queste tipologie di due diligence vengano sviluppate a stadi, cioè nel caso in cui ci si trovi in procedure internazionali queste analisi vengono sviluppate in step successivi in base all'andamento della gara con livelli crescenti di analiticità. In generale se ci si trova a lavorare con un team di esperti le cui richieste di documentazione o delucidazioni vengano

assecondate senza improvvisazione, la due diligence può raggiungere un livello di analiticità molto elevato in tempi ragionevoli.

Se volessimo provare a schematizzare il processo di analisi ambientale potremmo dividerla come segue:

- richiesta della documentazione al committente;
- nomina di un referente all'interno dell'azienda da contattare per comunicazioni e delucidazioni;
- preparazione di una check-list comprendente tutti i protocolli di indagine;
- sopralluogo tra i reparti e le aree esterne per rendersi conto delle evidenze;
- visione dei registri per riscontri analitici;
- verifica delle autorizzazioni e delle conformità a norme di legge;
- analisi documenti di manutenzione e monitoraggio impianti di protezione ambientale;
- visione del rapporto sui rischi ai sensi della legge 626/94;
- gestione emergenze, rischio incendi e sostanze pericolose;
- programma di informazione e formazione del personale.

Tutte queste verifiche vengono accompagnate da interviste con responsabili ambiente e sicurezza ed altre persone dell'organizzazione; nel documento vengono predisposti anche report fotografici sulle situazioni di maggior rischio. Nella relazione finale vengono sintetizzate le principali evidenze emerse che vengono sostenute sia a livello quantitativo che qualitativo. Le possibili carenze su cui intervenire vengono quantificate sia in termini pecuniari (per gli interventi da effettuare) sia per scala di priorità. Vengono prospettate anche le possibili responsabilità civili/penali.

La disposizione di un elenco di interventi in ordine di priorità, con i relativi costi, rappresenta un valore aggiunto di questa analisi poiché permette di predisporre i

successivi interventi pianificandoli e prospettando le relative risorse per la realizzazione.

3.3.2 La valutazione dell'impresa: metodi in disuso

Per stabilire il valore di un'azienda si possono utilizzare diverse metodologie che possono preferire nel calcolo, taluni fattori piuttosto che altri e questo fa capire come non vi sia una valutazione oggettiva, ma solo soggettiva la quale può portare ad un range di valori differenti.

Nel processo di valutazione possiamo riscontrare la presenza di due categorie di competenze professionali: "*...aziendalistiche, per cogliere gli aspetti sostanziali e le dinamiche del mercato in cui opera la società, il suo posizionamento competitivo, le implicazioni strategiche, i punti di forza e debolezza, le potenzialità e le prospettive dell'azienda oggetto di valutazione; di finanza aziendale, per dominare nell'aspetto quantitativo temi quali la scelta dei parametri, i tassi, la volatilità, il costo del capitale, i moltiplicatori, la fondatezza dei modelli e così via.*"

I metodi per la valutazione del capitale economico di un'azienda sono diversi, partiamo da

quelli tradizionali che oggigiorno sono caduti in disuso:

- I metodi patrimoniali;
- I metodi reddituali;
- I metodi misti.

Nel *metodo patrimoniale* viene effettuata una stima di tipo analitico dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che ne compongono il capitale. Oggigiorno questo metodo è caduto in disuso per la visione parziale che dà dell'impresa originata dello scarso peso dato alla gestione futura sia negli aspetti finanziari che reddituali, mentre risulta ancora valido per effettuare valutazioni di holding

e società immobiliari infatti questi due soggetti contengono una serie di assets, ma non sono capaci di creare altri flussi di reddito.

Il fatto che questo metodo sia oramai in disuso non scalfisce l'importanza del fattore patrimoniale per la stima del capitale economico, ma non può risultare l'unico elemento di valutazione.

La maggioranza degli studiosi sostiene che l'informazione patrimoniale risulta d'aiuto nel definire:

- *La misura dell'avviamento determinata quale differenziale tra il valore del capitale economico e il capitale netto investito;*
- *L'insieme di beni immateriali e la loro dinamica nel tempo;*
- *L'andamento del valore dell'azienda inteso quale eventuale "generazione o distribuzione di valore";*
- *La base della procedura di ammortamento delle immobilizzazioni finalizzata alla successiva realizzazione del processo di normalizzazione dei redditi storici e prospettici;*
- *Il livello di leverage quale espressione della struttura finanziaria dell'azienda e in quanto tale utile per l'esplicitazione del grado di rischio e del saggio di attualizzazione/capitalizzazione dei flussi.*

Nella valutazione patrimoniale, questi procedimenti hanno il fine di portare ad una stima analitica grazie alla valutazione distinta su ogni elemento del patrimonio; questa stima viene effettuata sulle attività materiali ed immateriali e sulle passività, a "valore corrente" o "valore di mercato". Nel metodo patrimoniale semplice le attività immateriali vengono lasciate fuori a causa di possibili intrinseche difficoltà di valorizzazione oppure per principi di prudenza, ciò non avviene nel metodo patrimoniale complesso.

Il *metodo reddituale* muove dal principio secondo il quale *“il valore dell’azienda oggetto di stima derivi unicamente dai risultati economici che la stessa sarà in grado di generare in futuro”*. In altri termini si può dire che in questa ottica il valore del capitale economico è pari al *“valore del capitale proprio di funzionamento in funzione della futura redditività dell’impresa”*. Questa visione si trova in antitesi rispetto al metodo patrimoniale poiché il capitale risulta costituito da un insieme di elementi economici che *“contribuiscono alla determinazione del risultato economico dell’azienda nel quale il valore del complesso economico medesimo trova la propria giustificazione”*.

Grazie a questo approccio si può riscontrare un doppio valore nella natura di questi elementi costitutivi:

- *Astratto*, poiché le relazioni tra questi elementi sono di tipo complesso e quindi non permettono di effettuare valutazioni di tipo analitico;
- *Unico*, poiché il capitale risulta uguale al risultato di un procedimento di valutazione economica del capitale appunto economico.

La valutazione in questo approccio si basa sulla capacità di produrre reddito da parte dell’azienda e viene effettuata capitalizzando il flusso detto prospettico dei redditi attesi a una data. Per definire il risultato economico atteso si utilizza *“il procedimento estrapolativo che si sostanzia nell’applicazione del metodo comunemente noto come metodo di proiezione dei risultati storici”*. Il Guatri afferma che l’obiettivo di questo metodo deve essere quello di mediare *“tra le esigenze di obiettività e di certezza insite nei dati storici e la necessità di adattamento di tali dati alle variazioni prevedibili di taluni fattori rilevanti, suscettibili di modificare nel futuro il risultato economico”*. Con un’elaborazione complessa si normalizza il valore del risultato economico arrivando ad ottenere il *reddito medio-normale atteso*.

Elenchiamo alcuni degli interventi che portano a questo valore:

- *Eliminazione/redistribuzione nel tempo di proventi e oneri straordinari;*
- *Eliminazione proventi e costi estranei alla gestione;*
- *Neutralizzazione di politiche di bilancio discorsive;*
- *Addizione di componenti di reddito contabilmente non rilevate;*
- *Considerazioni del valore dei beni immateriali da capitalizzare;*
- *Eliminazione degli effetti discorsivi dell'inflazione.*

Il metodo di valutazione in logica reddituale tende a considerare solo la redditività aziendale prescindendo da ogni altra tipologia di valutazione. Poiché neanche questo metodo risulta utilizzato correntemente, non ci soffermeremo oltre.

Ci sono anche *metodi misti* che provano a mutuare i vantaggi del metodo patrimoniale e di quello di valutazione d'azienda in logica reddituale, ma il problema sta nel fatto che non venga analizzata la capacità di generare cassa da parte dell'azienda. Questo punto debole può diventare motivo di inadeguatezza a carico di quest'altra tipologia di valutazione poiché, a volte, un'azienda è capace di creare reddito, ma non cassa (per esempio aziende con grossi fabbisogni finanziari per spesi di investimento).

3.3.3 Il metodo dei Discounted Cash Flow

Vi sono due metodi più sofisticati che permettono di superare questi handicap e sono infatti quelli maggiormente usati dagli investitori per la valutazione delle aziende: il *Discounted Cash Flow (DCF)* ed il *Metodo dei Moltiplicatori di Mercato*.

Questi due metodi risultano complementari e non alternativi poiché permettono di raggiungere l'obiettivo di individuazione di un range di valori per l'impresa in analisi.

Il *DCF* è una metodologia di calcolo che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi generati dall'azienda:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

- W = valore dell'azienda che può essere inteso come *equity value* o *enterprise value*.
- CF_t = *cash flow*, flussi di cassa attesi generati in ciascun periodo futuro t .
- r = tasso di sconto che riflette la rischiosità dei *cash flow* stimati ed il fattore tempo.

Non potendo stimare i flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare da qui all'infinito, occorre introdurre una semplificazione della formula scomponendola in due parti: i flussi di cassa attesi per un certo numero di anni (di solito sono cinque anni) ed i flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare nel periodo che va dalla fine di quello di previsione all'infinito.

I flussi di cassa attesi per il periodo di riferimento vengono desunti dal *business plan*, mentre i flussi di cassa oltre il periodo di riferimento sino all'infinito vengono semplificati supponendo che "l'azienda alla fine dell'orizzonte di previsione analitica, possa generare in perpetuo un certo flusso di cassa normalizzato (concetto espresso dal cosiddetto *terminal value* o *valore finale*)."

La formula (1) diventerà quindi:

$$W = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

dove:

- W = valore dell'azienda.
- CF_t = flussi monetari netti disponibili per gli azionisti attesi anno per anno.
- N = numero di anni dell'orizzonte di previsione analitica sui flussi di cassa.
- r = tasso di attualizzazione dei *cash flow*.
- TV = *terminal value* (o valore finale) dell'azienda all'anno N, dato da CFN x 1 + g, r -g

dove CFN è il flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione (opportunamente normalizzato) e g è il tasso di crescita dei flussi e dell'azienda.

Si può quindi affermare che la prima componente rappresenta *“il valore dell'azienda sulla base della sua capacità di generare cassa in un orizzonte di previsione in genere di 5-7 anni, mentre la seconda, il valore residuo (TV, terminal value), ossia il valore che avrebbe l'azienda alla fine del periodo di previsione assumendo che possa generare all'infinito un flusso di cassa normalizzato (CFN) che cresca nel tempo a un tasso g costante (growth rate).*

In pratica il flusso di cassa normalizzato viene considerato come una rendita perpetua e il TV dell'azienda viene calcolato proprio con la formula della rendita perpetua a crescita costante.”

I due componenti della (2) verranno quindi attualizzati e l'equazione fondamentale del DCF diventerà:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_N * (1+g)/(r-g)}{(1+R)^N}$$

Bisogna decidere a questo punto se effettuare l'analisi determinando l'*enterprise value* oppure l'*equity value* e poi determinare gli elementi che permettano di risolvere l'equazione del valore:

- CF_t, i flussi di cassa stimati ogni anno per N anni;
- CF_N, il flusso di cassa normalizzato;
- r, il tasso di sconto;
- g, il growth rate.

Questo approccio può essere schematizzato come segue:

- Stima dei flussi di cassa attesi ogni anno per N anni.
- Attualizzazione dei flussi di cassa attesi ogni anno per N anni.
- Determinazione del terminal value e successiva attualizzazione dello stesso.
- Stima del valore del capitale di rischio dell'azienda (W_e).

Nella prima fase vengono calcolati i flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare durante l'orizzonte di previsione analitica scelto (N) che verrà scelto in un'ottica di stabilizzazione dei cash flows; di solito vengono considerati stabili nei cinque o massimo sette anni.

Se si sceglie di determinare l'*enterprise value* "i cash flow da prendere in considerazione sono i flussi di cassa operativi (FCFO, free cash flow operation) o anche detti flussi di cassa disponibili per l'azienda (FCFF, free cash flow to firm)."

Nel momento in cui si scelga di determinare l'*equity value*, si calcoleranno "i flussi di cassa disponibili per l'azionista o free cash flow to equity (FCFE) e a differenza dei primi, che rappresentano la liquidità generata dalla sola gestione operativa dell'azienda, scontano anche la gestione finanziaria dell'impresa"..

Il metodo che garantisce maggiore semplicità è il primo il quale inoltre permette di arrivare ad una stima più realistica anche grazie a procedimenti meno complicati.

“Il mondo accademico e la pratica applicativa hanno mostrato un’accentuata preferenza per l’impostazione dell’Unlevered Discounted Cash Flows Analysis[...] soprattutto in ragione della sua crescente diffusione”.

I metodi per calcolare l’FCFF sono:

margine operativo lordo (MOL o EBITDA)

± Δ Capitale Circolante

± Δ fondo TFR, fondo trattamento fine rapporto

- investimenti operativi

+ disinvestimenti operativi

- imposte sul risultato operativo (EBIT)

= FCFF

I metodi di calcolo dell’FCFE invece:

margine operativo lordo (MOL o EBITDA)

± Δ Capitale Circolante

± Δ fondo TFR

- investimenti operativi

+ disinvestimenti operativi

- interessi passivi netti

- imposte sull’utile netto

± rimborsi/versamenti di capitale

± Δ programmata dell’indebitamento

= FCFE

La seconda fase si caratterizza per l'attualizzazioni dei flussi di cassa ad un tasso che deve riflettere il rendimento che i finanziatori dell'azienda reputano accettabile in relazione al rischio collegato. Si definisce K_d il costo del capitale di debito finanziario, cioè il rendimento richiesto dai finanziatori a vario titolo del debito, il quale è ottenibile effettuando una media ponderata delle singole componenti del debito finanziario, al netto dello scudo fiscale del pagamento degli interessi. Si definisce invece K_e il costo del capitale proprio (o equity) che rappresenta invece il rendimento richiesto dai finanziatori che partecipano al capitale di rischio, il rendimento obiettivo che costoro vogliono ottenere dall'investimento. L'enterprise value viene calcolato scontando il FCFF tramite un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale chiamato WACC (weighted average cost of capital). Questo tasso è rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori a titolo di debito e di capitale di rischio e *“viene determinato come media dei rendimenti richiesti sul debito (K_d) e sull'equity (K_e), ponderata in funzione dei rispettivi contributi alla copertura finanziaria del capitale investito netto”*. In questo modo si calcola quindi il costo del capitale dell'impresa.

La struttura finanziaria non è quella dell'azienda attuale, ma si riferisce ai pesi scelti per calcolare una funzione di composizione ideale dei mezzi propri e di terzi, una struttura finanziaria detta infatti obiettivo poiché viene programmata a priori. In questa fase si pone la problematica connessa al tasso di attualizzazione che *“riguarda la scelta di un tasso unico per tutto il periodo o tassi diversi anno per anno. Sicuramente la soluzione metodologicamente più corretta indurrebbe a scegliere un tasso diverso per ogni anno, ma la difficoltà di una simile determinazione fa spesso ripiegare su un tasso unico applicato ai diversi flussi finanziari annuali”*.

La formula per il calcolo del **WACC** è:

$$k_e \frac{E}{D + E} + \frac{D}{D + E} K_D$$

Dove:

D = *debt*, cioè la posizione finanziaria netta

E = equity

Ke = costo dell'equity

$\frac{E}{E+D}$ e' il peso dell'equity

$\frac{D}{E+D}$ è il peso del debito sulla dotazione finanziaria complessiva

Kd = costo del debito (al netto delle tasse) per la struttura finanziaria ideale. Bisogna specificare che nel calcolo del WACC spesso viene utilizzato il valore contabile desunto dal bilancio al posto del valore di mercato dell'equity e del debito poiché questi ultimi sono di difficile stima. L'errore sta nel fatto che l'investitore valuta il suo investimento sulla base di ciò che ha impiegato per acquistare una quota di capitale al valore di mercato, con metodi che desumono le stime dal bilancio, il rendimento viene giudicato dal rapporto capitale investito/patrimonio netto.

Nel momento in cui si scegliesse di determinare l'*equity value* dell'azienda, si dovrebbero attualizzare i FCFE con un tasso di sconto che è pari al rendimento

richiesto dagli azionisti per il rischio assunto nell'impresa, quindi il costo del capitale di rischio K_e che è pari a:

$$r_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Dove:

R_f = tasso free risk

β = coefficiente beta

R_m = rendimento medio del mercato azionario

$R_m - R_f$ = premio per il rischio (market risk premium)

Il K_e rappresenta il rendimento obiettivo che si vuole ottenere investendo nell'impresa target.

Il metodo che viene utilizzato nel calcolo del K_e si chiama CAPM, capital asset pricing model, in taluni casi viene anche usato l'APT, arbitrage pricing theory.

Nel CAPM il rendimento atteso è dato dal rendimento di un titolo risk free, che indichiamo con R_f (di solito è pari al rendimento di un BTP decennale), più un premio per il rischio, ($R_m - R_f$). Il premio per il rischio è dato dalla differenza tra tasso di rendimento medio storico di un portafoglio, che si rifà di solito all'indice borsistico Mibtel, ed il risk free rate.

Nel caso di società quotate lo spread è di solito del 4,5%, mentre per il private equity "è possibile affermare che il premio di rischio negli investimenti sia molto più elevato rispetto a quello dei normali titoli quotati. Le ragioni di tale affermazione risiedono essenzialmente nella maggiore rischiosità di tale tipo di investimento.[...] data l'oggettiva difficoltà della formulazione di quantificazioni precise in merito al premio di rischio, non è azzardato *indicare un range del 15-20 %, molto maggiore quindi rispetto a quello usuale per gli investimenti azionari*".

La motivazione della forte differenza negli spread è da collegare quindi alla maggiore rischiosità che è originata da:

- Illiquidità delle quote;
- Regolamentazione differente dalle società quotate riguardo trasparenza e tutela degli
- azionisti di minoranza;
- Dimensioni minori che portano ad un maggiore rischio di mercato ed imprenditoriale.

Quindi il rendimento atteso del mercato è dato dalla somma tra il tasso privo di rischio e la remunerazione per il rischio caratteristico di mercato. *“Poiché gli investitori vogliono essere compensati per il rischio che corrono, il premio per il rischio è presumibilmente positivo[...]generalmente si sostiene che la migliore stima del premio per il rischio futuro sia il premio per il rischio medio del passato.”*

La formula (5) implica una correlazione lineare tra rendimento atteso di un titolo ed il proprio beta il quale rappresenta il coefficiente di rischiosità dell'impresa.

Al variare del valore del β la *Linea di mercato degli investimenti (SML)* cresce, infatti per un β pari a zero il rendimento atteso o costo del capitale di rischio sarà pari ad R_f , mentre per β crescente sarà crescente e positivamente inclinata anche la *security market line*. Nel momento in cui il β assuma valore superiore all'unità, l'azienda a cui si riferisce può essere catalogata come molto rischiosa, viceversa per valori al di sotto dell'unità. In sintesi il β individua il rischio specifico di un investimento, mentre il CAPM ci dice come gli investitori riescano ad eliminare parte del rischio dell'investimento grazie ad una strategia di diversificazione. Nel β si accumula l'ammontare di rischio che non può essere diversificato:

il rischio non diversificabile appunto, che avrà fondamentale importanza per la valutazione del K_e .

I valori che di solito vengono assegnati al beta sono valori medi riferiti al settore di appartenenza dell'azienda e quelli disponibili sono di tipo *levered*. Questi sono influenzati da due tipi di rischi:

- Rischio Operativo;
- Rischio Finanziario dell'Iniziativa.

Il beta viene calcolato *“analizzando statisticamente i ritorni azionari del titolo in questione e comparandoli con l'indice di riferimento[...]*Il beta così definito è un *indicatore tipicamente borsistico, facilmente calcolabile ed ottenibile da database specializzati per le società quotate. Per quanto attiene al private equity, e quindi alle società non quotate, la sua stima è molto più difficoltosa se non, in alcuni casi, impossibile.*”

In questi casi vengono in aiuto due tipologie di Beta:

- Il c.d. *Shadow Beta* che viene desunto da società quotate aventi caratteristiche simili a quella in oggetto;
- Il Beta di settore che viene calcolato su società appartenenti al medesimo settore, ma quotate.

Questi *beta levered* possono essere trasformati in *unlevered* tramite una formula che sterilizzi i rischi connessi al settore:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + D/E} * \frac{1}{(1 + t)}$$

Dove:

β_u = beta *unlevered* della società del settore

β_L = beta *levered* della società del settore (disponibile sul mercato)

D/E = rapporto di indebitamento della società del settore

t = aliquota fiscale effettiva

A questo punto può essere calcolato il *beta relevered*, cioè quel beta calcolato per tenere conto dei rischi operativi e finanziari della società:

$$\beta_R = \beta_U * \left\{ 1 + \left[\left(\frac{D}{E} \right) * (1 - t) \right] \right\}$$

Dove β_R è il beta *relevered* della società oggetto della valutazione e rappresenta il beta che verrà inserito nella formula del costo del capitale di rischio, K_e .

Nella fase tre vengono stimati i cash flow utilizzando il *business plan* per i primi cinque anni, mentre oltre questo periodo vengono determinati i *terminal value* tramite uno di questi metodi che “*risultano prediletti dalla teoria finanziaria*”:

- Approccio della Crescita Costante;
- Approccio della Convergenza;
- Approccio dei Multipli.

Il primo procedimento, detto anche *Perpetual Growth Rate Method*, si basa sull'individuazione dei free cash flow oltre l'ultimo anno di previsione analitica, ipotizzando che crescano ad un tasso g (*growth rate*) supposto costante in perpetuità. Si utilizza in questo caso quindi la formula della rendita perpetua:

$$TV = CF_N \frac{(1 + g)}{(r - g)}$$

Dove:

CFN deve rappresentare il flusso di cassa generato dall'azienda in condizioni di stabilità ed in questa ottica si assume uguale al flusso generato dall'azienda nell'ultimo anno di previsione analitica. Il *growth rate* g , è pari all'indice di redditività attesa dai nuovi investimenti moltiplicato per il tasso di reinvestimento dei flussi, ma può anche essere calcolato sulla base di dati storici dell'azienda.

Per flussi unlevered:

$$g = \text{ROI} \times \text{Tasso di Reinvestimento} \quad (9)$$

Dove:

ROI = return on investment, Risultato Operativo / Totale Capitale Investito

Il tasso di reinvestimento = Investimenti / FCFE

Se invece ci troviamo nel caso di approccio *equity side* e quindi su flussi *levered*:

$$g = \text{ROE} \times \text{Tasso di Reinvestimento} \quad (10)$$

Dove:

ROE (*return on equity*) = Utile Netto / Patrimonio Netto

Tasso di reinvestimento = Investimenti Finanziati con *equity* / FCFE

Per l'analista risulterà fondamentale tenere in grande considerazione anche il tasso di sviluppo del mercato, le politiche dei concorrenti, le risorse aziendali

dell'impresa in esame, il tasso di crescita del fatturato, le possibilità di sviluppo della quota di mercato.

L'approccio della convergenza è di tipo più prudentiale rispetto al primo poiché *“assume che, a causa della competizione, al di là dell'orizzonte di previsione, il rendimento del nuovo capitale investito netto sia pari al costo del capitale stesso.[...] si ipotizza che il ROIC (Return on Invested Capital, dato dal Net Operating Profit After Tax / CIN) sia pari al WACC”*. In altre parole nel periodo successivo agli anni di previsione analitica, gli investimenti realizzati dall'azienda hanno un valore attuale netto pari a zero:

$$TV = \frac{NOPAT \text{ atteso anno } N + 1}{WACC}$$

Con il terzo approccio, quello dei multipli, il terminal value assume valore pari a quello che avrebbe l'azienda nell'anno T+1 calcolato con il metodo dei moltiplicatori:

$$TV = EBIT \text{ anno } T \times \text{multiplo} \quad (12)$$

Anche il TV va attualizzato qualsiasi sia il metodo di calcolo e quindi, nel caso si stia utilizzando l'FCFF, il tasso di sconto sarà il WACC, mentre per il FCFE si utilizzerà il Ke.

Nell'ultimo step si stimerà il valore dell'equity dell'azienda e quindi, in base all'approccio utilizzato, il risultato del *Discounted Cash Flow* sarà:

- Il valore dell'azienda nel suo complesso (Wf) con l'approccio *asset side*, a cui bisogna detrarre/aggiungere il valore di mercato dell'indebitamento

finanziario netto (se la PFN è negativa/positiva) per arrivare alla stima del solo capitale economico We ;

- Il valore rappresentante il capitale di rischio dell'azienda con l'approccio *equity side*

3.3.4 I metodo dei multipli

Il concetto di valore d'impresa viene ricondotto a quello di capitale economico il quale viene definito come *"il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni"*⁶¹. Quando si prova a valutare il capitale economico di un'azienda si tenta di quantificare a livello oggettivo *"l'attività di creazione del valore da parte del management dell'impresa"*.

"I prezzi sono dati espressi dal mercato; i valori sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni." Il Guatri vuole sottolineare come non vi sia coincidenza tra valori e prezzi, ciò accade poiché vi sono una serie di fenomeni interni ed esterni all'azienda che influenzano il valore di quest'ultima, ma non sempre possono essere conosciuti o percepiti dall'esterno. Nel private equity si tende quindi, più che a valutare l'azienda, a prezzarla: ciò avviene perché si prescinde in parte dalla valutazione teorica per dare maggior valore allo scambio ed in particolare alla negoziazione tra le parti che si caratterizzano per forze contrattuali.

Proprio in base a questa semplicità, i metodi più diffusi, sia a livello nazionale che internazionale, sono quelli di valutazione per multipli dell'*enterprise value* il quale può essere effettuato relativamente a:

- Fatturato (*Sales*);

- Margine Operativo Lordo (EBDIT);
- Risultato Operativo (EBIT).

L'*enterprise value* (EV) è dato dalla somma tra valore dell'equity totale e posizione finanziaria netta (PFN):

$$EV = \text{shareholders value} + PFN \quad (13)$$

Dove la PFN "*rappresenta l'impegno finanziario totale della società, sia a breve che a lungo termine [...] comprenderà solo impegni di natura finanziaria, escludendo i debiti e crediti di funzionamento*". Bisogna specificare che la PFN verrà addizionata allo SV nel momento in cui i debiti finanziari siano superiori alla cassa (posizione finanziaria netta negativa), altrimenti verrà sottratta. Per le operazioni di *leverage buy out (LBO)* lo SV coinciderà con il prezzo pagato, per questo motivo SV+PFN viene detto *all in price*.

Il risultato di questa somma verrà poi messo in rapporto con uno dei tre elementi elencati per ottenere il relativo multiplo. Per esempio l'EBIT multiple risulterà:

$$EBDIT \text{ multiple} = (\text{shareholders value} + PFN) / EBDIT \quad (14)$$

Nel caso *Sales* si calcola il valore dei ricavi netti di vendita, quindi prendendo in considerazione il fatturato da beni e servizi ed escludendo: sconti, incrementi di valore per lavori interni, altri ricavi non riconducibili all'attività produttiva.

L'*Earnings Before Depreciation Interest and Taxes (EBDIT)* equivale al nostro MOL ed è "*l'indicatore più importante della profittabilità aziendale, tanto che il rapporto EBDIT/fatturato è il primo indicatore che viene esaminato nell'ambito di una transazione di private equity*". Alla differenza tra ricavi e costi di produzione (con l'esclusione degli ammortamenti) andranno reinseriti i costi per materie prime, semilavorati, prodotti finiti e servizi, costi per il personale,

accantonamenti per fondo svalutazione crediti nonché altri ricavi/oneri che possono essere inclusi in base alla loro natura operativa.

L'EBIT (*earnings before interest and taxes*) comprende EBDIT più gli ammortamenti ordinari che sono: gli ammortamenti materiali, canoni di leasing, ammortamenti immateriali da riferire ad investimenti che siano dotati della caratteristica di necessarietà e ricorrenza come quelli per brevetti, software e marchi.

Il valore dell'EBIT di solito viene calcolato anche sullo storico oppure tramite stima normalizzata dei risultati prospettici.

Una volta calcolati i valori di base bisogna valutare il multiplo tramite *“regole pratiche ed empiriche o meglio, alla contrattazione tra le parti che, in fondo, vale molto più di ogni teoria”*. Si può dire infatti che al momento dell'acquisto il valore è dato da:

- Posizione Finanziaria Netta;
- EBDIT;
- Multiplo stabilito in sede di negoziazione.

Di solito il multiplo di entrata ed uscita rimane lo stesso, quindi l'investitore dovrà lavorare su fatturato, redditività e capacità dell'azienda di ripagare il debito (*debt capacity*) per aumentare il valore della società e realizzare una plusvalenza.

La *debt capacity* si misura grazie a tre fondamentali indicatori:

- $EBDIT / Sales$, che rappresenta la redditività reale e deve aggirarsi intorno al 12%;
- $Working Capital / Sales$ che ci dice quanta parte delle vendite viene immobilizzata in capitale circolante;

- EBDIT – *Capital Expenditures / Sales*, rappresentante la capacità di generare cassa tramite l'attività strettamente operativa. I CAPEX sono *flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti in capitale fisso.*

3.3.5 Cenni sul metodo del Price / Earnings e sul Venture Capital Method

Il P/E è un metodo di valutazione che si caratterizza per l'estrema semplicità di calcolo e viene applicato al private equity tramite alcuni accorgimenti. Il valore del multiplo P/E viene calcolato in modo empirico, come per gli altri multipli EV per poi essere moltiplicato per il valore dell'utile netto. Il primo accorgimento viene applicato all'utile netto poiché *“nell'ambito del private equity si riscontra una certa tendenza a calcolare i multipli di entrata nell'investimento sulla base di risultati che siano il più possibile certi, per cui il risultato netto considerato è normalmente quello dell'ultimo bilancio di esercizio approvato; se l'operazione avviene in prossimità di fine esercizio, si potrà considerare un risultato di preconsuntivo”*.

Inoltre l'utile viene scorporato dell'ammortamento sull'avviamento poiché quest'ultimo non viene considerato una posta ricorrente appartenente alla gestione ordinaria.

Per il private equity il metodo migliore per determinare il multiplo è quello dell'analisi di una serie di aziende quotate (*peer group*) aventi caratteristiche comparabili e di queste calcolare un P/E medio da utilizzare. Per evitare possibili distorsioni che si possono nascondere dietro questa media, negli ultimi anni sono state elaborate tecniche alternative che tendono ad analizzare correlazioni

statistiche tra il rapporto P/E ed altre grandezze per poi effettuare studi di regressione per ottenere approssimazioni le più veritiere possibili.

Il *Venture Capital Method* “*rappresenta una modalità di valutazione abbastanza diffusa tra gli investitori nel capitale di rischio di imprese non quotate*” e valuta i flussi di cassa futuri in entrata, per il periodo che arriva sino al momento del disinvestimento, per attribuire un valore finale all’impresa. Il valore finale dell’impresa (*terminal value*) viene attualizzato con un tasso “*generalmente compreso tra il 30% ed il 70%, in funzione del rischio associato allo specifico investimento*” ottenendo il *discounted terminal value* dell’impresa. In base a questo valore sceglieranno l’ammontare da investire.

3.3.6 Il Business Plan

L’analisi del *Business Plan* viene condotta da parte del venditore nella fase di *due diligence*, ed è un documento che *illustra le intenzioni strategiche dell’imprenditore e del management relative alle strategie competitive dell’azienda, le azione che saranno realizzate per i raggiungimento degli obiettivi strategici, l’evoluzione dei key value drivers e dei risultati economici e finanziari attesi. Esso ha un ruolo vitale nell’ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile al management per la rappresentazione della propria visione imprenditoriale; ai componenti del consiglio di amministrazione [...] e all’investitore per valutare la potenzialità del business, capirne le caratteristiche e simulare i potenziali ritorni dell’investimento connessi al raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari prefissati.*

Il Delli Quadri individua una serie di soggetti principali a cui il piano viene destinato, che sono:

- *Gli investitori,*
- *I finanziatori,*

- *I proprietari dell'impresa e il consiglio di amministrazione,*
- *I manager o il soggetto economico dell'impresa.*

Costoro sono tutti legati infatti alle questioni della gestione dell'impresa e quindi destinatari diretti a diverso titolo del *Business Plan*. Per ciò che riguarda un *business plan* destinato ad un investitore private equity, dovrà avere ben chiara la strategia d'uscita poiché gli investitori di questo tipo vogliono sapere quale sia il punto di arrivo prima di investire.

Naturalmente la società oggetto di investimento dovrà avere profitti potenziali molto alti ed essere competitiva nel mercato; costoro desiderano di solito vedere un piano finanziario che mostri come si possa arrivare agli obiettivi prefissati, ai relativi profitti e come questi verranno distribuiti. Il piano industriale deve essere sostenuto inoltre da un team di manager referenziato.

In questa ottica il Business Plan può ricoprire contemporaneamente diverse finalità quali:

- Fornire una guida strategica;
- Valutare i punti di forza e debolezza e quindi individuare le strategie alternative praticabili;
- Stabilire un benchmark sulla base del quale poter valutare le decisioni ed i risultati aziendali futuri;
- Fornire le informazioni di base per costruire la struttura finanziaria di operazioni d'acquisizione;
- Reperire finanziamenti sotto forma di credito o capitale di rischio (Private Equity, IPO, altri finanziamenti);
- Promuovere i rapporti con possibili partner in joint venture e con i più importanti cliente, fornitori e distributori.

E' stato già specificato che il *business plan* viene posto all'attenzione degli investitori da parte del venditore il quale però presenta in prima istanza un documento preliminare a cui seguirà quello completo. Il motivo dell'esistenza del documento preliminare va riscontrato nel fatto che l'investitore in fase di contratto solo potenziale, è interessato a capire le prospettive del mercato in cui l'impresa si muove, il prodotto che propone e l'affidabilità dell'imprenditore. In sintesi quindi il *business plan preliminare* è un documento atto a mettere in luce il progetto imprenditoriale, la fattibilità e l'ammontare dell'investimento.

Il *Business Plan* vero e proprio segue alcuni principi generali che tendono a mettere in luce alcuni elementi particolari:

- Executive Summary;
- La società;
- I prodotti;
- L'analisi di settore;
- L'analisi di mercato;
- La strategia di marketing;
- La struttura del management;
- Il piano di realizzazione;
- I capitali necessari;
- Le informazioni finanziarie.

L'*Executive Summary* è quella parte introduttiva a cui gli investitori guardano sempre dandogli grande importanza. In base alle qualità e capacità di sintesi di questo documento, l'investitore deciderà se continuare la lettura del resto del *business plan* oppure considerare l'investimento come ipotesi non attraente. Le qualità in questione sono quelle di sintesi relativamente all'intera operazione, ai prodotti da sviluppare ed ai mercati verso i quali rivolgersi; gli obiettivi devono

essere ambiziosi, ma anche congruenti e ragionevoli rispetto alle risorse investite. *“Le aziende provenienti da periodi poco dinamici devono fornire un’accurata analisi del trend [...] spiegare eventi che presumibilmente cambieranno o che hanno già cambiato il quadro di riferimento esterno o interno, quali: rinnovato interesse per i prodotti del settore, innovazione tecnologia, riacquistata leadership sul mercato, cambiamenti di management”*

L’*Executive Summary* può essere schematizzato come segue: deve spiegare ciò che fa l’azienda, in che direzione stia andando, perché stia andando in quella direzione e come vuole arrivarci. In tal senso le informazioni da inserire sono:

- *Informazioni riguardanti la società*: quando è stata costituita, le tecnologie utilizzate ed i fattori critici di successo, cenni sulla produzione e sul marketing, obiettivi di breve e lungo periodo;
- *Il prodotto*: cosa rende unico o innovativo il prodotto dell’azienda, la fase di sviluppo dello stesso, le barriere all’entrata, prezzo, qualità e rapidità;
- *Il mercato*: dimensioni, prospettive di crescita e quota di mercato;
- *L’area finanziaria*: piano economico-finanziario e patrimoniale dei prossimi 3-5 anni, analisi *break-even point*;
- *Il management*: cenni sui punti di forza del management.

Poiché l’*executive summary* è destinato a ricerca fondi, deve giustificare in modo sintetico il fine dei fondi giustificando la fattibilità finanziaria. Tutti questi punti elencati riguardano argomenti che poi verranno sviluppati ampiamente nel resto del *business plan*, infatti un *executive summary* contiene solo dati di estrema sintesi dovendo essere formato da una a cinque pagine.

La parte analitica del *Business Plan* parte dall’analisi della società, da una descrizione della natura del suo business, spiegando quando e perché sia nata, la

natura dei suoi prodotti ed il loro carattere di unicità arrivando a spiegare gli obiettivi futuri. I topics sono i seguenti:

- Un'analisi approfondita della *mission* dell'azienda mettendo in risalto come questa mission e gli obiettivi futuri vadano nella stessa direzione, sostenendo le aspettative future tramite: analisi dello scenario competitivo in cui si opera, ritorno sugli investimenti (ROI), indicatori di customer satisfaction.
- Viene descritto il modello di business specificando i fattori critici di successo che permettono il raggiungimento degli obiettivi.
- Spiegare i punti di arrivo raggiunti in passato e stabilire la strategia per il breve e lungo periodo specificando se si vogliono avviare soluzioni nuove ed alternative oppure mantenere le scelte passate al massimo con innovazioni complementari.
- Condurre una SWOT analysis del proprio business esaminando fattori interni ed esterni di forza e debolezza.

Nella parte dedicata ai prodotti/servizi, questi vengono illustrati approfonditamente, ma in modo semplice, spiegando ciò che si vende oggi e ciò che si andrà a vendere (in questo caso anche il *time to market*), i punti di differenziazione, le fonti di vantaggio competitivo, i marchi ed i brevetti registrati, le potenziali obsolescenze.

Nell'Analisi di Settore si dovrà "*spiegare il motivo per cui i prodotti/servizi daranno alla società un vantaggio competitivo sostenibile nel mercato. Le risposte ad una serie di domande consentiranno di valutare effettivamente la concorrenza*". In questo senso è importante includere le informazioni sulla situazione e sull'andamento attuale del settore, dei principali clienti, concorrenti diretti/indiretti e fornitori chiave.

Questa analisi parte dalla definizione delle dimensioni del settore a livello globale, chiarendo la fase di sviluppo e la natura competitiva, le barriere all'entrata ed i tassi di sviluppo del settore. A questo punto è fondamentale sottolineare come fattori macroeconomici in atto possano influenzare il settore, la sua posizione finanziaria netta e la profittabilità.

L'Analisi di Mercato è importante poiché analizza il mercato stesso a livello micro, quindi ad un livello più basso rispetto al precedente, confrontando impresa target e concorrenza.

Questa analisi deve contenere informazioni su chi acquisterà il prodotto, dove lo acquisterà e quale sarà la sua capacità di spesa. Per chiarire questi aspetti bisogna sapere:

- Informazioni sul mercato target;
- Informazioni sulla clientela specifica (non per forza coincidente con il precedente);
- Dimensioni del mercato target a livello storico, presente e futuro;
- Possibili segmentazioni di mercato a livello geografico e settoriale;
- Prospettive di crescita dei singoli segmenti;
- Tecnologie di produzione;
- Trend del mercato target ed analisi della sua fase;

Il modello della concorrenza di Porter sarà utile per una descrizione dei soggetti competitor sul mercato:

- Chi sono i concorrenti;
- I punti di forza e di debolezza della concorrenza;
- Quote di mercato;
- Reputazione e prospettive dei concorrenti;
- Su cosa si basano le preferenze dei clienti della concorrenza;

- Presenza di potenziali entranti;
- Presenza di prodotti sostitutivi;
- Analisi dei rapporti di forza contrattuale a monte e a valle della filiera;
- Competenze distintive della concorrenza;
- Marchi, brevetti;
- Vantaggi di costo derivanti dalla curva di esperienza;

“Particolare attenzione va posta ai canali distributivi, area sovente trascurata in molti business plan”. In particolare in che modo avvenga la distribuzione sui mercati target se con rivenditori, venditori, distributori o agenti.

“La presenza di un solido management è assolutamente fondamentale agli occhi del potenziale investitore. E’ consigliabile dare risalto a quelle esperienze del management che, nel complesso possono ridurre il rischio tipicamente associato all’attività di impresa”.

In questa fase di analisi vengono sottolineate tutte le responsabilità funzionali, quelle da assegnare e la politica gestionale, specificando il know-how di tutti gli elementi componenti il consiglio di amministrazione.

Nel piano operativo vengono elencate tutte le azioni da porre in essere nelle varie funzioni aziendali al fine del raggiungimento degli obiettivi; si elencano i piani riguardanti:

- R & S;
- Strutture richieste (tipo leasing, da acquistare);
- Ricerca delle risorse umane da integrare in azienda;
- Analisi di *make or buy*;
- Investimenti necessari;
- Controllo di qualità su produzione, prodotti finite e materie prime;
- Analisi dei processi e Controllo delle scorte.

Il risultato dell'analisi di tutte queste funzioni aziendali e di tutti questi processi porterà alla redazione del *cash flow statement* previsionale sui 3-5 anni, che è *“un documento finanziario che progetta il business plan dal punto di vista dei flussi. Un cash flow statement è molto simile ad un budget [...] e identifica le aspettative sul cash in entrata ed in uscita aiutando i manager nell'identificare i punti di origine e destinazione dei flussi”*.

Il *cash flow statement* si elabora tramite i piani riguardanti le funzioni aziendali ed i processi elencati e grazie ai quali si potranno stabilire i fabbisogni degli investimenti in:

- Circolante;
- Attività fisse;
- Attività immateriali;
- Acquisizioni;
- Rimborso finanziamenti.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, non vi sono schemi prestabiliti in riguardo, ma l'investitore istituzionale apprezza piani che siano capaci di esaminare importi totali dei fondi necessari, importi richiesti all'investitore con relativo timing, rapporto tra capitale di rischio e di debito, strategia di disinvestimento con previsione sul timing e sui ritorni previsti.

3.3.7 La valutazione del Business Plan

L'investitore valuta il business plan in base ad una serie di parametri che, se positivi, porteranno alla decisione di investimento. Questi parametri sono fondamentalmente tre:

- *Sostenibilità Finanziaria del piano;*
- *Coerenza della strategia;*
- *Attendibilità delle ipotesi ed aspettative.*

Lo sviluppo dell'argomento della sostenibilità finanziaria *“deve essere considerata in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il management intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati alla realizzazione della strategia”*. In relazione a ciò, si tende ad affermare che il capitale di debito o di rischio debba essere finalizzato agli investimenti per la crescita, stando attenti a non trascurare il fatto che ulteriori fonti di finanziamento possano far aumentare il rischio dell'investimento stesso. Il cash flow invece deve essere utilizzato per coprire *“assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento”*.

La strategia deve essere dotata di una coerenza di fondo in relazione alla realtà dell'azienda quindi al suo punto di partenza. E' giusto puntare verso traguardi importanti, ma deve esserci una coerenza tra gli elementi del piano industriale, un nesso causale nelle azioni poste in essere per assecondare le ipotesi economico-finanziarie.

L'attendibilità del piano si riferisce alla realistica delle ipotesi che devono essere ragionevolmente conseguibili. Questa ragionevolezza può essere riscontrata da una serie di condizioni quali:

- *compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo;*
- *confrontabilità con i risultati precedenti;*
- *visibilità dei dati previsionali;*
- *analisi di sensitività.*

Compatibilmente con le dinamiche del contesto competitivo analizzeremo l'andamento della domanda e delle quote di mercato o le tendenze in atto nei bisogni dei consumatori e nelle loro scelte. Un'analisi del comportamento dei competitor può chiarire meglio l'andamento di mercato al pari della struttura dei canali distributivi, dei rapporti di fornitura, del contesto normativo, tecnologico,

sociale e ambientale. Nell'analisi di sensitività si analizzano le variabili principali ed i diversi scenari che possono influenzare questi fattori dal punto di vista economico-finanziario. L'investitore tramite la lettura del *business plan* dovrà acquisire cinque tipi differenti di fiducia:

- Nel management, per le capacità gestionali nei cambiamenti;
- Nel business, riguardo le potenzialità e le previsioni di crescita;
- Nella metodologia di utilizzo dei capitali per investimenti;
- Nel profilo di rischio dell'operazione;
- Nelle possibilità reali di successivo disinvestimento.

L'esperienza della piccola e media impresa sottolinea il ruolo del management e dell'imprenditore per raggiungere quella soglia critica prospettata nel Business Plan che permetta al fondo di liquidare l'investimento profittevolmente.

Capitolo 4

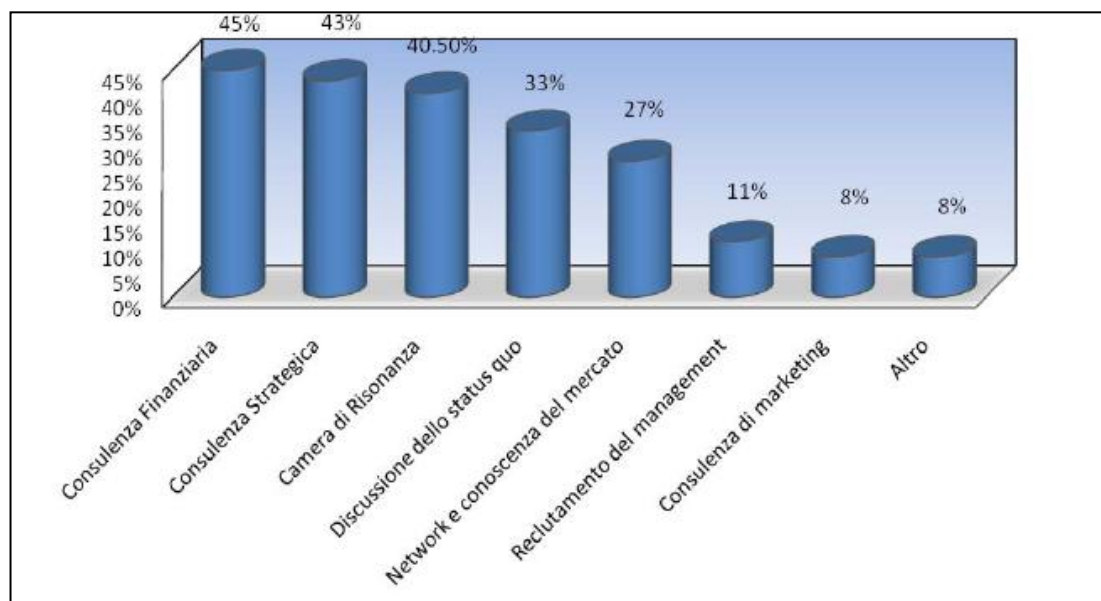
La Creazione del Valore: il ruolo del Private Equity nella trasformazione dell'impresa.

4.1 L'investitore istituzionale e la corporate governance

Gli investitori istituzionali nel capitale di rischio sono soggetti che, oltre a fornire capitali finanziari, si pongono l'obiettivo di rivestire un ruolo attivo nella gestione dell'impresa prefigurandosi quindi come veri e propri partner. Questa

affermazione trova riscontro in alcune indagini di mercato, condotte dall'EVCA e da Coopers & Lybrand⁸² (vedi Grafico 1), in cui si mette in luce come, più della metà degli intervistati, abbia sottolineato positivamente il ruolo degli investitori istituzionali qualificandolo come quello di veri e propri partner.

Grafico 4.1: Ruolo degli investitori istituzionali



Fonte: EVCA, Coopers & Lybrand

Questa indagine fa capire meglio le metodologie con cui gli investitori istituzionali gestiscono i loro investimenti, ma permette anche di specificare come i gradi di partecipazione dell'investitore, nell'ambito di un'operazione, siano molteplici e possano essere distinti, anche nel modo più semplice, tra: investitori attivi (*hands on*), presenti nell'indagine precedente, e passivi (*hands off*), che si limitano a fornire capitale azionario.

Un'indagine di MacMillan, Kulow e Khoynian ha permesso di individuare una serie di tipologie di investitori in base al loro grado di coinvolgimento nell'investimento:

- *Investitori caratterizzati da bassissimo coinvolgimento nella gestione dell'azienda partecipata*, il cui ruolo fondamentale è quello di “*fungere da cassa di risonanza*”, di facilitare i contatti con altri investitori ed effettuare consulenza all'azienda in merito all'ottimizzazione della struttura finanziaria;
 - *Investitori caratterizzati da un maggiore coinvolgimento nella gestione della partecipazione*, che oltre alle funzioni elencate in precedenza, intervengono in diversi aspetti riguardanti il management dell'azienda e la risoluzione di crisi e problemi che possano aumentare il rischio dell'investimento;
 - *Investitori caratterizzati da un elevato coinvolgimento nell'impresa finanziaria*, il cui ruolo nell'azienda risulta molto attivo e, oltre alle funzioni delle due precedenti categorie, partecipano alla formulazione di piani di marketing e gestione operativa.

In un'altra indagine da ricondurre a Gorman e Sahlman si può riscontrare una diversa classificazione che muove dalla natura del progetto di investimento distinguendoli in:

- *Finanziamento dell'avvio*, in cui l'investitore leader dedica un ammontare di ore lavorative sicuramente superiore al doppio di quelle riguardanti aziende in fasi avanzate di sviluppo, utilizzate sia per analizzare l'investimento che per visitare l'azienda;
- *Finanziamenti con investitore non principale*, il quale avrà un minor grado di coinvolgimento nella gestione del portafoglio di aziende partecipate.

4.2 Private Equity: operazioni di Buy-out e MBO

L'inizio di un'operazione di Private Equity può essere distinta in base al soggetto coinvolto nell'investimento e l'esperienza ci dice che “*con il termine buy-out si intende una qualsiasi operazione di acquisizione di impresa. In funzione del soggetto che intende assumere il controllo dell'azienda acquisita, si distingue tra*

investor buy-out (IBO), dove il principale attore è l'investitore istituzionale; management buy-out (MBO) quando è il gruppo manageriale a sostituire i precedenti azionisti; employees buy-out (EBO), se vengono coinvolti tutti i dipendenti; e altre possibili formule".

La scelta di una di queste possibilità dipende da una moltitudine di fattori quali le preferenze dei soggetti che rientrano nell'operazione, la congiuntura economica, la tecnica finanziaria.

Le tipologie di intervento maggiormente utilizzate sono le seguenti:

- *Management buy out*, in cui un gruppo di manager interni all'azienda assumono la guida della società grazie al supporto degli investitori istituzionali. Questo tipo di operazioni concentrano il 50% degli investimenti del PE in Europa.
- *Management buy in*, in cui i manager che prendono parte all'operazione sono esterni all'azienda.
- *Finanziamento ponte (pre IPO)*, in cui si interviene nel capitale di rischio di una azienda per accompagnarla su di un piano di sviluppo che ha, come momento finale, quello della quotazione. In questa tipologia di solito l'investimento è di minoranza.
- *Cluster venture*, in cui si integrano a livello orizzontale o verticale una serie di
- aziende creando un unico polo di società, tra loro indipendenti, che vengono coordinate da una holding finanziaria.
- *Turnaround financing*, in cui aziende in crisi sono oggetto di ristrutturazione, di apporto di capitali e capacità manageriali.

Il 93% delle operazioni di **buy-out** realizzate in Italia nell'ultimo decennio da parte d investitori istituzionali nel capitale di rischio è stato del tipo MBO/MBI e

nel 92% dei casi si è utilizzata la tecnica del *leveraged buy-out* che “*si è dimostrata particolarmente utile per favorire il cambiamento degli assetti proprietari verso soggetti di comprovate capacità professionali*” mutando queste operazioni in MLBO/MLBI (*Management Leveraged Buy Out o In*).

La maggior parte delle operazioni di buy-out scaturisce da problemi di ricambio generazionale nelle imprese oppure dalla dismissione di attività che non vengono più considerate strategiche dai gruppi industriali che ne sono a capo.

I dati AIFI al 2008/2009 sulle motivazioni che portano ai buy-out sono riportati nella seguente tabella:

Tabella 4.1

Ricambio Generazionale	57%
Disinvestimento di attività non core	20%
Management alla ricerca di indipendenza	19%
Crisi Finanziaria	13%
Condizioni di prezzo offerto favorevoli	8%
Privatizzazioni	4%

Fonte:

Convegno AIFI

Dalla ricerca AIFI si evincono anche le motivazioni che spingono all’acquisto l’investitore istituzionale che, nella maggior parte dei casi, si basa sulla “*constatazione di un potenziale di crescita non sfruttato da parte dell’azienda target [...] quindi la principale spinta alla realizzazione di operazioni di management leveraged buy-out da parte degli investitori istituzionali è rappresentata dalla volontà di creazione di ulteriore valore nell’azienda target.*”

Le percentuali riguardanti le motivazioni di acquisto da parte dell’investitore istituzionale sono riportate nella seguente tabella:

Tabella 4.2

Constatazione di un potenziale di Crescita non sfruttato dall'azienda target	72%
Constatazione di condizioni di prezzo favorevoli	47%
Realizzazione dell'operazione in base a possibili sinergie attivabili tra l'azienda target e altre imprese in portafoglio	6%

Fonte: Convegno AIFI

Dalla ricerca si evince come “le aziende oggetto di buy-out riescono, nel periodo successivo all’operazione, ad accelerare il loro processo di sviluppo e, al tempo stesso, a migliorare i principali indicatori di performance, quindi l’impatto economico delle operazioni di management leveraged buy-out sulle aziende target risulta, in generale, molto positivo”

I dati della ricerca AIFI sui principali indicatori sono i seguenti.

Tabella 4.3

	Campione Mediobanca	Pre Buy-out	Post Buy-out
Fatturato	3,8%	7,6%	11,7%
Reddito Operativo	2,0%	4,8%	22,7%
Dipendenti	-1,5%	1,0%	1,6%

Fonte: Convegno AIFI

- Il tasso di crescita medio annuo del volume d'affari balza dal 7,6% dell'anno precedente il buy-out all'11,7% nei due anni successivi. L'aumento medio, rilevato da Mediobanca e riguardante le piccole e medie imprese italiane è stato nello stesso periodo del 3,8%.
- La crescita media annua del reddito operativo passa dal 4,8% dell'anno precedente il buy-out, al 22,7% nei due anni successivi. Nello stesso indice del campione Mediobanca il valore si attesta intorno al 2%.
- La crescita media degli occupati passa dall'1% nell'anno precedente il buy-out, all'1,6% successivamente. Il valore a livello italiano nello stesso periodo era addirittura negativo per l'1,5%.

A livello organizzativo aziendale, il buy-out porta numerose novità e cambiamenti nella gestione, infatti *“nel periodo immediatamente successivo al buy-out vengono posti in essere interventi che tendono ad una maggiore managerializzazione e trasparenza delle aziende target, quindi le operazioni di buy-out hanno un impatto positivo sull'assetto organizzativo delle imprese”*

Gli interventi che più di frequente vengono posti in essere sono i seguenti:

Tabella 4.2

Adozione di nuovi sistemi di reporting	54%
Riorientamento strategico dell'attività	49%
Ricorso a piani di incentivazione del gruppo manageriale attraverso stock option	46%
Nuovo leadership team	39%
Nuove politiche di marketing	38%
Nuove attività R&S	14%
Nuova società / brand	9%

Fonte: Convegno AIFI

Le riorganizzazioni delle imprese passano spesso tramite notevoli tagli occupazionali, dalla ricerca si evince che *“solo una minima parte delle risorse umane impiegate nelle aziende target viene sacrificata ai fini della riorganizzazione aziendale, quindi la creazione del valore nelle operazioni di management leveraged buy-out non passa, in misura significativa, attraverso la riduzione occupazionale”*.

In base al campione si procede in media a:

- *sostituire circa l'11% del top management,*
- *smobilizzare il 5% degli assets precedentemente presenti nell'attivo dell'impresa e considerati non strategici,*
- *licenziare solo l'1% del personale*

In base alla ricerca, nella maggioranza dei casi l'operazione di buy-out è andata oltre le aspettative:

- *il 56% degli intervistati ha dichiarato che l'esito dell'operazione è stato al di sopra delle aspettative (30% molto al di sopra, 26% al di sopra);*
- *il 22% ha dichiarato che l'operazione è andata come previsto;*
- *il 22% non è rimasto soddisfatto degli esiti del buy-out;*
- *il 14% ha dichiarato che l'operazione è stata al di sotto delle aspettative;*
- *l'8% ha giudicato l'operazione molto al di sotto delle aspettative.*

4.3 Principali fonti di valore aggiunto

Nel primo paragrafo sono state sottolineate alcune indagini effettuate a livello europeo riguardanti l'apporto degli investitori istituzionali nell'investimento e la loro capacità di dare un valore aggiunto, in questo paragrafo si mettono in luce tutti i singoli servizi e agevolazioni che costoro sono capaci di dare (la consulenza

finanziaria, quella strategica, la capacità di fungere da cassa di risonanza) tramite un'analisi comparata di alcune indagini effettuate da diversi autori.

“Tradizionalmente sono stati seguiti due differenti approcci da parte dei ricercatori in tema di valorizzazione delle imprese da parte degli investitori istituzionali. Alcuni studiosi hanno effettuato un confronto tra i tassi di ritorno ottenuti dall'offerta di imprese non partecipate; altri, invece, hanno condotto una serie di interviste, sia a operatori specializzati, sia agli stessi imprenditori delle aziende finanziate, con l'intento di delineare l'effettivo ruolo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio nell'arco temporale che intercorre tra l'investimento e il disinvestimento”.

Questi approcci hanno il grosso limite però di non essere capaci di spiegare le cause che portano a performance di tipo positivo o negativo ed inoltre di non essere significativi per il mercato europeo in cui i disinvestimenti passano attraverso i mercati regolamentati solo per bassissime percentuali.

Una strada differente è stata imboccata da Stein e Bygrave *“i quali hanno individuato i venti migliori investitori, ovvero quelli che detenevano il maggior numero di posti nei consigli di amministrazione delle aziende partecipate prese a riferimento, e hanno riscontrato che le aziende finanziate da questi investitori hanno goduto di maggiori ritorni; i due ricercatori hanno pertanto concluso che effettivamente questi operatori valorizzano le aziende detenute nel loro portafoglio”.* Gorman e Sahlman hanno sviluppato invece un'indagine che analizza il ruolo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio nella fase centrale dell'investimento su di un campione di 49 investitori.

MacMillan, Kulow e Khoylian hanno effettuato uno studio, già accennato nel primo paragrafo, su di un campione di 62 società con una classificazione delle stesse in base al grado di coinvolgimento. Analisi simili sono state

successivamente effettuate da Bygrave e Timmons nonché da Sapienza, Manigart e Vermeir

Ins tabella 5

Dalla Tabella 5 vengono messe in luce le sette principali macro classi da cui si origina il valore aggiunto. Dalla tabella si evince una concordanza generale tra le varie indagini, che infatti esprimono percentuali simili per le principali voci di valore aggiunto.

“La principale funzione che viene svolta dall’investitore istituzionale nel capitale di rischio è quella di fungere da cassa di risonanza per le idee formulate dal gruppo imprenditoriale: egli, infatti, grazie alla sua esperienza è in grado di vagliare le diverse proposte del management scartando quelle ritenute meno vantaggiose o più rischiose”.

Come già accennato nel primo paragrafo, una delle principali fonti di valore aggiunto, dopo la cassa di risonanza, è la consulenza finanziaria la quale comprende:

- Il fondamentale monitoraggio delle performance,
- Il miglioramento dello *standing* creditizio,
- L’immagine finanziaria.

Un’altro fondamentale tipo di consulenza è quella strategica che risulta di grande ausilio per lo sviluppo di lungo periodo, la gestione, la formazione e la selezione del management.

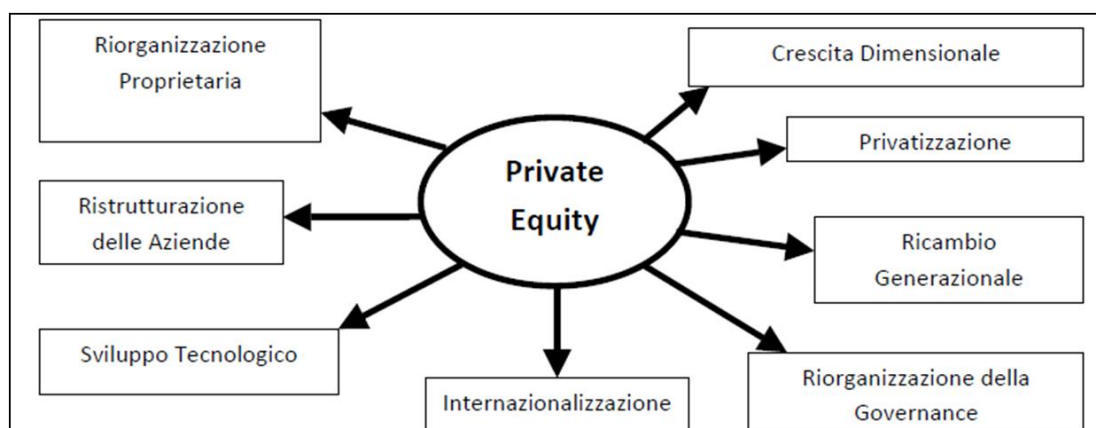
Il carattere fondamentale dell’ausilio nella gestione operativa da parte dell’investitore, non viene rilevato da tutti e quattro gli studi, ma riveste comunque carattere rilevante per il 40% circa del campione sia di MacMillan che di Gorman.

In fine risulta per molti fondamentale la rete di contatti che gli investitori mettono a disposizione dell'imprenditore la quale può essere utilizzata in modo ambivalente, sia per trovare nuovi clienti, sia per contattare nuovi fornitori.

4.4 La crescita a livello quali-quantitativo

“Numerose sono le evidenze empiriche che rendono possibile attribuire all'attività di private equity contributi molteplici e di diversa natura, che permettono all'azienda partecipata di crescere sia quantitativamente che qualitativamente, con ricadute benefiche sull'intero sistema”.

Grafico4.5: *nome*



Fonte: Convegno AIFI

A livello quantitativo la crescita è di tipo dimensionale e può essere riscontrata grazie all'analisi dei parametri economico-finanziari come il numero di occupato oppure l'ammontare del fatturato. Avendo già avuto modo di sottolineare in precedenza il potenziale che il private equity riesce ad esprimere a livello di sviluppo quantitativo dell'impresa, adesso chiariremo la forza del cambiamento che questi riesce ad imprimere a livello qualitativo (vedi Grafico 2).

4.4.1 Crescita Dimensionale

Le aziende a cui il private equity si rivolge sono tipicamente le piccole e medie aziende che costituiscono peraltro la spina dorsale del sistema imprenditoriale del nostro paese (più di 4Mln di imprese italiane hanno meno di 50 dipendenti in base ad un'indagine ISTAT del 2009), le quali si caratterizzano per la flessibilità superiore alla media del sistema produttivo e quindi per la loro capacità di adattamento alle condizioni del mercato in continuo cambiamento. Alla luce del contesto internazionale che è andato profilandosi negli ultimi anni, queste imprese *“si trovano a dover fronteggiare problemi legati all'efficienza e alle difficoltà connesse allo sviluppo di nuovi prodotti, con conseguente scarsa innovazione sia negli output produttivi che nei processi, dispongono di limitati strumenti al servizio dell'internazionalizzazione e difficilmente riescono a competere sui mercati globali, dove la concorrenza è estremamente accesa e difficilmente controllabile”*.

Essendo il private equity un operatore che riesce ad imprimere forza ed efficacia ai processi di sviluppo dimensionale delle aziende, l'apertura a questi investitori istituzionali può rivelarsi una scelta adatta per affrontare con successo questi limiti. Un esempio può essere quello delle aziende *venture backed* paragonate con quelle convenzionali: in base a ricerche AIFI si riscontra uno sfruttamento del potenziale di crescita, in termini reddituali riferiti ai margini, fatturato e occupati, superiore alla media.

In relazione all'ammontare di occupati, studi EVC riguardanti il periodo 2005-2010, sottolineano il ruolo di acceleratore di crescita che il private equity riesce ad avere sulle aziende oggetto dei propri investimenti. Queste aziende hanno creato un milione di nuovi posti di lavoro in Europa nell'intervallo temporale di riferimento portando il tasso di crescita occupazionale annuo al 5,4%, vale a dire otto volte il valore delle imprese europee nel medesimo periodo. In particolare

per le operazioni di Venture Capital l'impatto occupazionale è stato di +630.000 posti di lavoro dal 2004 al 2008, mentre per le operazioni di Buy-out è stato pari a +420.000.

In Inghilterra *“secondo l'ultima ricerca pubblicata dal CMBOR dell'Università di Nottingham, è poi stato evidenziato come, su 400 operazioni di buy-out avvenute tra il 2005 ed il 2010, dopo un iniziale calo dell'occupazione registrato nell'anno successivo all'operazione pari mediamente al 2,3%, il numero di dipendenti aumenta, in media, del 26% nei successivi cinque anni. Come dire che, successivamente a un necessario momento di razionalizzazione dell'attività, la creazione di valore e la crescita dimensionale passa, anche nei casi di operazioni a maggior componente finanziaria (come i buy-out), per un aumento della forza lavoro coinvolta”*.

Una ricerca riguardante l'Italia ha messo in luce l'impatto positivo scaturito dall'entrata in azienda di un investitore istituzionale: *“ogni milione di euro investito in capitale di rischio per il finanziamento dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale, nell'esperienza italiana è stata riconducibile la creazione di 13 nuovi posti di lavoro dopo quattro anni di operatività. Lo stesso ammontare, destinato invece al finanziamento della fase di sviluppo successivo dell'azienda ha generato, in media, 12 nuovi posti di lavoro durante il periodo di permanenza dell'operatore”*.

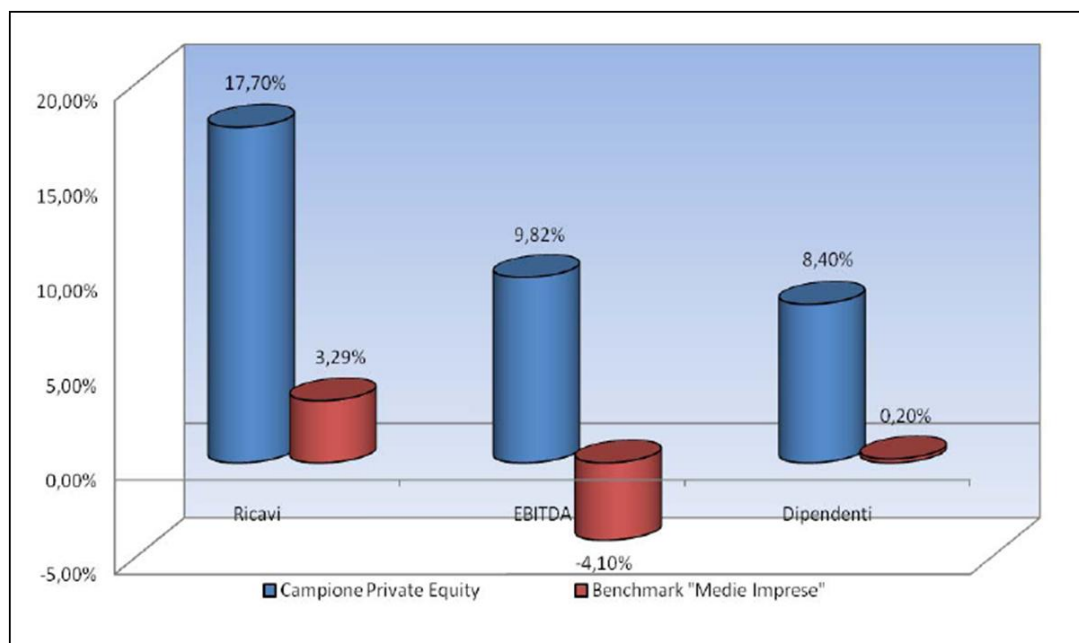
L'ammontare di nuovi posti di lavoro, a livello di valore cumulato, si stima quindi intorno alle 46.000 unità create dalle società italiane *venture backed* nell'intervallo temporale (2005– 2010), il quale rappresenta circa il 7,3% del totale dei nuovi posti di lavoro stimati dall'EVCA per lo stesso periodo, ma a livello europeo.

Un'altra ricerca del 2008 sulla realtà italiana, realizzata da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers, mette in luce il medesimo risultato riguardo l'impatto economico positivo del Private Equity e Venture Capital in Italia.

“L'analisi ha evidenziato che l'impatto del private equity in Italia si è tradotto in un incremento dei ricavi delle imprese partecipate pari ad un tasso annuo di circa il 18%, quasi sei volte superiore rispetto alla crescita media del fatturato riconducibile alle medie imprese italiane confrontabili (+3,3%), e in un aumento degli occupati dell'8,4%, contro lo 0,2% del campione di confronto”.

Lo studio chiarisce come, tramite l'applicazione dei differenziali di crescita ai valori di fatturato e di occupazione delle aziende oggetto di investimento nel 2009, si può affermare che le attività 2010 abbiano un potenziale di surplus nei successivi cinque anni pari ad oltre 4,3Mld di euro medi annui sul fatturato e 12mila dipendenti.

Grafico 4.6: Private equità e crescita dimensionale delle imprese



Fonte: AIFI

4.4.2 Processi di ricambio generazionale

Il sistema imprenditoriale italiano è purtroppo penalizzato da un problema di tipo strutturale legato al ciclo di vita: il ricambio generazionale.

“In Italia si stima che siano a controllo familiare oltre il 90% delle imprese con meno di 10 addetti, contribuendo all’occupazione per l’80% della popolazione attiva. Ma meno di un quarto di esse riesce a sopravvivere alla delicata fase del ricambio generazionale, arrivando così, non più avanti della seconda generazione”.

Una indagine con fonte AIDAF ha calcolato che:

- *le imprese a controllo familiare in Italia rappresentano il 90% delle aziende con meno di 10 dipendenti, il 68% delle aziende con più di 50 dipendenti ed il 46% dei primi 150 gruppi industriali.*
- *Il 43% del totale degli imprenditori familiari sono ultrasessantenni e, per tanto, coinvolti in un problema di passaggio generazionale.*
- *L’80% degli imprenditori italiani considera il passaggio generazionale un fenomeno difficilmente gestibile.*
- *In base a questa ricerca l’ammontare di imprese a rischio ogni anno, a causa di problemi di passaggio generazionale, ammonta a 20.000 unità per un totale di posti di lavoro pari a 65.000 unità.*

Una ricerca della Camera di Commercio di Milano riguardante il periodo 2008-2009, ha stimato che *“nella sola Lombardia sono state circa 5.000 le imprese che hanno cessato definitivamente l’attività per problemi di successione”.*

La percentuale di aziende a gestione familiare è molto alta anche a livello europeo, rappresentando oltre il 70% dell’occupazione europea complessiva ed una quota del PIL compresa tra il 55%-65% nella medesima zona.

Anche l'Unione Europea ha costituito una commissione di esperti per l'analisi del problema del ricambio generazionale delle imprese la quale è arrivata a tali stime:

- *Annualmente si calcola che oltre 600 mila aziende che contribuiscono per circa 2,4 milioni di posti di lavoro, saranno soggette a processi di ricambio generazionale in questa decade.*
- *Circa un milione e mezzo di aziende sono a rischio di chiusura nei prossimi dieci anni per la mancanza di eredi diretti, con la conseguente perdita di sei milioni di posti di lavoro.*

In un contesto di questo tipo l'intervento del Private Equity può risultare determinante in un'ottica di continuità e sopravvivenza delle realtà imprenditoriali medio-piccole nonché nel miglioramento delle stesse dal punto di vista competitivo e delle performance economico finanziarie.

Un'indagine del CMBOR per l'EVCA ha stabilito che:

- *Nel 2009 circa il 60% degli investimenti realizzati in Europa dagli investitori istituzionali in capitale di rischio erano finalizzati al sostegno di aziende di tipo familiare.*
- *In più del 30% di queste aziende l'ingresso dell'operatore ha garantito la prosecuzione del business.*
- *Per il 70% di queste aziende l'ingresso dell'operatore ha permesso di preservare la propria autonomia societaria ed indipendenza.*
- *L'intervento dell'operatore ha permesso alle società partecipate di raggiungere buoni risultati economico-redдитuali, aumentare il fatturato, i profitti e l'occupazione.*
- *L'intervento del private equity ha dato una spinta verso l'internazionalizzazione di queste aziende.*

Se questo problema di riallocazione della proprietà delle aziende familiari risulta così rilevante a livello europeo, in Italia i numeri del fenomeno sono ancora più importanti.

Un'indagine del CMBOR e del PEM analizza l'*origination* dei buy out in Europa ed in Italia nell'arco temporale che va dal 2003 al 2009: *"I dati disponibili sottolineano, infatti, come tra il 2003 e il 2009, siano da ricondurre al canale "Family & Private", fatto cioè da aziende familiari che hanno optato per il sostegno da parte del private equity, la maggior parte delle operazioni di buy out realizzate in Italia, valore più che doppio rispetto a quanto registrato in Europa, dove l'incidenza è stata pari al 24%"*.

Come analizzato dal Bracchi, il valore nel mercato italiano per i buy out sul canale Aziende Familiari è molto elevato, pari al 50% del totale del paese, mentre la percentuale dei buy out da ricondurre alle privatizzazioni è pari al 2% in Italia contro un 15% a livello europeo.

4.4.3 Processo di privatizzazione

I processi di privatizzazione hanno caratterizzato gli ultimi dieci o quindici anni dell'Europa intera, sia in un'ottica di risanamento che di rispetto di parametri europei.

In base a dati *"forniti a livello europeo dal CMBOR che si occupa di dettagliare l'origine delle operazioni di buy out, tra il 2003 e il 2009, si rileva che complessivamente le privatizzazioni avvenute grazie all'intervento di investitori istituzionali sono state superiori a 100, concentrate soprattutto nei primi tre anni"*.

Il paese con il maggiore peso su questo trend è sicuramente la Gran Bretagna con più del 50% del totale (33 buy-out solo nel 1996). Nell'anno 2009 il private equity, come strumento di privatizzazione, è tornato a riscuotere grande

interesse essendo stato protagonista di alcune operazioni importanti come l'ingresso in Deutsche Telekom in Germania e Pajes Jaunes in Francia.

In Italia sulle circa 80 privatizzazioni dal 1996 ad oggi solamente *Esaote Biomedica* e *Seat* hanno visto intervenire direttamente fondi di private equity, mentre per la cessione dell'Ente Tabacchi Italiano ha prevalso un gruppo industriale (BAT) su di una cordata finanziaria. Da ciò si può evincere che nel nostro paese in passato vi sia stata una mancanza di operatori capaci di inserirsi in questo panorama. Si può auspicare maggiore apertura nelle privatizzazioni, sia parziali che totali, poiché in base a ciò si potrebbe beneficiare di un recupero in termini di competitività, sviluppo e maggiori introiti per lo Stato.

4.4.4 Processi di internazionalizzazione

Proseguendo nella ricerca sul ruolo del Private Equity, le indagini sottolineano che *“oltre al contributo di carattere dimensionale e reddituale in senso stretto, estremamente significativo risulta in questo caso il supporto all'internazionalizzazione che l'investitore istituzionale può offrire attraverso i contatti con il mondo imprenditoriale e finanziario, agevolando, così, l'individuazione di partner esteri per acquisizioni o joint venture internazionali e partecipando finanziariamente a tali operazioni”*.

Le ricerche che analizzano l'impatto dell'investimento in capitale di rischio sul grado di internazionalizzazione utilizzano la propensione all'export come principale unità di misura.

Una ricerca EVCA del 2001 ha analizzato 364 aziende partecipate da fondi di Private Equity e Venture Capital (119 expansion, 245 startup) per l'intervallo di tempo 2002-2008, evidenziando come queste società registrino, nel periodo di riferimento, un incremento notevole delle esportazioni pari ad un aumento del 58%.

Un'altra ricerca del 2000 dell'EVCA in collaborazione con Coopers & Lybrand avente ad oggetto 500 *venture backed*, analizzate nell'intervallo di tempo che va dal 2001 al 2008, ha evidenziato tassi di crescita delle esportazioni a livello annuale pari al 30%.

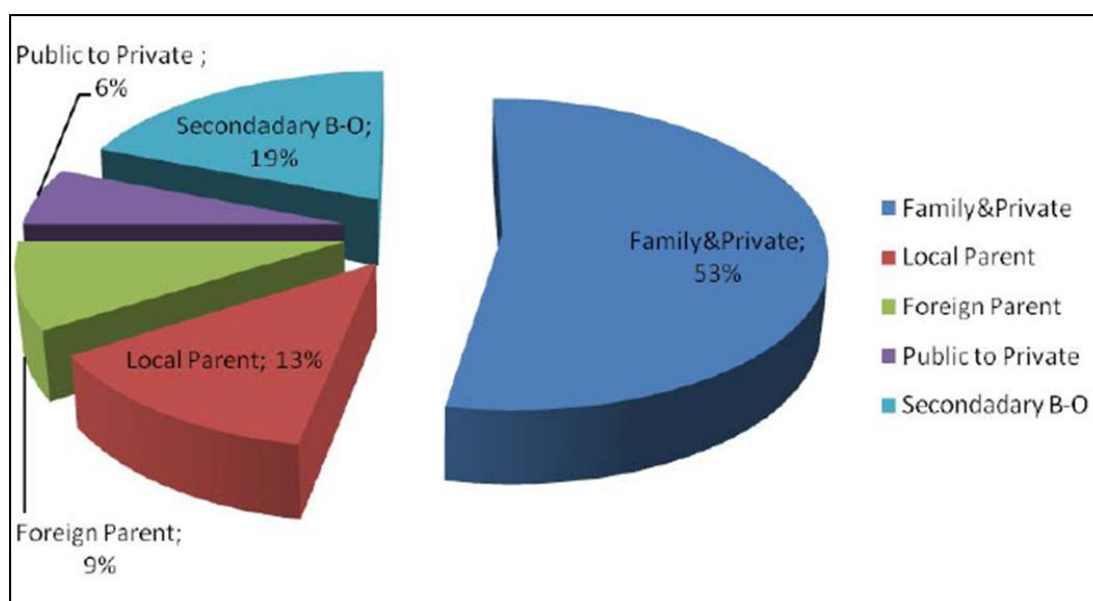
Una ricerca della BVCA ha evidenziato risultati simili su di un campione di 213 imprese oggetto di investimenti del Private Equity nell'intervallo 1998-2002, riscontrando un tasso di incremento dell'export pari a +11%.

I risultati di una ricerca del PEM del 1997 dal titolo *L'impatto del Private Equity sul grado di internazionalizzazione delle imprese* ha evidenziato "quanto sia rilevante l'intervento dei fondi di Private Equity al fine di stimolare la spinta all'internazionalizzazione delle società partecipate, [...] come l'intervento degli investitori istituzionali non sia esclusivamente di natura finanziaria, le evidenze numeriche sottolineano quanto sia mediamente elevato il potenziale di crescita delle imprese italiane in termini di sviluppo verso nuovi mercati".

Questa ricerca si basa su dati attinti dal database PEM contenente 655 operazioni di PE, tra cui 354 operazioni di Buy out, effettuate nel mercato italiano tra il 1998 ed il 2008; in particolare ai fini della ricerca sono stati estrapolati dal database 73 Buy out aperti tra il 1998 ed il 2008 e chiusi tra il 2000 ed il 2008.

La distribuzione delle imprese del campione per origine dell'operazione, vede la maggiore fetta attribuita alle Family & Private¹³⁰ (53%), seguite poi dai Secondary B-O¹³¹ (19%) e Local Parent¹³² (13%). Le operazioni di Foreign Parent¹³³ ed i Public to Private¹³⁴ registrano percentuali inferiori al 10% (rispettivamente 9% e 6%). Il campione quindi risulta fedele alla ricostruzione che abbiamo portato avanti sinora riguardo il mercato italiano del PE.

Grafico 4.7: Distribuzione delle Imprese del campione per origine dell'operazione



Fonte: AIFI

Il disinvestimento delle operazioni del campione è avvenuto soprattutto tramite due tipologie: Releverage (44%) e Trade Sale (38%), solo il 12% tramite IPO.

Tramite l'analisi sul campione 138 di tale ricerca del PEM, si sono rilevate alcune evidenze particolarmente interessanti:

- Il 27,3% delle imprese del campione ha effettuato acquisizioni all'estero ed il 24,2% ha invece avviato partnership e joint venture con imprese estere.
- Nel 60% delle imprese si rileva un forte aumento dell'export in percentuale al fatturato.
- Il 18,2% delle imprese del campione riduce la propria quota di export in % al fatturato, ma ciò è spesso dovuto ad ulteriori acquisizioni di aziende italiane che portano ad una crescita del fatturato aggregato, incidendo però negativamente sul valore della quota dell'export.
- Le imprese oggetto di operazioni di Buy out da parte di operatori PE incrementano mediamente il volume di fatturato realizzato verso l'estero

del 48,8% (rispetto al momento dell'acquisizione), per periodi di investimento medi pari a 3 anni e 4 mesi.

- In termini assoluti, il volume totale delle esportazioni delle imprese oggetto di analisi era pari a circa 2.520Mln di euro al momento dell'investimento. Al momento del disinvestimento, la medesima variabile ammontava a circa 3.750Mln di euro.
- Le imprese del campione hanno quindi generato nuovo fatturato verso l'estero per un valore totale pari a circa 1.250Mln di euro.
- Dato un fatturato medio del campione pari a 164,3Mln di euro al momento dell'acquisizione ed un incremento dello stesso vicino al 30% nell'holding period, l'incremento dell'export è mediamente pari a 37,3Mln di euro.
- Il CAGR medio dei fatturati delle società oggetto di analisi è pari al 14,1%, valore sensibilmente superiore al 9,1% medio delle società target del PE (Fonte: PEM). Tale evidenza conferma come il grado di internazionalizzazione rappresenti una leva fondamentale nello sviluppo delle imprese.
- Le imprese con il maggior tasso di crescita annuo del fatturato realizzato verso l'estero risultano essere quelle familiari (14,9%) e quelle cedute da Gruppi Italiani – Local Parent (18,1%).
- Le società con i più alti tassi di crescita annui della quota di export vengono per lo più disinvestite attraverso IPO e Trade Sale.
- Le imprese appartenenti al settore dei beni industriali incrementano la propria quota di export di un tasso di crescita annuo (14%) sensibilmente superiore rispetto a quelle del settore dei beni di consumo e servizi (6%),

probabilmente per la minore propensione all'export che caratterizza intrinsecamente i secondi.

- Oltre la metà delle imprese del campione ha significativamente espanso la propria rete commerciale entrando in nuovi mercati, focalizzandosi sulle opportunità offerte dai paesi emergenti.

In relazione al campione Mediobanca delle medie imprese italiane industriali *“risulta che le 3.887 medie imprese analizzate presentavano mediamente nel 2003 una quota di export (in % al fatturato) pari al 32,6%. Tale valore risulta in linea con quello relativo alla quota di export delle target del PE al momento dell'investimento (34,9%), ma significativamente inferiore rispetto alla medesima rilevazione effettuata al momento del disinvestimento (40,9%). In termini assoluti, i volumi delle esportazioni delle imprese del campione Mediobanca sono cresciuti dal 1996 al 2003 del 7,4% annuo (+51,7% nel periodo). Tale valore risulta pari a circa la metà del tasso di crescita annuo (14,6%) del volume delle esportazioni del campione di imprese oggetto di Buy-out”*

Il PE, in base alla ricerca, riesce quindi ad apportare nelle partecipate ingenti risorse finanziarie, ma anche tutta una serie di ulteriori elementi che si rivelano poi fondamentali:

- *capacità manageriali e ottica professionale nella gestione dei processi;*
- *contatti commerciali e finanziari al di fuori dell'Italia;*
- *forte motivazione a perseguire il massimo sviluppo delle imprese target, ovvero propensione a sostenere il rischio di intraprendere un processo di crescita internazionale a fronte di potenziali elevati rendimenti futuri;*
- *ampio track record che spesso comprende casi di sviluppo internazionale.*

4.4.5 Modifica della Governance

Le ricerche mettono in evidenza che nel PE l'imprenditore e l'investitore stringono un rapporto che li porterà ad affrontare un percorso comune: *“l'imprenditore mette a disposizione la propria attitudine imprenditoriale, la conoscenza del business e del mercato, nonché la capacità di realizzare gli obiettivi strategici; il secondo apporta, invece, l'esperienza acquisita in contesti diversificati, la capacità di risolvere problemi organizzativi e finanziari, nonché un vasto network di relazioni commerciali e finanziarie”*. L'investitore, oltre alle risorse finanziarie, apporta quindi un insieme di capacità gestionali che possono contribuire allo sviluppo della società tramite ausilio nella formulazione di piani strategici di sviluppo, ponendosi come stimolo nei confronti dell'imprenditore. Il concetto di Corporate Governance sino ad una decina di anni orsono era riconducibile soprattutto alle società quotate, ma è divenuto oggi uno strumento utilizzato molto di frequente in tutti i casi in cui vi sia un'apertura del capitale verso soggetti terzi. Il fine è quello *“della condivisione degli interessi tra l'imprenditore, il management e il socio investitore, una totale trasparenza informativa, una ridefinizione della composizione degli organi societari e delle regole di funzionamento delle stesse, al fine di poter tutelare le parti coinvolte. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione subisce una profonda trasformazione all'interno delle aziende venture backed”*.

Il Consiglio di Amministrazione quindi è oggetto di una serie di modificazioni che formalizzano il suo nuovo ruolo:

- Centralità nel governo dell'impresa poiché diviene il terreno di confronto istituzionale in cui verranno prese le decisioni chiave di volta in volta;
- Sede del monitoraggio dei piani prestabiliti, concordato e condivisione con i soggetti coinvolti nell'impresa.

Queste modificazioni risultano di maggiore o minore portata anche in relazione al tipo di realtà in cui si investe: nei casi di imprese familiari l'impatto di queste nuove regole di condotta può risultare molto forte, ma anche molto positivo, infatti si sancisce la separazione tra gli interessi dell'azienda e quelli personali della famiglia ponendo al centro il Consiglio di Amministrazione e l'obiettivo della crescita. Grazie al monitoraggio periodico si riescono a raggiungere livelli superiori di trasparenza e chiarezza che portano naturalmente alla certificazione dei bilanci, alle informative periodiche e ad un comportamento coerente con l'etica aziendale. L'inserimento inoltre di membri esterni nel Cda porta a maggiori conoscenze a disposizione dell'azienda per la risoluzione dei problemi e delle difficoltà scaturenti dal mercato, con un miglioramento delle performance. Nel perseguire la creazione di valore, gli operatori di PE negli ultimi anni hanno utilizzato una politica atta a rafforzare i punti deboli di un business e *“guidando le partecipate alla crescita attraverso una partecipazione attiva alla vita aziendale”*. Evidenze empiriche in tal senso si sono avute da ricerche condotte da McKinsey che ha messo in luce come una attività di supervisione e monitoraggio, posta in essere in modo sistematico, dia una spinta verso la crescita aziendale. In questa ottica la collaborazione tra imprenditore ed investitore si concretizza nell'introduzione di un sistema di regole di *Corporate Governance*, nello statuto della società o comunque nei patti parasociali, le quali di solito hanno l'obiettivo di disciplinare una serie di aspetti gestionali quali:

- *la stabilità della compagine sociale e l'incentivo del socio imprenditore e del management;*
- *il governo dell'impresa e l'informativa societaria;*
- *il disinvestimento da parte del socio investitore.*

Obiettivi condivisi e l'unione di esperienze finanziarie dal lato dell'investitore, ed operative dal lato dell'imprenditore, permettono di creare sinergie positive per la creazione di valore nell'ambito aziendale. In tal senso rivestono grande importanza le diverse modalità di incentivazione al raggiungimento dei risultati da parte del management, che possono risultare determinanti per il successo di una operazione di PE.

Le regole di *Corporate Governance*, tendenti a garantire la *stabilità dell'azionariato ed il coinvolgimento del socio imprenditore*, che risultano maggiormente diffuse nel PE sono:

- gli **accordi di lock-up**, in forza dei quali il socio imprenditore si impegna a non cedere la propria partecipazione societaria per un periodo di tempo determinato;
- **gli accordi di earn-out**, che si sostanziano in formule di pagamento parzialmente differito (nonché subordinato al raggiungimento di prefissati obiettivi economicofinanziaria) del prezzo convenuto per la compravendita di una partecipazione azionaria relativa ad una società nella quale l'imprenditore che ha venduto mantenga, anche dopo la cessione, un ruolo operativo tale da poter continuare ad influenzare in modo significativo i risultati aziendali;
- *i piani di stock option e il cosiddetto management by objectives, che sono meccanismi di incentivazione volti a fidelizzare il management, almeno fino al momento in cui il socio investitore abbia ceduto la partecipazione investitore;*
- *gli accordi di exit ratchet, in forza dei quali, al momento del disinvestimento da parte del socio investitore (e sul presupposto che questo si realizzi a condizioni che riflettano determinati livelli di*

incremento del valore della società rispetto al momento dell'acquisto della partecipazione investitore), le proporzioni di partecipazione nella società vengono idealmente riallocate tra il socio investitore e il socio imprenditore, sulla base di un prezzo stabilito, in maniera tale che il secondo incrementi la propria partecipazione finale quale premio per la performance realizzata.

Per il governo dell'impresa e l'informativa societaria, vengono stabiliti obiettivi condivisi aventi ad oggetto il tipo di struttura societaria, la trasparenza informativa per favorire l'approdo di capitali, la tutela dei soci di minoranza, l'informativa sociale ed il governo societario. Vengono stabiliti a tal riguardo la rappresentanza del socio investitore negli organi societari (di solito in misura proporzionale o più che proporzionale rispetto alla propria quota) e le regole di funzionamento degli stessi.

Particolare rilevanza è rivestita dalle informative a favore del socio investitore, la prassi italiana ed internazionale prevede che *"la società assicuri al socio investitore un plafon informativo che includa:*

- *informazioni in merito ai fattori di rischio che possono influenzare le performance dell'investimento, tra cui, ad esempio, quelle relative: al business o al settore in cui la società opera, l'eventuale dipendenza della società da particolari materi prime o mercati di approvvigionamento, operazioni effettuate con strumenti derivati o contabilizzati fuori bilancio, conflitti di interesse, potenziali o attuali, relativi ad amministratori o dirigenti chiave della società;*
- *informazioni in merito ai dati finanziari ed operativi della società, al fine di consentire un costante controllo sulla gestione della medesima. Tali informazioni, che saranno preparate, controllate e divulgate in conformità*

agli standard internazionali di contabilità, dovrebbero in particolare, con frequenza ritenuta idonea, includere: il conto economico riclassificato, il rendiconto finanziario, il budget annuale e pluriennale, inclusivo del piano di investimenti, lo stato patrimoniale”.

4.4.6 Processi di accelerazione e sviluppo tecnologico

Proseguendo nella ricerca si può sottolineare che in ogni operazioni di PE, anche se meno che nel Venture Capital, ci si ponga l’obiettivo di incrementare la competitività e lo sviluppo economico e sociale dei sistemi produttivi tramite ricerca ed innovazione.

“L’Italia, a differenza delle principali realtà europee e internazionali, si caratterizza soprattutto per una diffusa imprenditorialità nei settori tradizionali e nel commercio, mostrando scarsa vitalità nei comparti ad alta tecnologia”.

In base a dati del 2009 di fonte AIFI – PricewaterhouseCoopers non sembra possibile dare una risposta univoca sull’andamento del mercato in questo senso: gli investimenti in imprese high tech sono in aumento e rappresentano nel 2008 il 28% (erano al 22% nel 2005).

In termini invece di ammontare di risorse investite, si è manifestata una riduzione dal 10% del 2008 al 7% del 2009. Nel 2009 il peso degli investimenti high tech è aumentato per numero (da 28% a 30%), ma l’ammontare investito è ulteriormente sceso (da 7% del 2006 a 4% 2007). “Tale andamento, in realtà si spiega da un lato con la naturale maggiore attenzione alle innovazioni tecnologiche quando si parla di investimenti in imprese giovani o in fase di crescita, in cui è minore l’impiego di capitali, e dall’altro con la relativa marginalità dell’investimento high tech nei casi di medi e grandi buy-out su imprese esistenti. Tuttavia, anche questi ultimi dati confermano il ritardo del

nostro sistema nello sviluppo di un corposo segmento del venture capital tecnologico”.

4.4.7 Sostegno ai processi di ristrutturazione aziendale

Da indagini svolte si può affermare che in Italia i fondi di PE “ricercano opportunità d investimento esclusivamente tra aziende sane e con buone possibilità di crescita”, ma negli ultimi anni, il numero di operazioni degli investitori in capitale di rischio in aziende in crisi sono aumentate. Le criticità sono diverse e riguardano la mancanza di ricambio generazionale, crisi causate da errori strategico-gestionali, problemi con il sistema bancario e finanziario, difficoltà originate dalla forte concorrenza internazionale, scelte errate del management. Queste situazioni di criticità possono rivelarsi buone occasioni di investimento per i fondi di PE dotati di ottimi rapporti con il sistema bancario e capaci di scelte gestionali e di analisi strategiche di altissimo livello. “A tal proposito, viene ormai internazionalmente riconosciuto ai fondi di private equity il ruolo di attore fondamentale nel risanamento delle imprese in crisi, offrendo sostegno economico o manageriale ai processi di ristrutturazione aziendale”.

Nei paesi anglosassoni queste situazioni hanno portato alla nascita di soggetti specializzati nelle acquisizioni di aziende in crisi che potessero gestirne il turnaround, ma in Italia questa diffusione è molto recente. Le motivazioni possono essere molteplici:

- rischio elevato anche in relazione ai rapporti con il sistema creditizio;
- la precedente legislazione fallimentare, a differenza della riforma recente, non tutelava la continuità aziendale, portando più alla liquidazione che al recupero.

In base a dati AIFI – PricewaterhouseCoopers si nota come l’evoluzione delle operazioni di turnaround in Italia è positiva per ciò che riguarda l’ammontare

investito, che nel 2008 è quasi triplicato, ma ancora minima per numero di operazioni (solo 8 nel 2008). Una possibile spiegazione è che la riforma è stata applicata di recente e quindi, già i dati del 2009, potrebbero dare un significativo segnale di discontinuità, per ora arrivato solo dall'ammontare investito.

4.4.8 Superamento delle criticità operative

L'esperienza ci dice che il PE riesce a mettere in atto processi di trasformazione nelle aziende oggetto di investimento favorendone la crescita, la competitività e la cultura d'impresa, nonostante ciò negli ultimi anni è stato oggetto di critiche nella parte riguardante: il breve periodo di permanenza nelle partecipate (holding period), l'uso di operazioni di secondary buy-out e l'uso, ritenuto eccessivo, della leva finanziaria.

In riferimento al breve periodo di permanenza, le critiche che vengono mosse più spesso riguardano la propensione dei fondi di PE a "ricercare la creazione del valore attraverso meccanismi puramente finanziari e in un orizzonte temporale di breve termine, provocando una successiva perdita di potenziale di sviluppo per le venture backed nel periodo immediatamente successivo. In realtà, se è pur vero che il periodo di permanenza degli investitori istituzionali nella compagine societaria delle aziende partecipate se è ridotta nel tempo, è altrettanto vero che tale tendenza non è assolutamente generalizzabile".

Una indagine del PEM mette in luce come si sia evoluto il periodo medio di permanenza degli operatori di PE in Italia dal 2001 al 2009 per operazioni di *expansion* e *buy-out*:

- l'holding period medio nel triennio 2006-2009 per l'*expansion* risulta pari a 3 anni e 9 mesi, mentre per il *buy-out*, nello stesso periodo, è pari a 3 anni e 3 mesi;

- il valore puntuale relativo ai disinvestimenti realizzati nel 2008 è risultato a livello tendenziale, pari a 3 anni e 4 mesi (nel 2006 era a 3 anni e 8 mesi, nel 2005 a 3 anni e 6 mesi);

Una spiegazione della tendenza verso holding period più brevi, può essere quella delle pressioni che arrivano dal mercato finanziaria, il quale richiede rendimenti più alti, a causa dei quali si tende a restringere il ciclo di vita dei fondi gestiti, ma solo nei casi in cui non vada a scapito della creazione del valore.

I secondary buy-out, che portano al susseguirsi di operazioni di leveraged buy out, sono oggetto di feroci critiche: "al di là di eventuali singoli casi speculativi, è comunque doveroso innanzitutto sottolineare come la crescente rilevanza dei fondi di PE nel generale mercato dell'M&A e l'aumento del loro peso relativo rispetto agli operatori "corporate" porta, inevitabilmente, ad accrescere il ruolo dei fondi stessi anche nei casi in cui è un altro fondo a voler comprare o vendere".

Per le polemiche sui secondary buy-out, bisogna sottolineare quale sia stata la capacità del fondo di aver impresso forza su di un processo di crescita basato su piani di sviluppo elaborati ex-ante ed i cui obiettivi siano stati raggiunti. Per la ripetizione delle operazioni di leveraged buy out che i secondary buy out possono comportare, si può osservare come, in base ad una ricerca Bloomberg, JPMorgan, Standard & Poor's, la struttura del capitale nelle

operazioni di LBO a livello internazionale si sia evoluta da un 92% debito e 8% equity, alla fine degli anni ottanta, ad un 68% debito e 32% equity nel 2005.

"In tale scenario, esistono sicuramente iniziative che potrebbero contribuire a caratterizzare correttamente l'immagine e l'attività degli operatori di PE [...] il mercato italiano ed internazionale del capitale di rischio deve continuare a migliorare la qualità della comunicazione e delle garanzie verso gli investitori e il pubblico, in generale, attraverso una sempre maggiore trasparenza"

4.5 Fattori determinanti l'insuccesso di una partecipazione finanziaria

Una ricerca di Gorman e Sahlman ha analizzato le principali cause di insuccesso di investimenti in capitale di rischio su di un campione di 96 aziende in crisi che sono state finanziate da un investitore istituzionale.

Tabella 4.6:

	Frequenza Riscontrata %	Importanza (1 Max – 5 Min)
Problemi relativi al Management		
1. Incapacità dei manager senior.	95	1,6
2. Incapacità dei manager delle funzioni di supporto.	50	2,5
Problemi relativi al mercato		
3. Il mercato degli utenti finali non si è sviluppato come ci si aspettava.	43	2,7
Mancato aumento della quota di mercato a causa di		
4. Canale distributivo.	35	3,3
5. Alta competizione dei concorrenti.	34	3
6. Inadeguatezza del prodotto alle richieste del mercato	28	3,5
Problemi relativi al prodotto / servizio		
7. Ritardi nello sviluppo	51	2,4
8. Fallimento a livello di produzione	11	2,9
9. Scarse performance del prodotto	18	4,2
10. Controllo di qualità	13	4,7

Fonte: AIFI

Il risultato principale è che, nella maggior parte dei casi, queste crisi sono da collegare all'operato dei *senior manager*, infatti nel 95% del campione il management è stato citato come elemento determinante o importante fattore scatenante della la crisi dell'azienda.

Nei questionari erano elencate tutta una serie di possibili problemi potenzialmente alla base del fallimento dell'operazione e l'importanza del fattore di insuccesso veniva valutata in una scala da 1 (fattore determinante l'insuccesso) a 5 (fattore lievemente determinante l'insuccesso). Il valore medio registrato dal management (*senior*) è stato di 1,6 con una frequenza, come detto del 95% (solo tre aziende del campione hanno però attribuito l'intera colpa al *senior management*). Con frequenza pari al 50% ed importanza 2,5 si registra l'incapacità dei *manager delle funzioni di supporto*, come finanza o marketing, quali causa. Gli altri elementi, quali ritardi o carenze finanziarie, mancanza di una efficace strategia di marketing, inadeguatezza del prodotto alle richieste del mercato, controllo di qualità, sono voci che a livello numerico rivestono importanza minore. determinante del fallimento. Con frequenze leggermente superiori al 50% ed importanza pari al 2,4, il campione sottolinea l'influenza negativa assunta dai *ritardi nello sviluppo*, con frequenza 43% ed importanza 2,7 si registrano *aspettative errate nei confronti dello sviluppo del mercato utenti finali*. Questi ultimi due elementi possono rivelarsi cruciali per il buon fine dell'operazione. Si può osservare come *"tanto più frequente è un problema, tanto maggiore sono la sua importanza e la sua gravità"*. Ciò è vero in generale, ma fanno eccezione possibili problematiche di tipo tecnico/produttivo le quali hanno una frequenza del Gervasoni.

4.6 Il Private Equity come nuovo modello di General Management

"I fondi di Private Equity sono cresciuti dagli anni ottanta ad oggi diventando un'importante global force. Morgan Stanley ha stimato che, nel 2011, 2.700 fondi di Private Equity rappresentano il 25% dei global merger e delle attività di acquisizione, il 50% dei volumi di leverage loan, 33% dei bond a tasso elevato del mercato ed il 33% degli IPO".

Nel suo paper Jensen argomenta, seconda la sua tesi portata avanti sin dal 1989, che il Private Equity sia un potente modello di General Management, sintetizzando alcune importanti caratteristiche che contribuiscono alle sue capacità di Creazione del Valore.

Le principali caratteristiche a cui Jensen si riferisce sono:

- Strategic Value Accountability, un concetto oramai quasi dimenticato in corporate governance che il Private Equity invece porta avanti molto bene;
- Capacità nei rapporti con il mercato dei capitali.

L'analisi di alcuni casi particolari rafforza questa tesi e spinge il Private Equity verso il futuro come nuovo modello di business per le sue capacità innovative.

Il Private Equity si pone come nuovo modello di General Management grazie ad una serie di caratteristiche peculiari che rendono il settore capace di una creazione di valore mediamente più elevata rispetto alle public firms. Jensen riscontra le seguenti caratteristiche come punti di forza:

- Il Private Equity è capace di evitare la distruzione di valore causato dagli agency problems nelle public firms: crescita e successo del settore rendono questa tesi credibile.

- Il Private Equity si è contraddistinto per i suoi successi in segmenti maturi di mercato caratterizzati da high free cash flows tramite LBO ed MBO.
- Il Private Equity è stato capace di investire in segmenti con alto potenziale di crescita (High Growth Segment) come le Startups ed i Fondi di Venture Capital.

Alcune ricerche riportate nel paper del Jensen aiutano a sostenere questa tesi. Morgan Stanley stima che negli ultimi anni 2700 fondi di PE abbiano rappresentato:

- il 25% dell'attività di M&A globale,

- il 50% dei volumi di leverage loan,
- il 33% degli high yield bond del mercato,
- il 33% delle IPO.

Come afferma Jensen “tutte le tecniche che il Private Equity utilizza per portare a termine la creazione del valore possono essere adottate dalla maggior parte delle public company [...] ma ciò non avviene. Questo stato delle cose sembra legato alla difficoltà nel modo di pensare dei managers e del board delle società. Io interpreto questo fallimento come evidenza degli agency costs presenti in queste aziende”.

Alcune caratteristiche vengono considerate da Jensen fondamentali e determinanti fattori di successo del Private Equity:

- Gli Headquarters nelle aziende del Private Equity sono semplici partner e gli staff che compongono l’headquarter del fondo di Private Equity sono di piccole dimensioni;
- Gli investimenti in equity del Private Equity hanno sempre vita breve e quest’orizzonte temporale limitato imprime al board, CEO e tutti i manager una forte spinta;
- *La reputazione dei partner del PE è un fattore determinante nel momento in cui si procede verso nuovi fund raising;*
- *Nelle aziende in cui investe il PE i CEO hanno qualcuno che li controlla direttamente a differenza delle public corporations;*
- *Financial Strategy.*

Il Private Equity come nuovo modello di General Management si configura inoltre “tramite l’autoselezione di coloro che credono nella strategia generata dalla necessità di acquistare equity”.

L'alta propensione alla creazione del valore si concretizza anche nell'esternalizzazione del *budget process* nella negoziazione con i fornitori di debito: pensare alle *debt service obligations* come alle performance target oltre le quali si inizia a maturare il bonus, spinge il management orientandolo maggiormente alla *Creazione di Valore*.

Nei business a bassa crescita l'*high leverage* è uno strumento che Jensen ha giudicato appropriato:

- *Orientare il management verso la focalizzazione sul cash flow, che è alla base del pagamento del debito, è una politica molto produttiva;*
- *I cambiamenti nell'ottica del management, da orientamento alla crescita del business a orientamento alla crescita dell'equity può essere molto profittevole.*

Nei business ad alto tasso di crescita, l'*high leverage* non viene giudicato da Jensen appropriato come nel caso precedente:

- *L'imprenditore non possiede abbastanza denaro per sviluppare tutto il suo business;*
- *I fondi di Venture Capital richiedono ad altre imprese di partecipare agli stage successivi in modo da non cristallizzarsi sui propri deals.*

Jensen considera la *Strategic Value Accountability* come un concetto oramai dimenticato nella Governance, il suo compito è quello di colmare il gap presente tra i mercati e l'organizzazione manageriale.

“Consideriamo il caso in cui il management team stia creando uno strategic plan. Come decide sulla pluralità di trade-off che devono essere stabiliti e quale sarà la loro ricompensa nel caso in cui vengano raggiunti? I manager vogliono essere valutati in base ai risultati delle grandezze che essi stessi possono controllare, come il numero di prodotti, vendite o abbattimento di costi. A livello teorico

nessun manager vuole essere valutato in base al valore di mercato dell'azienda, ma questo valore è una grandezza fondamentale”.

Secondo Jensen il perseguimento della *Strategic Value Accountability* richiede l'impiego di notevoli capacità atte a colmare le divergenze presenti tra i manager a livello di conoscenze e modo di pensare durante la loro attività operativa. Questo impegno è raramente riscontrabile nelle public company ma *“non è difficile riscontrarlo nelle aziende del Private Equity che tendono ad essere fondate ed in cui si può riscontrare una presenza di persone dotate di profonde conoscenze ed esperienze nel capital market capaci di combinare questo know how con quello prettamente manageriale. Ciò è estremamente difficile per le public corporation”.*

Questo mix di conoscenze può rivelarsi di un'importanza strategica in tutti i casi in cui il top management non è capace pensare ad ampio raggio soluzioni che abbiano come fine ultimo la creazione del valore.

CAPITOLO 5

Lo sviluppo del private equity e il sistema economico-finanziario

5.1. Le variabili che influiscono sull'espansione del settore del capitale di rischio

La performance conseguibile con l'attività di private equity risulta influenzata non soltanto dall'attenzione dedicata dall'investitore alle diverse fasi di strutturazione dell'investimento, dal suo livello di professionalità e abilità nel processo di creazione del valore nell'impresa partecipata, ma anche da una serie di variabili dipendenti dal contesto economico-finanziario in cui si svolge una determinata operazione. Ogni Paese è infatti caratterizzato da taluni elementi in grado di incidere sulle operazioni di investimento in capitale di rischio e sulla convenienza per i diversi attori di intraprendere tali operazioni:

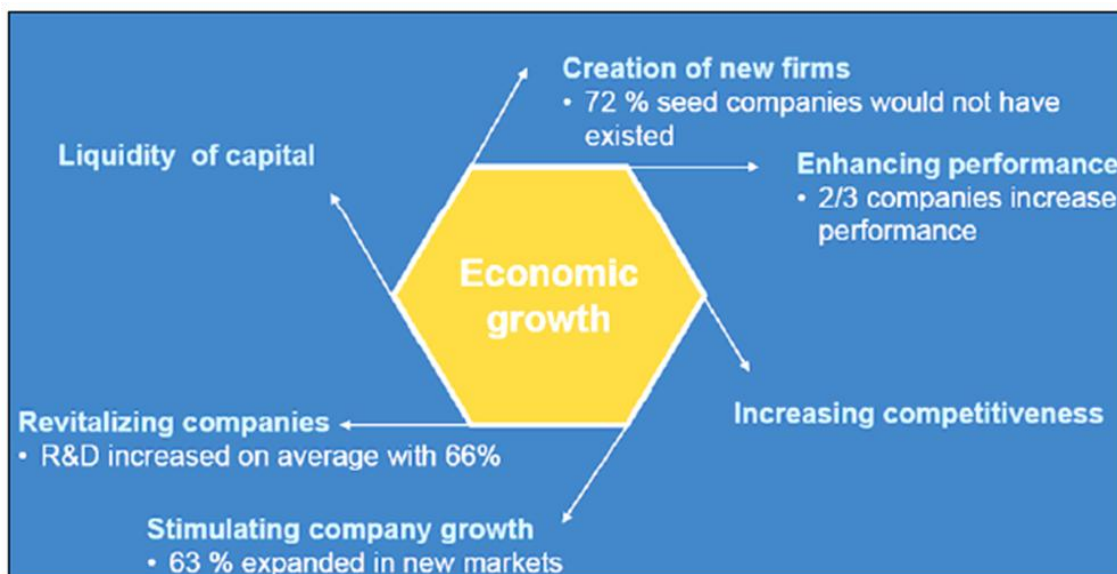
- Efficienza dei mercati di sbocco e loro andamenti congiunturali, riconducibili quindi sia alla possibilità di poter disporre di una valida gamma di opportunità di disinvestimento, sia a quella di poter sfruttare eventuali trend positivi dei mercati e delle valutazioni di azienda;
- Dimensione dell'offerta di capitale, il numero degli operatori e il connesso livello di competitività del mercato, in grado di incidere direttamente sui prezzi medi delle aziende target;

- Variabile normativa e fiscale, capace di limitare o favorire l'assunzione di partecipazioni, proporre nuove forme contrattuali, incentivare iniziative imprenditoriali o la realizzazione di plusvalenze.

La letteratura ha ripercorso queste problematiche supportandole con interessanti ricerche, effettuate tenendo conto dei diversi mercati presi di volta in volta in esame. In particolare, due sono le prospettive di analisi normalmente seguite.

Da una prospettiva economica viene sovente enfatizzato il presumibile impatto sulla crescita economica: il private equity, fornendo capitale di rischi alle imprese, consente di diversificare il rischio e di ripartire quest'ultimo tra un numero maggiore di soggetti, fornisce agli imprenditori incentivi ad intraprendere nuovi progetti, facilita la correzione degli errori nella gestione delle imprese e, in un contesto di asimmetrie informative sui mercati finanziari, contribuisce a migliorare le informazioni sulle imprese.

Grafico 5.1: L'importanza strategica del private equity: motore per la crescita economica



Fonte: Convegno Annuale AIFI

Dalla prospettiva della gestione dei capitali¹⁴¹, vengono invece sottolineati i vantaggi dell'allocazione dei risparmi per periodi medio-lunghi verso il canale del private equity e le caratteristiche del binomio rendimento-rischio di questa attività.

5.2. Le caratteristiche del mercato e l'exit dell'operazione di private equity

La circostanza che l'investimento nel capitale di rischio si sia sviluppato in maniera più accentuata nei paesi con un "orientamento al mercato", rispetto ai sistemi economici in cui ha avuto un ruolo di maggior rilievo strategico l'intermediazione creditizia, è avvalorata dall'evidenza empirica dalla quale risulta il maggior livello di espansione raggiunto dall'investimento con capitale di rischio nei paesi anglosassoni rispetto a paesi quali Italia, Germania e Francia. Il rapporto tra mercato dei capitali e mercato del private equity è stato dettagliatamente indagato in uno studio di Black-Gilson dove vengono analizzate le cause sottostanti la correlazione tra il grado di sviluppo dei due mercati. I risultati di queste analisi evidenziano l'elevato livello raggiunto dal settore del private equity negli Stati Uniti, dove alle molte banche bisogna affiancare un mercato dei capitali fortemente sviluppato e di grande valore per il controllo degli assetti proprietari. Altri mercati, come Germania e Giappone, denotano invece un ruolo alquanto marginale dell'investimento nel capitale di rischio. L'esistenza del legame tra mercato dei capitali e private equity porta gli autori ad individuare due caratteristiche centrali del private equity in paesi mercatocentrici, in particolare negli Stati Uniti: la uscita relativamente rapida dei fornitori di capitale e il frequente exit mediante IPO. La riuscita di un investimento nel capitale di rischio, tramite un efficiente IPO, rappresenta quindi

l'elemento principale che pone i sistemi orientati al mercato in una posizione di vantaggio per lo sviluppo di una efficace attività di private equity. Per quanto concerne l'investitore, infatti, la modalità di uscita costituisce la conditio sine qua non affinché si decida di investire in un progetto; tale condizione è rappresentata da una way-out programmata o quanto meno strutturata per grandi linee già al momento della pianificazione dei primi round di finanziamento. Infatti, assunzioni circa lo stato dell'economia nazionale e l'andamento dei mercati azionari al tempo del probabile disinvestimento, seppur nei limiti delle possibilità di prevedere il futuro, avranno una particolare influenza sulla decisione di investimento.

5.2.1. I fattori che condizionano il disinvestimento: scelta del canale e timing dello smobilizzo

La scelta della modalità di disinvestimento costituisce una fase estremamente delicata perché è dal suo successo che può realizzarsi un guadagno in conto capitale per l'investitore istituzionale. Due aspetti importanti devono guidare lo smobilizzo della partecipazione: il canale utilizzabile e il momento più opportuno per realizzare la liquidazione, dipendenti sia dalla tipologia di impresa e dalle operazioni precedentemente poste in essere dall'investitore, ma anche i risultati raggiunti dall'impresa.

Il canale più ambito di disinvestimento è la quotazione in Borsa dei titoli della società partecipata, dopo aver effettuato un'offerta al pubblico (public offering). Dal momento che in Borsa è possibile collocare anche una minoranza del capitale dell'impresa, tale strada permette, all'investitore, di cedere con profitto il proprio pacchetto di azioni, ed all'imprenditore di mantenere il controllo della società.

Inoltre, avere un investitore istituzionale come socio vuole dire avere già fatto un

percorso verso al trasparenza e quindi essere già abbastanza pronti ad affrontare la quotazione. La presenza dell'investitore istituzionale, anticipando molti dei passaggi necessari, contribuisce a mitigare i rischi e gli svantaggi derivanti dal processo di quotazione.

Tabella 5.1: Pro e contro della quotazione in Borsa

<i>I vantaggi per l'azienda</i>	<ul style="list-style-type: none"> I rafforzamento della struttura finanziaria; I reperimento di capitali per finanziare progetti di crescita interna e/o esterna; I aumento della solidità patrimoniale; I miglioramento del profilo manageriale; I miglioramento dell'immagine e della notorietà; I stimolo ad una migliore redditività; I possibilità di incentivare il management attraverso schemi di <i>stock option</i>.
<i>I vantaggi per gli azionisti</i>	<ul style="list-style-type: none"> I possibilità di monetizzazione parziale dell'investimento; I soddisfazione delle esigenze degli azionisti di controllo; I capitalizzazione dell'impresa senza immettere capitali propri; I agevolazione del passaggio generazionale.
<i>Gli "oneri" da quotazione</i>	<ul style="list-style-type: none"> I elevati obblighi di trasparenza; I elevati costi di informazione; I necessità di porre in essere cambiamenti organizzativi, operativi e manageriali; I necessità di applicare politiche di dividendi volte alla distribuzione degli utili; I dipendenza del corso del titolo dall'andamento del mercato e rischio di assoggettamento a pressioni speculative; I eventuale perdita di controllo.

Fonte: AIFI

La decisione più importante da prendere è rappresentata dal momento più opportuno per lasciare l'offerta pubblica di vendita. Essa dipende in misura elevata dalla congiuntura attraversata dal mercato azionario. Nelle fasi di depressione economica, infatti, non è possibile lanciare offerte pubbliche di vendita, a causa della scarsa propensione dei risparmiatori a investire in titoli azionari e dalla minore valutazione che i titoli tendono ad avere. A volte può capitare che il momento più opportuno per lanciare un'offerta, dal punto di vista

della congiuntura economica e di mercato, non corrisponda al momento più conveniente per l'impresa. Infatti, dal punto di vista dell'impresa, la quotazione risulta realizzabile a prezzi convenienti solo quando l'azienda ha raggiunto soddisfacenti livelli di fatturato e di utile. Molte volte, però, al fine di approfittare di favorevoli situazioni congiunturali, si è costretti ad anticipare o a ritardare la quotazione. Anticipando la quotazione, l'impresa viene collocata sul mercato prima di aver raggiunto risultati consolidati, al fine di approfittare dei tassi di crescita del mercato azionario. Di conseguenza, si genera una sopravvalutazione del prezzo di collocamento e si rischia che i risparmiatori subiscano un successivo ridimensionamento delle quotazioni. Posticipando la quotazione, si rischia di ridurre la redditività degli investitori, essendo quest'ultima negativamente correlata al tempo di permanenza della partecipazione al loro portafoglio.

Jeng - Wells confermano la presenza di forti correlazioni tra la presenza di IPO e ciclicità dell'investimento in capitale di rischio. Essi evidenziano una differente intensità del suddetto legame tra l'IPO e le fasi di sviluppo dell'impresa: le prime fasi (*venture capital*) sono infatti meno legate alle fluttuazioni dei collocamenti azionari. In aggiunta, il legame tra l'IPO e le primissime fasi del finanziamento è costantemente debole tra i differenti paesi mentre assume intensità superiori e maggior disomogeneità quando si considerano le ultime fasi dello sviluppo. Le varie fasi di sviluppo hanno quindi un impatto decisivo sul legame IPO e private equity e, quando il legame è intenso, sono le differenti strutture finanziarie delle realtà economiche considerate a svolgere un ruolo rilevante.

Al fine della massimizzazione dei benefici ottenibili dalla quotazione, quindi, esistono altre variabili fondamentali da tenere presente, tra le quali: la localizzazione geografica del mercato, le Borse situate in altri paesi, l'eventuale

specializzazione del mercato in termini di caratteristiche dimensionali e/o settoriali delle aziende quotate.

In linea generale, poiché la quotazione in Borsa rappresenta anche un importante investimento in termini di immagine, sarà preferibile quotarsi su quei mercati situati nelle aree economiche di interesse commerciale per l'azienda.

Tabella 2: Initial public offering sull'MTA (Marzo 2009 – Febbraio 2009)

Nome impresa	Data dell'IPO	Prezzo dell'IPO	Capitalizzazione	Venture-backed
		(euro)	di mercato (mln euro)	
IGD	11/02/2005	1,45	462	NO
GEOX	01/12/2004	4,60	1.545	NO
PANARIAGROUP	09/11/2004	5,60	264	YES
AZIMUT HOLDING	07/07/2004	4,00	617	YES
PROMAC	07/07/2004	3,50	74	YES
TERNA	23/06/2004	1,70	4.320	NO
DMT	22/06/2004	21,00	288	YES

Fonte: Ernst & Young Financial-Business Advisors, Bloomberg.

Un'altra forma di *exit* consiste nella vendita di titoli ad un'altra impresa industriale o ad un altro investitore istituzionale (*trade sale*). Questo canale apre una prospettiva di sviluppo per l'impresa, dal momento che l'acquirente può essere un altro gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di *business*, realizzando sinergie operative e strategiche. La scelta di vendere ad un solo acquirente, inoltre, comporta un impegno di persuasione più ristretto rispetto alla necessità di convincere l'intero mercato e, generalmente, tempi più ristretti. Uno degli svantaggi più rilevanti del *trade sale* può essere l'opposizione del management, che teme di perdere la propria indipendenza a seguito del cambiamento dei vertici della società. E' sempre più frequente, tuttavia, il caso in cui l'azienda acquirente voglia mantenere la stessa struttura organizzativa (e a volte lo stesso imprenditore originario, seppur con quote di minoranza) per non perdere i vantaggi competitivi e la conoscenze maturate nel tempo.

In alcuni casi il processo di disinvestimento può essere realizzato attraverso il "passaggio del testimone" da un investitore ad un altro. Ciò si verifica soprattutto quando l'impresa non è ancora pronta ad essere affidata al mercato, ma necessita di ulteriori capitali e conoscenze per proseguire il suo processo di crescita.

Al tempo stesso, l'investitore originario, potrebbe considerare esaurito il suo compito, preferendo cedere la partecipazione ad un nuovo operatore, magari maggiormente specializzato nelle fasi successive di sviluppo.

Tabella : Vantaggi/svantaggi del trade sale

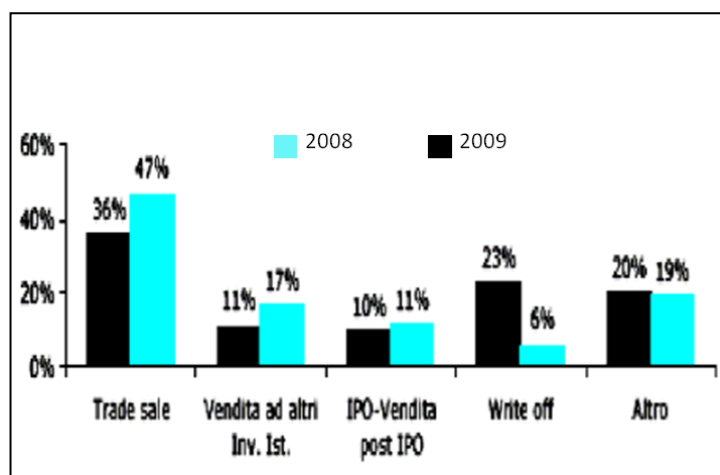
VANTAGGI	SVANTAGGI
<ul style="list-style-type: none"> - Premio per sinergie - Uscita completa - Minori costi rispetto a una IPO - Più veloce e semplice di una IPO - Necessità di convincere un solo investitore 	<ul style="list-style-type: none"> - Resistenze da parte del management - Potere di mercato del compratore - Garanzie

Fonte: AIFI

Una performance insoddisfacente, che non rende quindi l'impresa sufficientemente attraente per altri potenziali acquirenti, o l'opposizione, da parte dei soci non finanziari, all'intervento di nuovi soggetti nella compagine azionaria determina sovente il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario. Tale possibilità può essere prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento, affidandone l'attivazione all'imprenditore (*call*) o all'investitore (*put*). In alternativa, la partecipazione può essere venduta a nuovi e vecchi soci, risultanti da un'operazione di concentrazione tra diverse imprese del settore nel frattempo realizzata. Nell'eventualità che l'iniziativa fallisca, perché ad esempio il nuovo prodotto o la nuova tecnologia non riescono ad affermarsi sul mercato, si disinveste quando matura la convinzione che non è più possibile risolvere la situazione di crisi che si è creata, e nei casi più gravi, si verifica un azzeramento del valore della partecipazione (*write off*).

Dai dati AIFI si evince che la forma di *exit* che prevale nel mercato italiano è il *trade sale*, mentre la quotazione in Borsa costituisce ancora una forma di smobilizzo poco utilizzata. Anzi, negli ultimi anni si è assistito a diversi casi di cancellazione dal listino (*delisting*): il mutamento di assetti proprietari e la cessione delle quote è una soluzione che può essere adottata per risolvere il dissidio tra i componenti di una famiglia che controlla una società.

Grafico 5.3: Il processo di disinvestimento



Fonte: Convegno AIFI

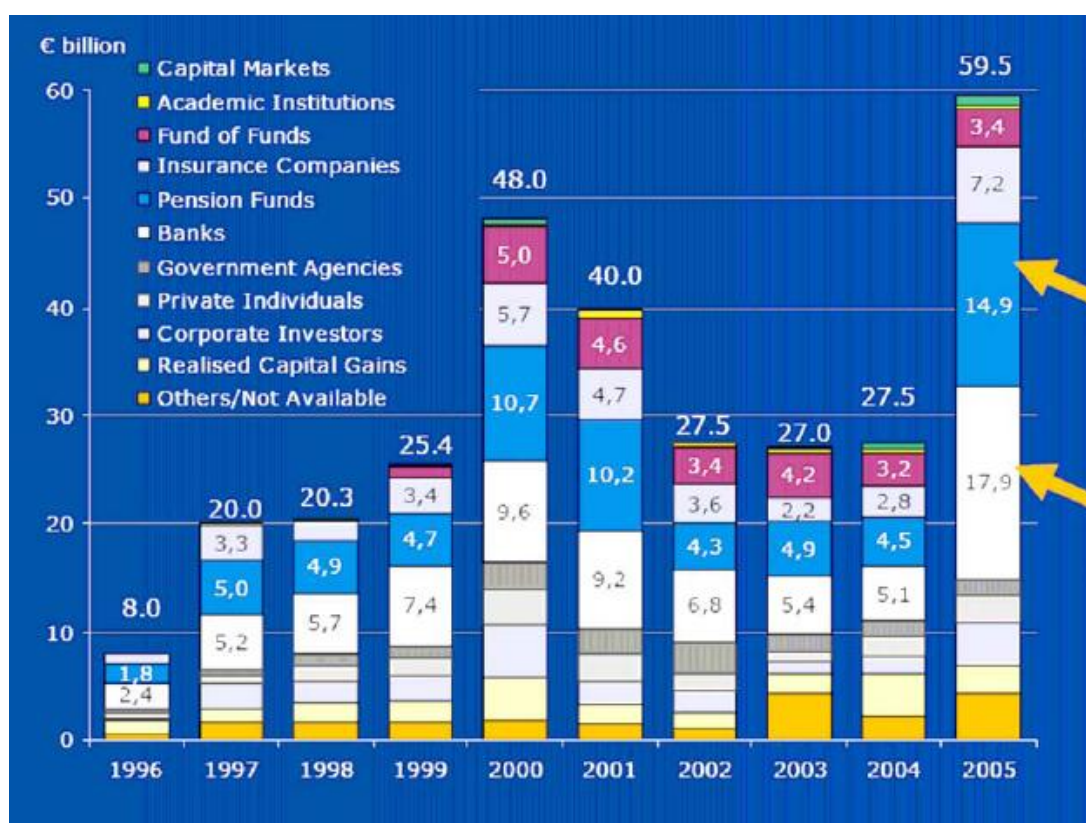
5.3. Il private equity come asset class: il “money chasing deals” e la relazione con i mercati azionari

Anche se la presenza di mercati finanziari dove sono possibili delle IPO vantaggiose è condizione alla base del differente livello di sviluppo del private equity tra l’Europa continentale e gli Stati Uniti, è certamente importante anche

il diverso livello di peso specifico assunto dai grandi investitori istituzionali, come i fondi pensione, che sono la principale fonte di raccolta di capitali per i *venture capitalist* statunitensi¹⁵² e invece ancora poco presenti in Europa.

In effetti, rispetto alle “tradizionali” *asset class*, gli investimenti di *private equity* sono poco liquidi, nel senso che non c’è un mercato secondario, gli investitori hanno poco controllo su come il capitale è investito, e il profilo degli investimenti copre un lungo orizzonte temporale. Per questa ragione gli investitori che investono la maggior parte del loro portafoglio in *private equity* sono coloro che non hanno necessità di ottenere in anticipo dei flussi di cassa, come fondazioni, associazioni e fondi pensione. Una ricerca del 2004 mostra che in media la allocazione del *private equity* verso queste istituzioni è del 7,5% negli Stati Uniti, e in istituzioni europee comparabili è del 4,5%. Il dato del 2005 risulta invece sorprendente, dato che mostra una forte crescita in Europa dell’attività dei fondi pensione. In generale, l’intera raccolta di capitali nell’industria di *private equity* in Europa mostra un trend crescente: secondo le statistiche prodotte dall’EVCA, gli investimenti effettuati nel 2005 ammontavano a circa 60 miliardi di euro, più del doppio rispetto a quanto raccolto nel 2004. Il 2005 risulta quindi essere l’anno di maggiori investimenti per i fondi di *private equity* in Europa, superando il record assoluto di 48 miliardi di euro registrato nel 2000.

Grafico 5.3 : Origine dei capitali raccolti in Europa



Fonte: Convegno AIFI

Sul tema della performance del *private equity* come *asset class* la letteratura ci fornisce un grande contributo investigativo, capace di analizzare le caratteristiche dei rendimenti di questa forma di investimento, nonché della correlazione con i mercati azionari.

Gompers-Lerner hanno mostrato che le valutazioni di nuove imprese *target* sono guidate dai complessivi flussi di cassa in entrata nell'industria dando luogo al cosiddetto fenomeno del "*money chasing deals*". In particolare, l'impatto dei flussi in entrata sui prezzi è più ampio nei Paesi in cui è più diffusa tale attività:

tale risultato è coerente con la caratteristica di limitata competitività di questi investimenti, che può essere responsabile della crescita dei prezzi. Sebbene la questione sia aperta, se l'incremento di valutazioni è scatenato da un incremento di capitali nell'industria di private equity o se questo flusso di capitali è scatenato da un miglioramento delle aspettative relativamente alle future opportunità di investimento, Gompers e Lerner mostrano che c'è un limitato numero di investimenti promettenti nell'industria del private equity, che genera il money chasing deals.

E' importante notare a tal riguardo che la solidità delle ragioni è fortemente intrecciata con le speciali caratteristiche di questa asset class, come è stato mostrato da una analisi di equilibrio di Inderst-Muller. Data la scarsa liquidità degli investimenti in private equity, le aspettative riferite ai futuri cash flow non possono essere riflesse direttamente sulla crescita dei prezzi delle azioni, come accadrebbe in presenza di azioni di pubblico mercato. Perciò, i capitali addizionali attratti a causa di migliori prospettive economiche devono essere interamente assorbite sui mercati primari, ad esempio mediante un aggiustamento del deal pricing. L'evidenza empirica mostra infatti che la valutazione delle operazioni concluse in periodi con flussi in entrata relativamente alti non è particolarmente migliore rispetto a quella conseguita dalle operazioni concluse nei periodi peggiori.

Questo effetto risulta rafforzato se si tiene conto che la maggior parte dei capitali investita in private equity è allocata tramite fondi. A tal riguardo Ljungqvist Richardson mettono in evidenza il fatto che i fondi di private equity sono normalmente divisi dalle altre asset class e i flussi tra investitore e imprenditore tendono ad essere rigidi, nel senso che è necessario molto tempo affinché l'industria muti le aspettative e le valutazioni. Entrambi i meccanismi

rendono difficile il rapido indirizzo dei fondi verso altre classi, rafforzando ulteriormente la difficoltà sulla valutazione dei flussi di investimento per portare questo segmento del mercato dei capitali in equilibrio.

Se la reale situazione dei mercati del private equity è governata in questo modo, ci si dovrebbe aspettare che i rendimenti realizzati dai fondi di private equity risultano condizionati dal totale dei flussi di capitale nell'industria. Più specificamente, il fenomeno del "money chasing deals" vorrebbe suggerire che dovrebbe esserci una correlazione negativa tra la performance dei fondi e l'ammontare dei risparmi diretti verso l'industria del private equity. Questo potrebbe essere vero solo nella misura in cui i fondi in entrata non sono adeguati in presenza di un miglioramento nelle prospettive economiche delle imprese target allo stadio finale.

Kaserer-Diller testano questo risultato sul mercato europeo e dimostrano che esso si verifica prevalentemente per i fondi di venture capital, che sono maggiormente caratterizzati da scarsa liquidità e segmentazione rispetto ai fondi di buy-out. Il risultato della loro regressione mostra che il rendimento dei fondi è spiegato per il 47% dai flussi di capitale e per il resto dal market sentiment, dall'abilità dell'investitore e dal rischio idiosincratice; inoltre, i rendimenti sembrano essere non correlati con i rendimenti dei mercati azionari e con lo sviluppo generale dell'economia.

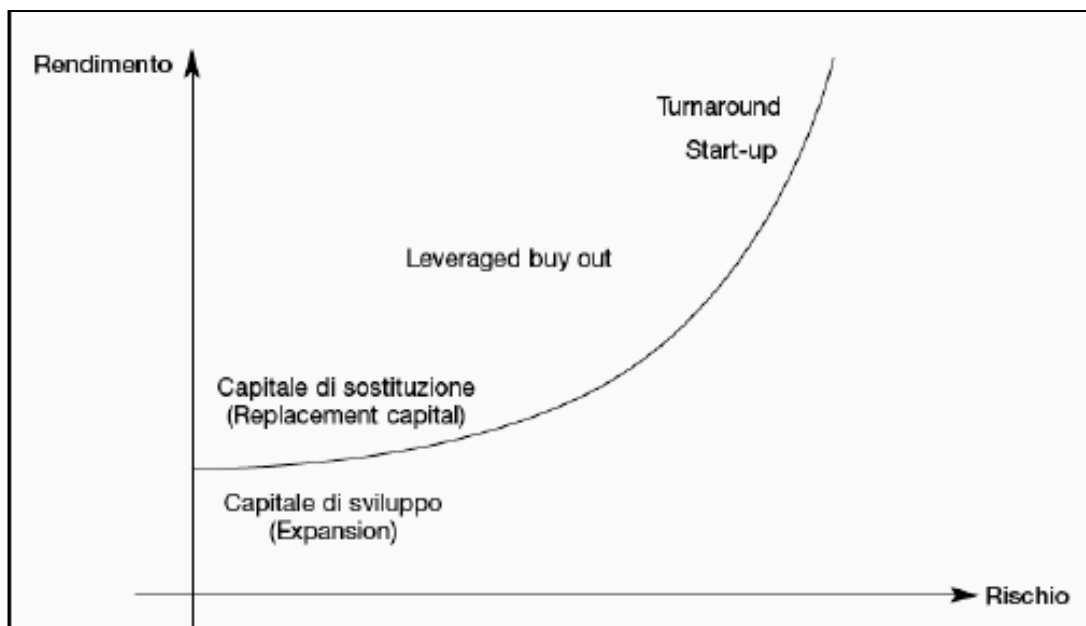
5.3.1. Il profilo rischio-rendimento del private equity: evidenze empiriche

Gli investitori spesso percepiscono l'attività di private equity come una asset class rischiosa. In particolare, Ueda160 mostra che le caratteristiche di una impresa finanziata da un venture capitalist sono: basse garanzie, alta crescita, alto rischio e alta profittabilità.

Questo è vero specialmente per il venture capital, che investe nel primo stadio di sviluppo di una impresa, e che richiede molti esborsi iniziali connessi alle attività di R&S, produzione e vendita, senza significativi ricavi prima di raggiungere il break even point operativo. I rendimenti possono essere alti, ma altrettanto alte sono le possibilità di fallimento. Per esempio, l'Università di Boston investì nel 1994 gran parte del suo fondo in una impresa, chiamata Seragen Inc., ma perse gran parte del suo capitale. Invece, Tiscali, una importante impresa italiana delle telecomunicazioni, ha dato al suo venture capitalist generosi profitti.

Molti investimenti in private equity sono di gran lunga meno rischiosi, dato che sovente le strategie di investimento degli operatori del settore sono limitate da restrizioni legali e statutarie, dal know how e dal volume di investimenti possibili, o vengono effettuate in fasi di vita dell'impresa più avanzate (expansion capital).

Grafico 5.4: Rapporto rischio/rendimento delle differenti tipologie di operazioni di investimento nel capitale di rischio



Fonte: Convegno Annuale AIFI

Volendo distinguere le diverse tipologie di rischio, si ritiene sia possibile individuarne quattro che vanno a comporre il livelli di rischio complessivo: il rischio operativo; il rischio di mercato; il rischio imprenditoriale; il rischio finanziario.

La prima tipologia di rischio, definito tecnico-operativo, è intesa quale possibile fluttuazione di valori del portafoglio di attività aziendali (beni aziendali) dovuta a variazioni inattese nelle condizioni di operatività dell'impresa rispetto a quelle del contesto concorrenziale. Il rischio di mercato si estrinseca nella possibilità di fluttuazioni nei parametri fondamentali quali il livello dell'equity premia, mentre il rischio imprenditoriale dipende dalla capacità del management nella gestione operativa dell'azienda. Il rischio finanziario, infine, fa riferimento alla possibilità che il risultato di una possibile operazione (o della complessità dell'attività aziendale) misurato ex-post, sia diverso da quello previsto e atteso ex-ante. Il rischio tecnico e quello manageriale diminuiscono con il crescere dello sviluppo aziendale, mentre il rischio finanziario aumenta, in ragione della maggiore intensità delle risorse finanziarie nelle fasi di investimento legate al late stage

financing. Il rischio di default globale risulta essere molto intenso nelle fasi iniziali di seed financing e start-up, in relazione all'elevata aleatorietà nelle stime della validità tecnica ed economica del prodotto proposto e al conseguente rischio di default commerciale legato al lancio del prodotto-servizio oltre ai potenziali limiti nello sviluppo del progetto imprenditoriale. Negli stage seguenti, al contrario, il rischio globale per l'investitore istituzionale tende a diminuire, in virtù della tendenza al consolidamento e dell'affermazione dell'azienda sul mercato.

Le ricerche empiriche si soffermano per lo più sugli investimenti diretti o sui fondi comuni, mentre ancora poca attenzione è dedicata ai fondi di fondi e ai prodotti più esotici come i fondi obbligazionari garantiti (CFOs), le entità pubbliche quotate e i portafogli misti, per ora diffusi solo nei mercati anglosassoni. I fondi costituiscono uno strumento per diversificare il rischio associato a diversi investimenti in imprese e i benefici di questa diversificazione crescono con il numero dei fondi detenuti da un investitore.

I risultati evidenziati nei paper pubblicati sono talvolta contrastanti, a causa delle differenti prospettive di analisi, degli strumenti di misurazione utilizzati, dall'intervallo temporale considerato, dal campione di dati caratterizzato da scarsa trasparenza nel pricing. La disclosure nel mercato del private equity appare limitata e poco efficace, non in grado di fornire quel flusso informativo utile allo sviluppo del grado di efficienza del mercato. Per questo, ad esempio, il rischio non può essere misurato come la volatilità di una serie storica di prezzi di mercato, ma è di solito considerato come la deviazione standard intorno alla media dei rendimenti.

In tabella sono evidenziati i risultati di diverse analisi relativamente ai valori di rendimento/rischio di fondi di private equity.

Tabella 5.6: Il profilo rendimento/rischio in letteratura

AUTORI E ANNO DI PUBBLICAZIONE	Intervallo di osservazione ¹	Rendimento (IRR %) ²	Rischio ³
Bygrave e Timmons (1992)	1974-1989	13,5	n.d.
Gompers e Lerner (1997)	1972-1997	30,5 ⁴	32,0 ⁵
Peng (2001)	1987-1999	55,2	4,7 ⁶
Moskowitz e Vissing-	1953-1999	13,1	6,9
Chen, Baierl e Kaplan	1960-1999	13,4	115,6
Kaplan e Schoar (2003)	1980-2001	18,1	36,2
Ljungqvist e Richardson	1981-1993	19,8	22,3
Rouvinez (2003)	1980-1990	14,3	34,4
Cochrane (2004)	1987-2000	15,0	89,0
1 intervalli riferiti ai <i>vintage years</i> 2 media geometrica annuale 3 deviazione standard Irr annuo 4 media aritmetica 5 calcolato in via inferenziale 6 indice di rischio sistematico (<i>Beta</i>) calcolato sull'indice Nasdaq			

Fonte: nostra elaborazione

Cochrane, analizzando i rendimenti (al lordo delle commissioni) del private equity basati su investimenti individuali, mostra che hanno un rischio di mercato o beta di 1.7 un valore di alfa ampiamente positivo (32% all'anno) su tutto il suo periodo preso a campione. Ljungqvist-Richardson nella loro analisi distinguono un beta dei flussi di cassa in uscita, vicino a zero e un beta dei flussi di cassa in entrata, maggiore di 1.

In molti casi, gli autori tentano di fornire una spiegazione alle evidenze empiriche: ad esempio, la causa di un incremento del rischio idiosincratico è,

secondo il modello proposto e testato da Jones-Rhodes- Kropf, la presenza di problemi principale-agente, nei rapporti tra investitore e impresa.

L'investitore, come asserito dalla moderna teoria del portafoglio, potrebbe decidere di evitare di concentrare il rischio all'interno del proprio portafoglio e controllare la sua volatilità. Potrebbe infatti comporre un portafoglio con investimenti relativi a diversi stadi di sviluppo della private equity firm, oppure comprendendo altre asset class, o considerando investimenti in differenti aree geografiche, potendo così beneficiare del basso livello di correlazione che lega tali investimenti.

Tabella 5.7: Correlazione del private equity con altre asset classes

Correlation of private equity with other classes				
	Equity markets(%)		Bonds (%)	
	Long term	Short term	Long term	Short term
Annual ¹	0.57 to 0.59	0.49 to 0.58	-0.18 to 0.12	-0.37 to -0.07
Quarterly ²	0.58 to 0.59	0.58 to 0.61	0.00 to -0.11	-0.22 to 0.03
1. Long term horizon 30 years, short term horizon 19 years. Correlation ranges for large and small cap stocks; Treasury bills and bonds and corporate bonds.				
2. Long term horizon 24 years, short term horizon 16 years. Correlation ranges for large and small cap stocks; Treasury bills and bonds and corporate bonds.				

Fonte: Convegno AIFI

Tabella 5.7: Correlazione tra settori del private equity

Correlation between Sectors of <i>Private equity</i>	
	<i>Buyouts</i>
<i>Venture Capital</i>	
<i>Annual</i> ¹	0.36
<i>Quarterly</i>	0.47
1. Annual correlation based on period of 19 years; quarterly correlation based on period of 16 years	

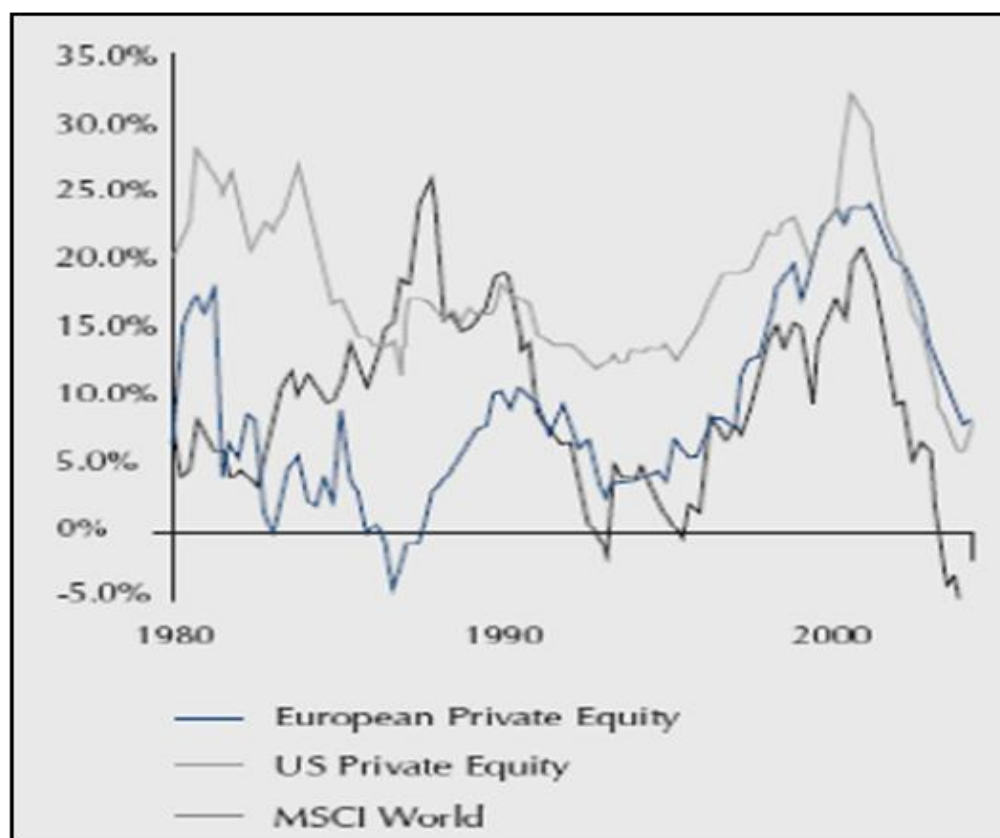
Fonte: Convegno AIFI

5.3.2. L'excess return e il "private equity premium puzzle"

Il grado di sostanziale scarsa liquidità di tali fondi e il differente profilo di rischio di questa asset class, fa sì che gli investitori richiedano degli extra-rendimenti rispetto alla performance degli investimenti tradizionali.

Per questo, risulta interessante un confronto fra la performance del private equity e un indice del mercato globale come MSCI World.

Grafico 5.7: Rendimento su un arco temporale di 5 anni: Private equity vs MSCI World



Fonte: Convegno AIFI

Due recenti studi condotti da Ljungqvist-Richardson e Kaplan-Schoar mettono in evidenza l'excess return del private equity rispetto allo S&P 500.

E' importante sottolineare come questi studi si focalizzino non tanto sulla misurazione della performance quanto piuttosto su alcuni aspetti dei fondi di private equity (ad esempio, la relazione flussi di cassa-performance, la costanza della performance, o determinanti della velocità al quale il capitale è investito).

Una ragione del perché questi studi non si focalizzano sulla performance attesa è la mancanza di un completo dataset. Infatti, in un universo di 3400 fondi, Ljungqvist- Richardson basano la loro analisi su 73 fondi, mentre Kaplan-Schoar esaminano 746 fondi. Ljungqvist- Richardson documentano un *excess return* del 5% annuo rispetto alle azioni del pubblico mercato, e interpretano questa grandezza come il compenso per la illiquidità dell'investimento di 10 anni; Kaplan-Schoar, utilizzando l'approccio "*public market equivalent*" (PME), evidenziano una performance circa pari a quella dello S&P500. Phalippau-Zollo attingono da una versione successiva del set di dati di Kaplan-Schoar, comprendente 938 fondi, arricchita della performance relativa ad altri 1391 fondi, che permette di correggere il *bias* derivante dalla scelta del campione. In contrasto con la letteratura esistente, i due autori utilizzano due contributi metodologici che consistono in un più allettante strumento di aggregazione dei fondi e un migliore trattamento dei "residui"¹⁷⁶, con la eliminazione del cosiddetto "*living-dead*". Queste correzioni nei dati riducono il valore delle stime della performance. Il risultato finale è che il rendimento dei fondi di private equity è cresciuto tra il 1980 e il 1996 di circa il 3.3% (per anno) rispetto al rendimento del S&P 500. In virtù del fenomeno della persistenza della performance, dimostrato dal citato lavoro di Kaplan-Schoar, anche l'eliminazione dei fondi più "giovani" dal campione, lascia immutati i risultati poco brillanti ottenuti dai fondi di *private equity*.

Figura 5.9 : Il calcolo della performance dopo le correzioni dei bias (modello Phalippau-Zollo)

<i>Performance of liquidated funds as of December 2003</i>	IRR
Size-weighted	16.24
Deflated size-weighted	15.90
Present value of investments-weighted	14.35
Aggregation	14.08
Correcting for sample selection bias	13.54
Halve subjective residual values (+ aggregation)	14.47
Correcting for sample selection bias (+ aggregation)	13.42
Correcting for sample selection biases (+ aggregation + halve residual values)	12.44
Average yearly performance (1980-2003)of:	
<i>S&P 500</i>	15.25
<i>US stock market portfolio</i>	14.48
<i>AAA-corporate bonds</i>	9.06

Fonte: nostra elaborazione

I due autori guardano a questa conclusione come a un rompicapo (“puzzle”), e cercano di formulare delle ipotesi sul perché il private equity abbia una performance così bassa.

Già studi precedenti, condotti da Moskowitz–Vissing Jorgensen e Lerner- Schoa affrontano quello che viene definito “private equity premium puzzle”.

Partendo dalla constatazione che gli investimenti in private equity sono estremamente concentrati, ma offrono rendimenti sorprendentemente bassi, vengono esaminate diverse soluzioni a tale “enigma”. Moskowitz–Vissing Jorgensen evidenziano l’ampiezza dei benefici non economici del controllo e/o l’eccessivo ottimismo dell’imprenditore per il successo del suo piano. Lerner-Schoar pongono l’attenzione sulle asimmetrie informative e il ruolo dei manager.

Infine, altre analisi più recenti, riguardano le commissioni di investimento e il costo del capitale, nonché l'opportunità di valutare i learning cost.

5.4. Il contesto normativo e la variabile fiscale

A livello di singolo paese, e di contesto istituzionale di riferimento, la variabile fiscale e quella normativa, soprattutto in termini di vincoli strutturali all'attività (quali, ad esempio, disposizioni restrittive in materia di raccolta di capitali o di partecipazioni acquisibili nella stessa impresa), costituiscono ulteriori elementi in grado di influenzare sensibilmente i risultati raggiungibili.

Come evidenziato da Gandullia, è possibile individuare un set di variabili fiscali (oltre che regolamentari) suscettibili di incidere sullo sviluppo del settore del *private equity*: la disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento, la tassazione societaria, il regime fiscale dei *capital gains* in capo agli investitori individuali, l'esistenza di specifiche agevolazioni fiscali a favore dei medesimi investitori, la disciplina fiscale delle *stock options* e quella degli investimenti immateriali (R&D). Nella letteratura i principali contributi si sono concentrati sulle relazioni esistenti tra disciplina fiscale dei *capital gains* e sviluppo del settore del *private equity*. Poterba ha messo in discussione l'esistenza di una correlazione negativa tra tassazione dei *capital gains* e domanda di *equity*, considerando che la maggior parte dei fondi affluiti al settore erano pervenuti da investitori (ad esempio fondi pensione) esenti dall'imposta sui *capital gains*. In un successivo contributo, Poterba considera i diversi canali attraverso cui la riduzione nella tassazione delle plusvalenze può stimolare lo sviluppo del mercato dell'*equity*. Sul lato della domanda la riduzione della tassazione induce un aumento nel volume di fondi che affluiscono al settore, in quanto lo sgravio riduce il tasso di rendimento atteso (al lordo della tassazione) dagli investitori sottoposti a tassazione; l'effetto sarebbe relativamente più intenso sul flusso di fondi per le *start-up* provenienti

da *business angels*; tuttavia, l'aumento della domanda è limitato in presenza di una quota significativa di investitori esenti da tassazione. La riduzione della tassazione dei *capital gains* ha invece un impatto significativo sul lato dell'offerta di *equity*, incentivando la creazione di nuove imprese; il lavoratore dipendente che avvia un'attività imprenditoriale viene remunerato attraverso *capital gains* anziché attraverso redditi da lavoro; nella misura in cui i primi sono sottoposti a una minore tassazione dei secondi aumentano gli incentivi per i lavoratori a costituire nuove imprese. È dunque da attendersi che gli effetti di stimolo sull'offerta siano superiori rispetto a quelli sulla domanda. Sul piano empirico Gompers-Lerner, analizzando i fattori determinanti lo sviluppo del mercato, hanno trovato conferma della correlazione negativa, supposta da Poterba, tra tassazione dei *capital gains* e offerta e domanda di *equity*, evidenziando anche la maggior sensibilità dell'offerta rispetto alla domanda alla riduzione della tassazione. Negli Stati Uniti la crescita dell'industria verificatasi a partire dalla fine degli anni Settanta è stata spiegata come l'effetto della riduzione dell'imposta sui *capital gains* azionari; allo stesso modo l'obiettivo di favorire lo sviluppo del settore è stata la motivazione che ha giustificato la riduzione dal 28% al 14% dell'imposta sui *capital gains* nel 1993.

Tuttavia, l'evidenza empirica segnala che tra i differenti fattori determinanti la crescita del settore le politiche pubbliche di stimolo all'imprenditorialità e all'innovazione appaiono più efficaci della riduzione della tassazione dei *capital gains*. In termini di policy, ne discende che una riduzione selettiva dell'imposta sui *capital gains* è desiderabile, nella misura in cui è diretta a stimolare nuove imprese alle quali si associano esternalità positive. Resta tuttavia da dimostrare che tali esternalità siano esistenti; inoltre, come anche riconosciuto in sede internazionale dall'Oecd, altre variabili fiscali, ulteriori alla disciplina dei *capital*

gains, influiscono sull'avvio e la crescita delle imprese, ossia sul lato dell'offerta del settore, ad esempio la disciplina delle perdite o quella degli investimenti in R&D.

5.5. Le prospettive per lo sviluppo del private equity: il ruolo della finanza agevolata

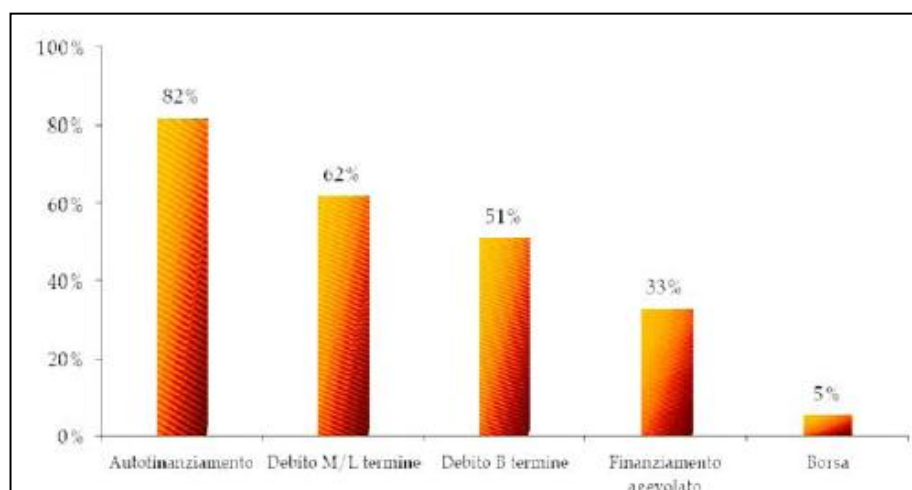
Una variabile normativa, capace di incidere sulla domanda di capitale di rischio da parte delle imprese, è costituita dalle leggi riguardanti i crediti agevolati che lo Stato concede in un'ottica di incentivazione e sussidio a determinate categorie di imprese, settori e aree geografiche. Si tratta di leggi che hanno svolto un ruolo positivo nello sviluppo dell'imprenditoria italiana, anche se sono emersi limiti molto pesanti, legati ai tempi burocratici per ottenere le agevolazioni previste e l'erogazione una tantum delle somme stanziare.

La letteratura tende ad evidenziare la convenienza per l'impresa del ricorso al finanziamento tramite capitale di rischio rispetto al credito bancario: Ueda, ad esempio, evidenzia i diversi motivi che possono spingere le imprese innovative a preferire il primo canale. In assenza di garanzie tangibili e adeguate dell'impresa le asimmetrie informative costringerebbero l'intermediario bancario, se egualmente disposto a concedere il prestito, a cautelarsi fissando un tasso d'interesse alto.

L'impresa preferirebbe quindi il ricorso a un intermediario in capitale di rischio che, con il proprio know-how, attutisce le asimmetrie informative e non richiede garanzie.

Tuttavia le imprese, soprattutto di piccole dimensioni, preferiscono il credito agevolato al capitale di rischio: a quest'ultimo gli imprenditori sembrano ricorrere quando si rendono conto di non riuscire a sostenere la propria crescita con l'indebitamento.

Grafico 4: Le modalità di finanziamento delle imprese



Fonte: Convegno AIFI

Oltre a suggerire la razionalizzazione degli incentivi esistenti, eliminando le sovrapposizioni e le duplicazioni di strumenti, soggetti erogatori, settori di intervento e aree geografiche, l'indicazione più importante è l'esigenza di un cambiamento strutturale dell'intervento dell'operatore pubblico, al fine di rendere più efficaci gli interventi a sostegno delle imprese in crescita.

L'eccesso di agevolazioni pubbliche, infatti, rafforza il disinteresse delle banche e degli intermediari finanziari e priva, soprattutto il sistema meridionale, di una leva di lungo periodo nel sostegno degli investimenti.

La vera sfida è costituita dal prevedere anche a livello nazionale o regionale, meccanismi di incentivo e stimolo simili a quelli recentemente formulati in sede Europea. In questa direzione, gli interventi dovrebbero concentrarsi sul segmento dei finanziamenti iniziali e avere esplicito riferimento ad un determinato settore o una limitata area geografica all'interno del paese. L'impegno a promuovere lo sviluppo del capitale di rischio è stato un obiettivo riaffermato dal Consiglio Europeo di Lisbona, e dal più recente rapporto Kok (2004), che ha incoraggiato esplicitamente un orientamento privilegiato dei

finanziamenti verso il sostegno alla costituzione di nuove imprese, alle imprese ad alta tecnologia e alle micro imprese.

La Commissione Europea ha d'altronde sottolineato che non sembra possibile né opportuno ricorrere prevalentemente ai fondi pubblici per promuovere lo sviluppo del capitale di rischi nella Comunità. I provvedimenti suggeriti vanno nel senso di ridurre le eventuali restrizioni di natura fiscale relative al capitale azionario rispetto a quello di debito, e le limitazioni agli investimenti di determinati investitori istituzionali come i fondi pensione o le assicurazioni.

Al contempo, va perseguito l'obiettivo dello snellimento delle procedure burocratiche e amministrative per la costituzione di imprese.

Sarebbe opportuno anche distinguere ulteriormente e chiaramente le iniziative pubbliche destinate a supportare il *seed capital* da quelle finalizzate a incentivare gli *start up* e l'espansione del capitale. Questo perché i profili di rischio dei progetti, le necessità finanziarie e le competenze manageriali sono diverse nelle due fattispecie. In particolare, i finanziamenti di *seed capital*, essendo di ammontare limitato e ad alto rischio, attraggono più difficilmente investitori istituzionali formali.

La tendenza attuale in Italia è comunque quella di una riduzione dei contributi in conto capitale, un incremento degli incentivi di tipo fiscale e forme di finanziamento diretto, anche se continuano ad essere poco utilizzate le forme di intervento che favoriscono la partecipazione al capitale di rischio, che però, dovrebbero avere un sensibile incremento nei prossimi anni, in virtù di quanto disciplinato negli art.103-106 della L.388/2000. Si tratta infatti di un provvedimento destinato a promuovere la diffusione del "capitale di rischio", attraverso la creazione di un fondo con il quale "raddoppiare" le risorse che gli investitori istituzionali andranno a destinare alle partecipazioni nel capitale delle

aziende: sono anticipazioni pubbliche, concedibili in misura pari al 50% del valore di acquisizione della partecipazione nell'impresa target e comunque per un importo non superiore a 2 milioni di euro per singola operazione di anticipazione, che sono utilizzate dagli intermediari (banche, intermediari finanziari, SGR in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestite) accreditati dal Ministero delle Attività Produttive, per acquisire partecipazioni temporanee nel capitale di rischio di nuove imprese innovative, di nuove imprese operanti nel settore ICT e di PMI localizzate nelle aree svantaggiate (obiettivo 1 e 2, regolamento CE 1260/99).

Gli intermediari, ai quali è demandata la selezione delle imprese e la gestione della partecipazione acquisita, sono tenuti a disinvestire entro un termine massimo di sette anni dalla data di acquisizione. Tali soggetti devono restituire allo Stato il 50% del valore di dismissione della partecipazione, al netto di una commissione annua di gestione e, in caso l'investimento abbia fatto registrare un buon rendimento, di un premio, riconosciuto dal Ministero in ragione della particolare efficienza dimostrata dall'intermediario.

Capitolo 6

Piquadro S.p.A. e Private equity: un binomio di successo

6.1 La storia

Piquadro, è un brand che opera nel settore della pelletteria caratterizzata dall'orientamento al design e all'innovazione. Nasce nel 1987 a Riola di Vergato (BO) dall'intuizione di Marco Palmieri, attuale Presidente e Amministratore Delegato della Società. Nei suoi primi 10 anni (fino al 1998), produce in conto terzi per le più prestigiose aziende italiane di pelletteria di lusso, sviluppando soluzioni e tecnologie innovative ed esclusive.

Nel 1998 Piquadro si affaccia sul mercato con il proprio marchio. Grazie all'esperienza maturata nella produzione per conto terzi, Piquadro S.p.A. (ora Piquubo) inizia la produzione in conto proprio di cartelle, valigette, agende ed altri articoli in pelle con design innovativo ed alta funzionalità, destinati a target ben definiti di clientela di fascia medio-alta. Attraverso un'analisi approfondita del mercato, del target dei clienti e degli operatori del mercato Piquadro individua una nicchia all'interno della quale si posiziona come azienda innovatrice.

Nel novembre del 2000 viene aperta la prima boutique monomarca a Milano, cui seguiranno quelle di Roma e dell'Aeroporto di Milano Linate nel 2002.

Attualmente Piquadro è presente in Italia con 27 punti vendita monomarca, di cui 14 franchising. Ammontano invece a 16 i punti vendita monomarca all'estero. Diversificazione delle linee, innovazione e investimenti strategici permettono una continua evoluzione della produzione, che già dal 1998 viene in parte delocalizzata

in Cina. Con l'obiettivo di salvaguardare il contenuto di design ed innovazione dei propri prodotti e di contenere i costi, nel 2003 Piquadro acquisisce il 50% di uno stabilimento produttivo a Zhongshan, Cina meridionale. La fabbrica costituisce di fatto una realtà aziendale italo-cinese, rispettosa degli standard qualitativi ed etici, dove Piquadro ha trasferito i propri processi industriali attraverso il management italiano. Il modello di business, infatti, prevede la delocalizzazione della produzione come un'opportunità di partnership e non semplice bacino di manodopera. La scelta della contaminazione tra l'industria e il design è l'elemento distintivo dell'offerta di Piquadro che, nel 2004, inizia un processo di internazionalizzazione con investimenti e aperture di nuovi punti vendita all'estero, a Mosca e a Barcellona. Sempre maggiore è, inoltre, la diffusione dei prodotti e la notorietà della marca in Italia. Il 2 maggio 2005 nasce l'attuale Piquadro S.p.A. attraverso il conferimento del ramo dell'azienda relativo all'attività operativa da parte dell'ex Piquadro S.p.A. del 1998, che contemporaneamente prende il nome di Piquubo S.p.A. Piquadro S.p.A. ha chiuso il primo bilancio di undici mesi il 31 marzo 2006.

Nel luglio 2005 nasce la Piquadro Holding S.p.A., attuale azionista di Piquadro S.p.A., il cui 35% viene acquisito da BNL Investire Impresa, che si sostituisce così al precedente socio finanziario di minoranza di Piquadro, Development Capital. Il 65% di Piquadro Holding S.p.A. è detenuto da Marco Palmieri attraverso la Piquubo S.p.A. Nel novembre 2006 Piquadro annuncia la creazione di Piquadro Hong Kong Ltd in joint-venture con una trading company locale per lo sviluppo retail nell'area di Hong Kong. Nel dicembre 2006 Piquadro apre la prima boutique a Hong Kong City.

Nel dicembre 2006 viene inaugurato l'avveniristico nuovo stabilimento Piquadro a Gaggio Montano (Bologna). Esso costituisce la nuova sede operativa e

un'efficiente base logistica in cui sono raccolti ed evasi gli ordini provenienti da tutto il mondo, con consegna della merce nell'arco di 24/48 ore. L'enfasi posta sul settore logistico si riflette nella partizione degli spazi: la superficie complessiva misura 8.000 m², di cui 2.000 adibiti ad uso ufficio e ben 6.000 destinati alla logistica e alla produzione per una cubatura totale di circa 82.500 m³. Inoltre, tutta la rete vendita è stata completamente informatizzata e sono state sfruttate le potenzialità del web: la disponibilità dei prodotti può essere così verificata in tempo reale e i punti vendita approvvigionati costantemente. Infine è stata approvata dal CdA, nel 2007, la proposta di fusione per incorporazione in Piquadro della controllata al 100% Piqubo Servizi e il relativo progetto di fusione.

6.2 L'offerta

Piquadro produce un'ampia gamma di prodotti che spaziano dalle borse professionali uomo e donna alla valigeria, fino ad articoli di piccola pelletteria, agende, portablocchi e ad una ricca selezione di accessori. Ad oggi Piquadro si caratterizza per una tipologia di clientela di fascia medio-alta compresa in una ampia fascia d'età – dai 26 ai 50 anni – composta per il 60% circa da uomini e il rimanente 40% da donne e con motivazioni all'acquisto costituite principalmente dall'unicità del design e dalla funzionalità dei prodotti Piquadro.

Attualmente il portafoglio Piquadro è caratterizzato da prodotti con elevate prestazioni che coniugano un forte contenuto funzionale con un importante valore aspirazionale:

Cartelle (44% del fatturato)	Costituita da cartelle professionali, da uomo e da donna, in pelle o pelle e tessuto, per contenere documenti, computer portatili.
Piccola pelletteria (18,5% dei ricavi)	Costituita da portafogli da uomo e donna, portadocumenti, portachiavi, accessori, articoli speciali, porttaeuro, cinture.
Borse da donna (15,5% del giro d'affari)	Borse professionali porta computer e documenti e borse organizzate per il tempo libero.
Articoli da viaggio (10,6% del fatturato)	Trolley, borsoni, porta abiti e beauty case.
Agende e porta blocchi (10% dei ricavi)	Organizer con interno removibile, agende a blocco fisso con rivestimento in pelle, porta blocco note
Accessori (1,4% del giro d'affari)	Famiglia di completamento alle altre famiglie di prodotto che comprende ombrelli, set da scrivania, porta tessere e cellulare.

6.3 Il modello di business

Il modello di business di Piquadro è originale, caratterizzato da un'elevata flessibilità. Il gruppo gestisce internamente le fasi a maggior valore aggiunto, quali ricerca e sviluppo, design, logistica e distribuzione. L'attività di produzione degli acquisti, controllo di qualità, marketing e comunicazione, logistica e distribuzione.

L'attività di produzione è invece delocalizzata in Cina, Taiwan e Hong Kong e realizzata internamente per circa il 40%, nello stabilimento cinese gestito dalla controllata UniBest2. Il restante 60% è realizzato in *outsourcing* da aziende esterne al gruppo sempre nella medesima area geografica. Gli acquisti delle materie prime a maggior valor aggiunto, sia estetico, sia tecnico, sono effettuati direttamente dal Gruppo e prevalentemente sul mercato italiano. L'attività logistica e di riassortimento, di fondamentale importanza per

prodotti dal ciclo di vita lungo, come la maggioranza di quelli Piquadro, è svolta internamente, nello stabilimento di Gaggio Montano, attrezzato con un magazzino automatizzato in grado di evadere ordini in 24/48 ore, con rilevante efficienza funzionale.

6.4 I driver della crescita

La strategia di Piquadro è sempre stata quella di posizionare il marchio Piquadro come una realtà giovane, dinamica, attenta alle proposte più innovative e all'utilizzo di materiali e soluzioni tecnologiche d'avanguardia. Piquadro intende sviluppare la sua presenza sul mercato domestico e internazionale attraverso un piano di crescita basato su cinque linee guida:

- Costante attività di Ricerca & Sviluppo;
- Sviluppo e rafforzamento della presenza del marchio Piquadro sui mercati il cui la presenza del brand non è ancora consolidata;
- Espansione della rete distributiva monomarca e multimarca con l'apertura di boutique a gestione diretta e nuovi negozi in Franchising, Piquadro Station e Shop in Shop;
- Potenziamento della gamma di borse donna e di valigeria;
- Potenziamento dell'attività di comunicazione.

6.5 Il 2002: il primo approccio con il Private Equity

Dopo lo sbarco in Cina e l'apertura dei primi negozi a marchio Piquadro, tra il 1998 e il 2001, il fatturato dell'azienda è più che raddoppiato, passando da 4,9 milioni di euro a 10,4 milioni. Contemporaneamente il MOL è passato da 540.000 a 1,8 milioni di euro, con una redditività in salita dall'11 a oltre il 17%. La performance di Piquadro ha dunque suscitato un forte interesse

nell'ambiente del Private Equity, sfociando nell'ingresso del fondo Alto Partners nel capitale azionario dell'azienda.

L'operazione di *expansion capital* è stata perfezionata nel Febbraio 2002, attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, pari a 2,5 milioni di Euro e sulla base di una valutazione dell'azienda di 10 milioni di Euro, che ha permesso ad Alto Partners di acquisire il 25% di Piquadro.

2002	Valutazione dell'azienda	10 milioni di Euro
	Aumento di capitale sottoscritto da Alto Partners	2,5 milioni di Euro
	Quota detenuta da Alto Partners	25%

L'affiancamento del fondo a Marco Palmieri è stato finalizzato a supportare l'importate crescita prevista dalla società in Italia e all'estero. I principali risultati conseguiti nel corso del periodo di permanenza dell'operatore di private equity sono stati i seguenti:

- Crescita del fatturato oltre i 23 milioni di Euro
- Redditività del 26%
- Ebitda di 6 milioni di Euro
- Avvio di una politica di apertura di negozi monomarca (11 nel periodo in esame) volta a diversificare i canali di distribuzione, a promuovere il marchio e stabilire un rapporto diretto con la clientela finale;
- Consolidamento del rapporto con i principali negozi multimarca, attraverso la diffusione di *shop-in-shop*⁹⁹ (153 a fine 2004);
- Crescita sui mercati esteri realizzata attraverso l'apertura della filiale Piquadro España, di nuovi punti di vendita monomarca (Barcellona, Parigi e Mosca) e la

diffusione degli shop-in-shop (18 a fine 2004);

- Introduzione di nuove linee di prodotti (linea donna e viaggio);
- Avvio di una joint venture produttiva in Cina, destinata a coprire il 50% della produzione di Piquadro.

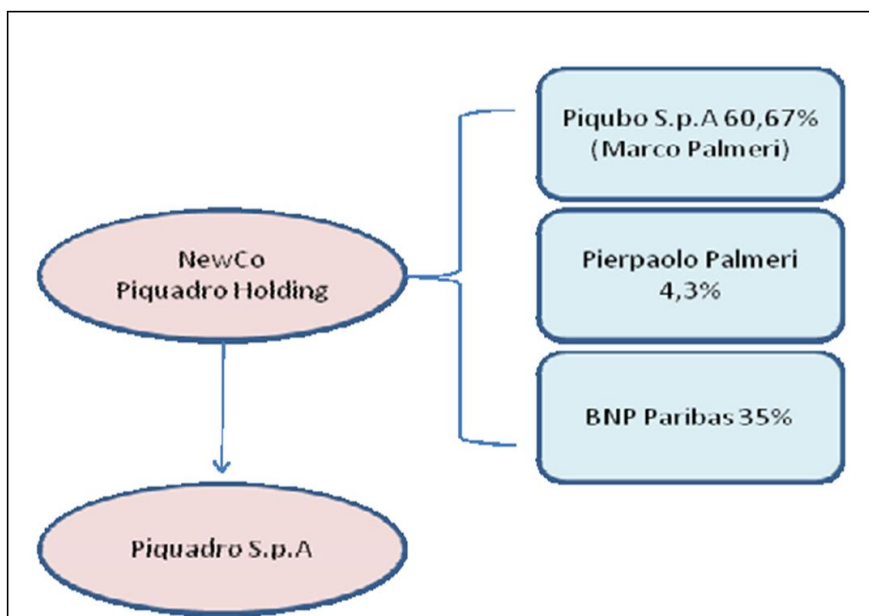
6.6 Il 2005: il disinvestimento di Alto Partners

Nel 2005, Piquadro si focalizza sull'apertura dei negozi monomarca e sulla costruzione del nuovo stabilimento, dando inizio ad una nuova fase di investimenti. Si decide così di chiudere il primo ciclo di crescita, permettendo così l'uscita dei soggetti che hanno partecipato a questo importante processo. Il disinvestimento di Alto Partners avviene tramite un'operazione di *leverage buyout* e Piquadro viene ceduta ad un secondo operatore di private equity che ha acquisito il 35% di una NewCo alla quale sono stati conferiti gli asset industriali della Piquadro.

6.7 Il 2005: il secondo giro di Private Equity

Nel mese di Luglio del 2005 il fondo di BNL (oggi BNP Paribas) ha acquisito il 35% del capitale, rilevando un 25% da Alto Partners e un 10% dai fratelli Palmieri, che rimangono con il 65% della società.

La struttura dell'operazione prevedeva la costituzione di una NewCo, la Piquadro Holding, cui fu conferita la Piquadro SpA. La Piquadro Holding, che faceva capo per il 60,67% a Marco Palmieri tramite la Piquadro SpA, per il 4,33% a Pierpaolo Palmieri e per il restante 35% al fondo BNL Investire Impresa, fu capitalizzata con 24 milioni di equity, di cui 8,4 milioni versati dal fondo di BNP Paribas, e con 10 milioni di debito erogato dalla stessa BNL, per un *enterprise value* di circa 34 milioni di euro.



2005	Valutazione dell'azienda ¹⁰⁰	34 milioni di Euro
	Equity	24 milioni di Euro
	Aumento di capitale sottoscritto da BNP Paribas	8,4 milioni di Euro
	Capitale di debito erogato da BNP Paribas	10 milioni di Euro

6.8 Il 2007: obiettivi raggiunti

- *Dati di bilancio*
- L'80% del giro d'affari è stato realizzato nei confini nazionali mentre il 20% dei ricavi è arrivato dall'estero;
- Investimenti nel marketing di circa 2,5 milioni di euro, pari a circa il 7% del fatturato;

- La crescita di Piquadro (2005-2007) è stata sempre superiore al 10%. In particolare nell'esercizio 2006/2007 il fatturato del gruppo ha superato i 35,7 milioni di euro, in aumento del 51,6% rispetto ai 23,6 milioni ottenuti dell'esercizio precedente.
- Aumento del giro d'affari del 40%.
- *Redditività*
- Il MOL è aumentato da 5,9 milioni a 10,7 milioni di euro, con un incremento pari a +81,6%.
- Di conseguenza la marginalità è salita dal 25,1% al 30%.
- L'utile netto è passato da 3,1 milioni a oltre 5,3 milioni di Euro.
- Una struttura dei costi molto leggera e una limitata necessità di investimenti in conto capitale.

6.9 Il 2007: la quotazione sul mercato Expandi

Piquadro ha raggiunto nel 2007 gli obiettivi che si era preposta per il 2010, tanto che l'IPO che era prevista non prima del 2008 è stata anticipata al 2007. L'offerta è iniziata il 15 ottobre e terminata il 19 ottobre. Nello schema seguente vengono individuati i principali dati rilevati prima della quotazione e post quotazione.

Fase 1

- Mediobanca: global coordinator, sole bookrunner, listing partner, specialista e responsabile del collocamento.

- La forchetta di prezzo è stata fissata tra 2,1 e 2,3 euro, che corrisponde ad un valore d'azienda compreso tra i 105 e 115 milioni di Euro.
- Il collocamento è un OPV cioè si mettono in vendita circa 15,22 milioni di azioni (il 3 0,44% delle azioni di Piquadro Holding e quelle di BNP Paribas) che sarebbero potute diventare 17,5 milioni in caso di esercizio integrale della *greenshoe*, con un 10% destinato al pubblico e ai dipendenti ed il resto a investitori istituzionali. In termini di azioni, sono state 15.220.000 le azioni messe in vendita dall'azionista Piquadro Holding S.p.A, oltre le 2.280.000 azioni a titolo di *Greenshoes* offerte dall'azionista venditore al coordinatore.
- I proventi della quotazioni sono stati utilizzati per far fronte all'uscita del fondo di private equity entrato nel 2005 e che detiene il 35% del capitale di Piquadro Holding.

Fase 2

- L'offerta si è conclusa il 19 ottobre 2007 con adesioni, nell'ambito dell'offerta riservata al pubblico indistinto pari a 11 volte la quota offerta, mentre nell'ambito del collocamento istituzionale, la domanda pervenuta da primari investitori italiani ed esteri ha superato di 3,6 volte l'offerta.
- Il prezzo di offerta delle azioni è stato fissato a 2,2 Euro per azione e in data 25 ottobre 2007 hanno avuto inizio le contrattazioni sul mercato Expandi.
- Il 9 novembre il Coordinatore Globale dell'OPV ha comunicato l'avvenuto esercizio integrale dell'opzione *Greenshoe* per un ammontare complessivo di 2.280.000 azioni ordinarie, che ha portato a 17.500.000 di azioni il flottante sul mercato Expandi, pari al 35% del Capitale Sociale.

- Il ricavato dell'OPV calcolato sulla base del prezzo di offerta¹⁰² è stato pari a circa 32,1 milioni di Euro.
- La Capitalizzazione di Piquadro Holding a seguito dell'OPV è pari a 110 milioni di Euro.

6.10 Il 2008: il disinvestimento di BNP Paribas

L'11 febbraio 2008 il Fondo BNL Investire Impresa, esce definitivamente dalla Holding Piquadro realizzando una plusvalenza di 16,5 milioni di euro a fronte dell'investimento iniziale di 8,4 milioni. Il fondo d'investimento mobiliare chiuso, ha ceduto le residue azioni detenute nella holding, che ha ridotto di conseguenza il proprio capitale sociale. Il fondo ha dunque realizzato un'operazione di successo che ha avuto inizio nel 2005 e che si è conclusa con l'arrivo di Piquadro S.p.A sul mercato Expandi.

A fronte dell'investimento di 8,4 milioni di Euro, BNL Investire Impresa ha incassato in due *tranches*, nei mesi successivi alla quotazione, complessivamente circa 24,9 milioni di euro, realizzando in tal modo un IRR del 55% ed un multiplo dell'investimento di circa 3 volte, con una plusvalenza di 16,5 milioni di Euro.

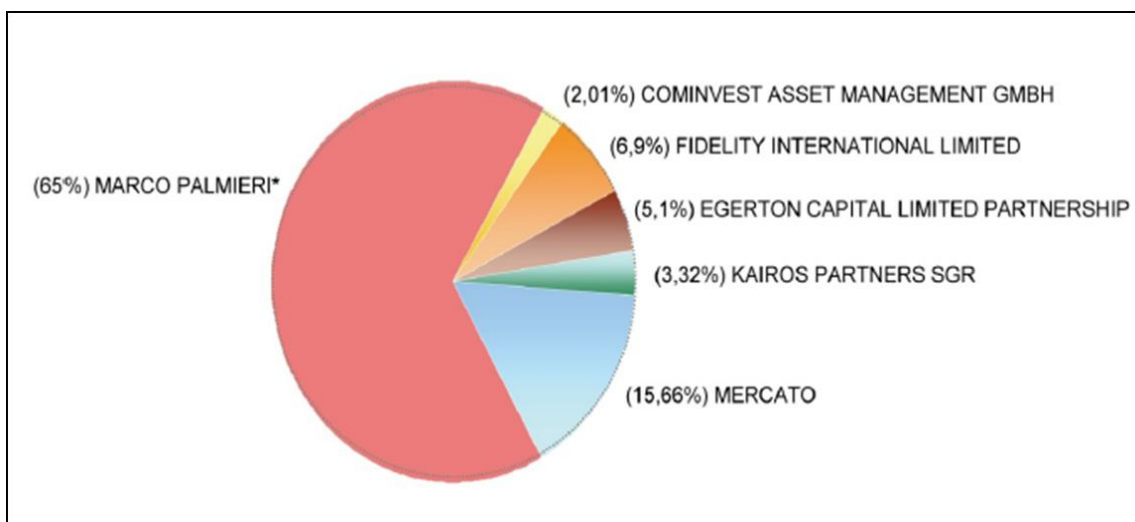
6.11 Risultato d'esercizio dopo l'exit di BNP Paribas.

L'esercizio chiuso al 31 marzo 2008 ha ancora una volta rappresentato per il Gruppo Piquadro un'ulteriore conferma della validità del brand Piquadro e del suo modello di business. Un anno particolarmente brillante sia dal punto di vista

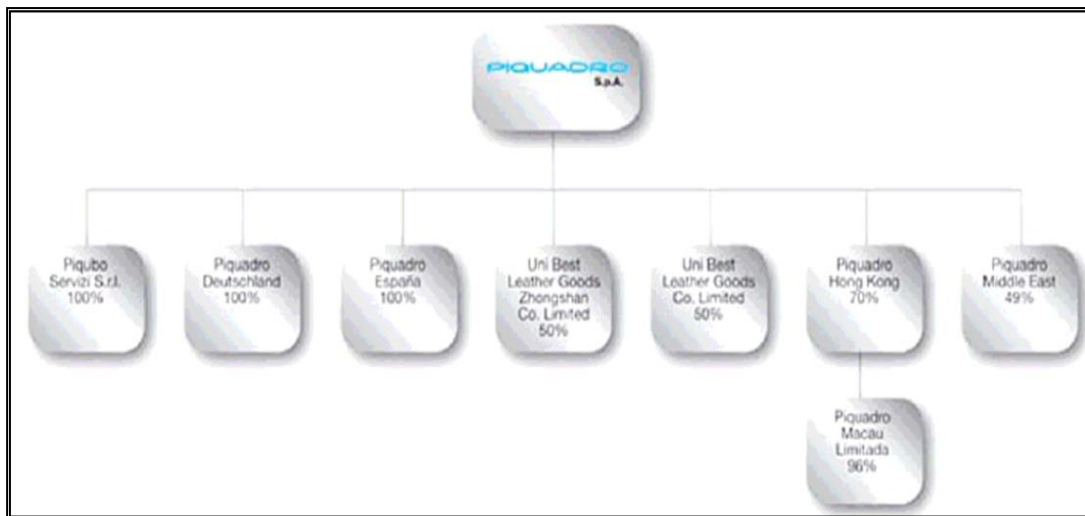
dei ricavi di vendita, in incremento percentuale di oltre il 28,6% rispetto all'esercizio chiuso al 31 marzo 2007, che dal punto di vista della profittabilità.

	2009 (marzo)	2008 (marzo)
RICAVI DELLE VENDITE	45.982	35.742
EBITDA	13.559	10.732
EBIT	12.201	9.612
UTILE	6.485	5.320
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(11.744)	(11.125)
PATRIMONIO NETTO	12.371	7.961

La struttura societaria di Piquadro S.p.A., quotata sul mercato Expandi di Borsa Italiana, è la seguente:



Mentre per quanto riguarda la struttura organizzativa della Piquadro S.p.A¹⁰³.
si presenta secondo il seguente organigramma:



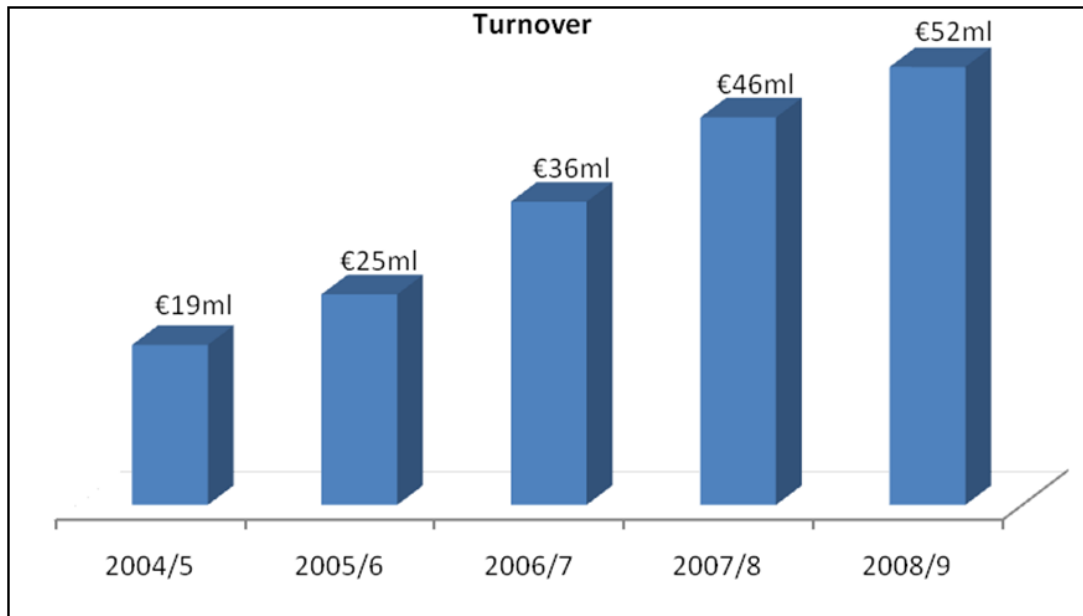
6.12 La situazione attuale di Piquadro

Piquadro attualmente distribuisce i propri prodotti in oltre 50 paesi con una rete distributiva costituita da oltre 1500 punti vendita di cui 79 negozi a marchio unico (46 in Italia e 33 all'estero).

Il fatturato del Gruppo al 31 marzo 2009 è € 51.700.000 con una crescita del 12,4% rispetto ai 12 mesi precedenti: il CAGR 2005 - 2009 (anno fiscale Piquadro si chiude il 31 marzo) mostra una crescita media durante quei 5 anni del 28,1%. Il Gruppo Piquadro ha registrato risultati anche ottimi reddito con un EBITDA di € 14,4 milioni, uno il 27,8% del fatturato. L'EBIT è stato dichiarato di

essere € 12.500.000, un 24,2% dei ricavi. L'utile netto consolidato ha raggiunto € 7,5 milioni, un incremento del 15,9%.

Tabella andamento fatturato.



Nei primi tre mesi dell'esercizio 2010/2011 chiusi al 30 giugno 2010 il Gruppo, in un contesto ancora non chiaro e con dinamiche non lineari, ha registrato performance decisamente migliori rispetto all'omogeneo periodo dell'esercizio 2009/2010.

Il Gruppo Piquadro ha registrato ricavi netti di vendita pari a 10.875 migliaia di Euro (+14,8%) rispetto ai 9.472 migliaia di euro registrati nel corrispondente periodo dell'esercizio 2009/2010. Nei primi tre mesi dell'esercizio 2009/2010 i volumi di vendita, in termini di quantità vendute nel periodo di riferimento, sono risultati in aumento

di circa il 7,9% rispetto all'analogo periodo dell'anno 2009/2010. Le famiglie di prodotto che hanno registrato l'incremento maggiormente significativo in termini di ricavi di vendita sono state quelle delle borse da donna (+119% circa), della piccola pelletteria (+31% circa) e degli articoli da viaggio (+9% circa),

mentre ha registrato una sostanziale tenuta la famiglia di prodotto delle cartelle (-0,6% circa).

In termini di profittabilità, il Gruppo Piquadro ha registrato al 30 giugno 2010 un EBITDA pari a 2,44 milioni di Euro (incidenza del 22,4% dei ricavi netti di vendita) in aumento di circa il 29,8% rispetto a quanto realizzato nell'analogo periodo dell'esercizio 2009/2010 (1,88 milioni di Euro pari al 19,8% dei ricavi netti di vendita).

La performance a livello di EBITDA al netto di tale effetto è pari ad un incremento di circa il 13,8% (2,14 milioni di Euro con incidenza del 19,67% dei ricavi netti di vendita).

L'EBIT di Gruppo si è attestato a circa 1,96 milioni di Euro (il 18,0% dei ricavi netti di vendita), in aumento di circa il 40,8% rispetto al 30 giugno 2009 (1,4 milioni di Euro, pari al 14,72% dei ricavi netti di vendita). La performance a livello di EBIT è pari ad un incremento di circa il 19,2% (1,66 milioni di Euro con incidenza del 15,3% dei ricavi netti di vendita).

L'utile netto di Gruppo registrato al 30 giugno 2010 è risultato pari a 1,27 milioni di Euro, in aumento di circa il 73,4% rispetto al dato del 30 giugno 2009 (utile netto pari a 0,7 milioni di Euro).

Dati economico-finanziari di sintesi

I principali indicatori economico-finanziari del Gruppo al 30 giugno 2010 ed al 30 giugno 2009 sono di seguito riportati (gli indicatori finanziari sono confrontati inoltre con gli analoghi valori desunti dal bilancio consolidato chiuso al 31 marzo 2009):

Tabella economico-finanziaria.

(In migliaia di euro)	Trimestre chiuso al 30 giugno 2010	Trimestre chiuso al 30 giugno 2009
Ricavi delle vendite	10.875	9.472
EBITDA (a)	2.440	1.880
EBIT(b)	1.962	1.394
Risultato ante imposte	1.849	1.209
Posizione Finanziaria Netta (c)	3.305	9.161
Utile del periodo del Gruppo	1.270	776
Ammortamenti immobilizzazioni e svalutazioni crediti	478	486
Assorbimento finanziario (risultato netto del Gruppo, ammortamenti, svalutazioni)	1.748	1.262

L'EBITDA di periodo si attesta a 2,44 milioni di Euro, contro 1,88 milioni di Euro registrati nell'analogo periodo chiuso al 30 giugno 2009 e rappresenta al 30 giugno 2010 il 22,44% dei ricavi consolidati (contro il 19,8% registrato al 30 giugno 2009). Gli ammortamenti del Gruppo al 30 giugno 2010 sono stati pari a 478 migliaia di Euro e sono relativi per 410 migliaia di Euro alle immobilizzazioni materiali (ammortamento dell'immobile in cui opera la Società per 46 migliaia Euro; ammortamento delle attrezzature commerciali, tra cui il magazzino automatico e gli arredi dei negozi, per 284 migliaia Euro; ammortamento degli impianti generici per 80 migliaia di Euro), per 68 migliaia di Euro alle immobilizzazioni immateriali (di cui 36 migliaia di Euro per software, 15 migliaia di Euro per key money, 15 migliaia di Euro per costi di sviluppo e 2 migliaia di Euro per diritti e brevetti). L'EBIT al 30 giugno 2010 si attesta a 1,96 milioni di Euro, pari a circa il 18,0% dei ricavi netti di vendita, in aumento di circa il 40,8% rispetto a quanto registrato al 30 giugno 2009 (allora percentuale pari al 14,7%). Il risultato della gestione finanziaria, al 30 giugno 2010, negativo e pari a circa 0,113 milioni di Euro, è ascrivibile alle dinamiche di indebitamento finanziario netto, oltre che al differenziale tra utili e perdite su cambi.

Il risultato ante imposte registrato dal Gruppo al 30 giugno 2010 risulta pari a circa 1,85 milioni di Euro, sul quale gravano imposte sul reddito, inclusi gli effetti dell'imposizione differita, pari a 0,58 milioni di Euro.

STRUTTURA PATRIMONIALE CONSOLIDATA

La struttura patrimoniale e finanziaria consolidata del Gruppo al 30 giugno 2010 (comparata con la corrispondente struttura al 31 marzo 2010 ed al 30 giugno 2009) è di seguito sinteticamente rappresentata:

Tabella struttura patrimoniale consolidata

(i in migliaia di Euro)	30 giugno 2010	31 marzo 2010	30 giugno 2009
Crediti commerciali	18.000	20.255	17.208
Rimanenze	10.472	7.618	8.493
(Debiti commerciali)	(14.223)	(12.849)	(10.459)
Totale Capitale circolante netto commerciale	14.249	15.024	15.242
Altre attività correnti	1.629	1.565	1.402
(Altre passività correnti)	(2.235)	(2.663)	(1.904)
(Debiti tributari)	(529)	0	(632)
A) Capitale di funzionamento	13.114	13.926	14.108
Immobilizzazioni immateriali	674	648	1.023
Immobilizzazioni materiali	11.323	11.517	11.403
Crediti verso altri oltre 12 mesi	513	539	523
Imposte anticipate	1.112	1.112	877
B) Capitale fisso	13.622	13.816	13.826
C) Fondi e passività non finanziarie non correnti	(1.474)	(1.441)	(1.144)
Capitale investito netto (A+B+C)	25.262	26.301	26.790
FINANZIATO DA:			
D) Indebitamento finanziario netto	3.305	5.334	9.161
E) Patrimonio netto di terzi	-	81	152
F) Patrimonio netto del Gruppo	21.957	20.886	17.477
Totale debiti finanziari e Patrimonio Netto (D+E+F)	25.262	26.301	26.790

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA CONSOLIDATA

La posizione finanziaria netta del Gruppo Piquadro risulta evidenziata nel seguente prospetto

Tabella posizione finanziaria consolidata netta

<i>(Valori espressi in migliaia di Euro)</i>	30 giugno 2010	31 marzo 2010	30 giugno 2009
Cassa	74	58	55
Altre disponibilità liquide (conti corrente bancari disponibili)	10.969	9.259	7.936
Liquidità	11.043	9.317	7.991
Finanziamenti in leasing	(948)	(948)	(948)
Debiti bancari correnti	-	-	(175)
Parte corrente dell'indebitamento non corrente	(2.656)	(2.409)	(1.820)
Indebitamento finanziario corrente	(3.604)	(3.357)	(2.943)
Posizione finanziaria netta a breve	7.439	5.960	5.048
Debiti bancari non correnti	(5.722)	(6.046)	(8.276)
Finanziamenti in leasing	(5.022)	(5.248)	(5.933)
Indebitamento finanziario non corrente	(10.744)	(11.294)	(14.209)
Indebitamento Finanziario Netto	(3.305)	(5.334)	(9.161)

Conclusioni

Le conclusioni tratte dal presente lavoro, nonostante trovino fondamenta nelle solide premesse teoriche presentate nel corso del lavoro, non hanno lo scopo di imporsi come assolute, ma rappresentano il risultato di un'analisi volta ad individuare i benefici e gli svantaggi derivanti dall'utilizzo del private equity .

La motivazione alla base della scelta della Piquadro S.p.A come oggetto empirico di studio, è legata ai risultati ottenuti da questa nel breve periodo, grazie al private equity e ai miglioramenti economici e strategici effettuati attraverso l'apertura della società al mercato. La Piquadro S.p.A rientra nel novero delle PMI che, senza il private equity e senza investitori alla ricerca di rendimenti elevati, non avrebbe potuto realizzare percorsi di crescita intensa come quelli dimostrati.

Nonostante i dati provenienti da alcune ricerche sul private equity italiano dimostrino una certa tendenza di crescita, specialmente nell'ambito delle PMI, la posizione dell'Italia è ancora inferiore rispetto al contesto europeo. Si ritiene necessaria un'azione trainante, proveniente sia dalle istituzioni che dagli intermediari stessi. Infatti il private equity, in particolar modo il segmento del venture capital, va considerato come uno strumento di supporto e di affiancamento alle attività di tipo istituzionale, volto a favorire lo sviluppo di imprese altamente innovative ed in grado di generare effetti economico-finanziari, non solo all'interno dell'azienda, ma nel contesto territoriale in cui sono inserite. L'intervento istituzionale deve essere in grado di stimolare le PMI ad elaborare e a promuovere programmi

di crescita e di sviluppo vincenti, che permettano di rafforzare il proprio business e di massimizzare il profitto. Inoltre, affermando la validità del private equity, le imprese saranno spinte ad adottare meccanismi di gestione trasparenti ed efficienti, volti a raggiungere elevati standard qualitativi e quantitativi a livello domestico ed internazionale.

La logica seguita nello studio della relazione tra private equity e impresa ha determinato una serie di benefici a vantaggio nell'impresa stessa. Attraverso l'affiancamento dell'intermediario di private equity, le imprese possono beneficiare di un'offerta complessiva di servizi finanziari, strategici e gestionali. La necessità di reperire risorse finanziarie costituisce il fabbisogno essenziale dell'impresa. Questa esigenza ha determinato un'evoluzione della funzione finanza all'interno delle aziende, che in moltissimi casi è ancora limitata alla sola gestione dei rapporti con i singoli creditori. Il fattore del cambiamento, insieme alle richieste indirette provenienti dal mercato, è il private equity, che ha indotto le imprese partecipate ad ampliare la propria visione strategica e a comprendere i benefici di una struttura del capitale equilibrata. Il sostegno dell'intermediario di gestione aziendale rappresenta dunque, un elemento di sviluppo sia per il consolidamento interno dell'impresa dal punto di vista finanziario, sia per il rafforzamento del prestigio dell'impresa nei confronti del mercato.

La presenza dell'intermediario finanziario determina un orientamento di medio-lungo periodo dell'imprenditore, finalizzato alla creazione di valore per tutti gli *stakeholders*. Uno dei punti di debolezza delle imprese è la scarsa specializzazione e professionalità dei soggetti atti alla direzione dell'impresa. Attraverso il private equity, la PMI può usufruire dell'esperienza maturata dall'intermediario nel settore di riferimento e in altri contesti imprenditoriali. Infine la gestione del management è un ulteriore elemento che viene trascurato dall'imprenditore, che tende invece a mantenere il controllo e la direzione nelle proprie mani. Il problema assume la forma di un processo circolare: se in molti casi, infatti, l'azienda è restia ad inserire figure manageriali competenti, dall'altra è la stessa a risultare poco attraente agli occhi dei manager stessi, che vedono nell'impresa un limite alla propria carriera. Il ricorso al private equity permette in parte di ampliare la visione dell'azienda, strutturandola dal punto di vista organizzativo, finanziario e strategico come un'impresa dinamica, solida e in crescita, con la conseguenza di rappresentare per le figure professionali presenti sul mercato, stimolanti opportunità di crescita professionale.

Oltre a vantaggi puramente quantitativi, non vanno trascurati benefici legati al ritorno d'immagine, alla solidità con cui l'impresa si presenterà in futuro sul mercato ed alla notorietà e reputazione garantita dalla figura dell'intermediario finanziario. Sulla base delle informazioni elaborate e delle evidenze empiriche è possibile sostenere che il private equity si dimostra una sorta di "mano invisibile" che rende le imprese più competitive e dà un impulso decisivo alla crescita delle stesse.

Ciò che è emerso dallo studio è che, pur esistendo un processo di investimento ben strutturato, nella realtà italiana il successo del private equity deriva in buona parte dalla componente relazionale e dalla disponibilità di network consolidati di investitori, imprenditori e manager. La partnership investitore-impresa gioca un ruolo estremamente positivo nell'accelerare il processo di crescita, consentendo alle imprese di ottenere dei livelli di performance significativamente più elevati rispetto ad altre realtà. Attraverso una collaborazione effettiva e una reciproca fiducia, possono essere attuate le strategie competitive, finanziarie e organizzative che consentono all'impresa di dare avvio ad un ciclo di crescita o di cambiamento nel caso di passaggio generazionale. E' necessario, quindi, che venga messo in atto un processo di adattamento bidirezionale, volto da una parte a sollecitare l'impresa nel raggiungere determinati livelli ricercati dall'investitore e a configurarsi come impresa target; in parte ad un adattamento dell'operatore di private equity alle esigenze e al particolare contesto delle aziende. Infatti per capire un imprenditore, e talvolta una famiglia, è opportuno entrare dentro la struttura della famiglia stessa, dentro la sua cultura e sistema di valori e relazioni esistenti al suo interno.

Concludendo, si può affermare che i risultati ottenuti nel presente lavoro mostrano una relazione effettivamente positiva del binomio private equity – impresa. Si sottolinea l'importanza del private equity in vista della necessità imprescindibile di crescere e svilupparsi, facendo ricerca, innovando, internazionalizzandosi, per poter competere in un contesto complesso e difficile, in cui le sfide impongono di dotarsi di risorse economiche, finanziarie e manageriali ingenti, superiori alla possibilità di autofinanziamento. Il private equity è dunque un valido strumento per le aziende che intendono crescere, ma per essere applicato nel contesto italiano esige delle modifiche, che lo rendano adatto ed efficace in relazione alle peculiarità delle imprese italiane, rispetto a quello di matrice anglosassone.