



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Private Equity: La Nuova Frontiera del Finanziamento Aziendale

Prof. Matteo Rossi

RELATORE

Pietro Dri – Matr. 272991

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

Indice

Introduzione	1
Capitolo 1 - Definizione generale del settore del private equity.....	3
1.1 Aspetti principali.....	3
1.2 Fondi aperti e fondi chiusi	5
1.2.1 Venture capital.....	6
1.2.2 Private debt.....	7
1.3 Tipologia di operazioni svolte	8
1.4 Il private equity in Italia.....	10
1.5 Il private equity nel mondo	16
1.5.1 Il private equity a livello internazionale	16
1.5.2 Il private equity in Europa.....	17
Capitolo 2 - Come opera un fondo di private equity	20
2.1 Struttura e fasi principali del processo di investimento dei fondi di private equity	20
2.2 Ricerca e prima selezione delle opportunità di investimento dell'operatore ...	21
2.3 Scelta e identificazione dell'azienda obiettivo	23
2.3.1 Discount cash flow model	24
2.3.2 I multipli	27
2.3.3 Il tasso interno di rendimento	29
2.4 Il superamento della differenza di prezzo tra venditore e compratore	30
2.4.1 Gli accordi earn-out	31
2.4.2 Le vendor note	32
2.4.3 La separazione degli asset immobiliari	33
Capitolo 3 - Le quotazioni sui mercati borsistici per le Pmi italiane ...	35
3.1 Caratteristiche generali delle quotazioni in borsa.....	35

3.2	I mercati di Borsa Italiana	36
3.3	Le fasi principali dell'offerta pubblica iniziale	38
3.4	Gli attori principali dell' offerta pubblica iniziale	40
3.4.1	Il lead manager (underwriter)	41
3.4.2	Il global coordinator e il consorzio di collocamento	42
3.4.3	Lo sponsor	43
3.4.4	Il financial advisor	43
3.4.5	La CONSOB	44

Capitolo 4 - Valutazione degli effetti apportati dai fondi di private equity e dalle IPO alle società target..... 45

4.1	Obiettivi ed elementi dell'analisi	45
4.2	Criteri di selezione dei campioni presi in esame	47
4.3	Valutazione di performance	57
4.3.1	Fatturato	57
4.3.2	Margine operativo lordo	59
4.3.3	MOL/Ricavi delle vendite	62
4.3.4	Cash flow	64
4.3.5	Produttività media per addetto.....	66
4.3.6	Indice di indebitamento	68

Conclusione 70

Bibliografia..... 73

Introduzione

Il ruolo del private equity sta assumendo sempre di più un'importanza maggiore nel panorama economico internazionale. Per quanto riguarda la situazione specifica in Italia, questo fenomeno ha conosciuto una notevole espansione nonostante le dimensioni ridotte rispetto ad altri mercati, come ad esempio quello anglosassone. Questa tendenza viene associata alla possibilità delle aziende di reperire in maniera efficace quello che viene definito capitale paziente, ovvero il capitale finanziario che viene impiegato per raggiungere obiettivi di carattere speculativo e di sviluppo sociale nel lungo periodo, tramite l'utilizzo criteri etici e responsabili. La possibilità di un'azienda di accedere a questa tipologia di capitale risulta un fenomeno di fondamentale importanza, a causa della incessante difficoltà delle imprese di reperire risorse finanziarie sul mercato a costi sostenibili. Infatti, il private equity emerge come una forma di investimento sempre più rilevante per quanto riguarda il panorama delle piccole medie imprese (PMI). Questa propensione dimostra una scelta significativa per le imprese sulle modalità di finanziamento; infatti, si constata un incremento nel numero di imprese che ricorre al private equity rispetto alla quotazione in borsa. In questo ambito, il presente progetto di tesi sottopone all'attenzione il fenomeno del private equity in Italia e in Europa, con lo scopo di comprendere le ragioni dietro questa scelta e di analizzare l'impatto effettivo sulle imprese coinvolte. Il progetto svolge un'analisi approfondita delle dinamiche di private equity, concentrandosi sulle differenze tra il contesto italiano ed europeo, nonché gli impatti concreti sulle performance aziendali e sulla strategia finanziaria delle PMI. La ricerca mira a fornire una prospettiva chiara e informata sul ruolo e l'importanza del private equity nel panorama economico-aziendale attuale, proponendo *'insights'* utili per le decisioni finanziarie e strategiche delle imprese e dei decisori politici. In particolare, si vuole dimostrare come la scarsa capitalizzazione delle imprese italiane, da sempre elemento di debolezza del tessuto imprenditoriale della penisola italiana, porti ad una preferenza verso l'utilizzo del finanziamento mediante l'ingresso di un fondo di private equity nel capitale sociale aziendale, rispetto al capitale di rischio offerto dagli investitori privati sui vari mercati azionari italiani. In seguito, come si noterà successivamente nel

progetto di tesi, le società scelte per l'analisi dell'andamento sui mercati borsistici, presentano molte differenze in ambito di dimensione e numero di dipendenti, ma si può notare una tendenza comune ad essere altamente specializzati, mentre le imprese che si affidano ai fondi di private equity presentano un profilo meno specialistico. Si vuole sostenere che questa peculiarità è dovuta al fatto che gli investitori sui mercati borsistici odierni preferiscono investire in società altamente specializzate, le quali presentano una proposta di valore chiara e un vantaggio competitivo nel loro settore e, di conseguenza, essere quelle con i maggiori livelli di capitalizzazione. Nell'analisi successiva, pertanto, si cercherà di dimostrare se la discriminante costituita dal livello di specializzazione in un settore sia l'elemento fondamentale nella scelta tra richiedere capitali attraverso lo strumento borsistico o in alternativa attraverso i fondi di private equity. Si precisa che i dati sono stati estrapolati considerando il periodo temporale 2020-2022, tale periodo è stato utilizzato sia per le operazioni di private equity e sia per le quotazioni in borsa.

Capitolo primo

Definizione generale del settore del private equity

1.1 Aspetti principali

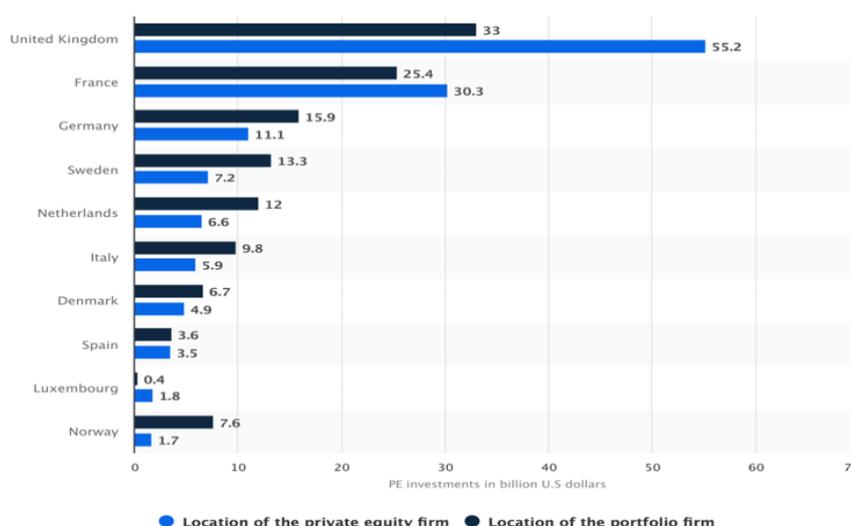
Il concetto di *private equity* si riferisce ad una modalità di investimento nel capitale proprio (“*equity*”) di società non quotate, attuato da operatori finanziari per lo più banche d'affari, divisioni *merchant* di banche commerciali e società di *private equity*. La peculiarità di queste operazioni è che non seguono i valori standard delle quotazioni, in quanto vengono organizzate al di fuori del mercato azionario. Molte volte sono attività di natura strategica per le società target in quanto:

- 1) Il finanziamento si verifica attraverso l'acquisizione o sottoscrizione di partecipazioni di maggioranza e minoranza, con anche l'utilizzo di altri strumenti complementari all'occorrenza.
- 2) Oltre alla gestione del capitale sociale, i fondi di *private equity* si occupano della gestione operativa della partecipata.

Queste ultime sono due fondamentali caratteristiche delle attività di *private equity* e la differenziano in modo sostanziale dalle altre attività di finanziamento e sostegno alle imprese. Per di più, è doveroso evidenziare che l'organizzazione italiana delle PMI è colpita da un problema fondamentale, chiamato sottocapitalizzazione. Questa situazione rende le imprese italiane incapaci ad affrontare periodi di crisi economica, come quello attuale. Infatti, uno dei benefici essenziali apportati dai fondi di *private equity* alle PMI è l'accesso a capitali esterni, in quanto gli investimenti possono essere finanziati attraverso canali bancari (il quale potrebbe essere difficile da ottenere per la singola impresa), capitale stesso del fondo oppure tramite la combinazione di entrambi a seconda del rischio associato all'operazione. Approfondendo la tematica in questione, i fondi di *private equity* si distinguono oltretutto per la loro prospettiva a medio-lungo termine, mirata ad implementare strategie che generino valore nel corso del tempo. Solitamente, questa

tipologia di investimento viene svolto utilizzando l’approccio da parte degli operatori di “proprietà attiva” in un periodo medio di tempo di 10 anni, i quali vengono ulteriormente suddivisi in due periodi principali: i primi 5 anni riguardano l’acquisizione della società target, mentre i successivi 5 vengono utilizzati per il disinvestimento, ovvero le società acquisite vengono vendute nel momento in cui viene raggiunto il loro potenziale di crescita. Durante la fase di investimento, i fondi di *private equity* collaborano in maniera solida con i *managers* della società partecipata apportando competenze e know-how specifici nel settore di riferimento dell’azienda partecipata, per attuare le strategie di crescita identificate nel piano industriale. Quest’ultimo prevede delle migliorie riguardo all’efficienza operativa, aumento del fatturato e investimenti necessari per il raggiungimento di tali obiettivi. Vengono messi a disposizione dell’azienda partecipata la propria esperienza manageriale, un’ampia rete di contatti e competenze settoriali per favorire la crescita e lo sviluppo delle società target. Questo interessamento attivo dei fondi di *private equity* contribuisce in maniera netta al miglioramento della società partecipata, aumentando l’efficienza operativa, diversificando i suoi prodotti o servizi, esplorando nuovi mercati e rafforzando la propria posizione competitiva.

Figura 1.1 – Dimensioni del settore del Private Equity in Europa



Fonte: Statista, (2024)

1.2 Fondi aperti e fondi chiusi

I *private equity* si possono suddividere in due tipologie di fondi essenziali: i fondi chiusi e i fondi aperti.

Per quanto riguarda i fondi chiusi, essi sono coloro che assistono fondamentalmente gli investitori istituzionali e i privati che vogliono accettare un grado di rischio elevato, per poi avere dei rendimenti alti su un periodo di tempo medio-lungo. I fondi chiusi si contraddistinguono per un capitale e una quantità di quote determinate prima del momento della sottoscrizione. Le quote vengono successivamente vendute alla fine del periodo di vita del fondo, la quale durata è superiore a dieci anni, offrendo una continuità agli asset. Il fondo si impegna a fornire il capitale ma non in un'unica volta; infatti, esso viene distribuito in diverse porzioni durante il corso di vita del fondo, basandosi sui bisogni di investimento. Per quanto riguarda gli investitori in fondi chiusi, essi devono pagare una commissione di gestione, la quale viene abitualmente misurata in proporzione al valore netto delle attività (NAV), la quale viene aggiunta all'ammontare che viene impiegato e il quale può produrre un profitto in capitale (*capital gain*) alla vendita delle quote.

Per quanto concerne invece i fondi aperti, essi permettono agli investitori di immettere direttamente il valore attuale delle quote e di venderle o ricomprarle quando si preferisce. Pertanto, si può constatare che i fondi di *private equity* abbiano un rischio più elevato, anzitutto per la questione della liquidità. Infatti, la presenza di un mercato secondario regolamentato aiuta a poter effettuare velocemente il disinvestimento.

Inoltre, il rischio aumenta perché gli investimenti vengono effettuati in società non quotate e di piccola dimensione, e queste tipologie di investimento presentano delle difficoltà nel disinvestire le posizioni prima della scadenza del fondo, cedendo la proprietà agli azionisti di minoranza per una fila di società, e che potrebbe comportare problemi di natura economica, legale e fiscale.

In seguito, la durata media di un fondo di *private equity*, per quanto riguarda la performance temporale, si può dividere in fasi, le quali presentano rendimenti decisamente diversi. Infatti, solitamente nella fase iniziale il fondo ha un rendimento negativo, a causa delle continue ricerche e previsioni su investimenti allettanti. La prima fase termina abitualmente dopo 2-3 anni, nell'arco di tempo in cui vengono prodotti dei

rendimenti negativi, a causa delle commissioni di gestione che si pagano sull'ammontare totale del capitale utilizzato nel fondo.

Successivamente si può definire due tipologie di investimento:

- 1) Riusciti e Sovraperformanti
- 2) Falliti e sottoperformanti

Inoltre, per quanto riguarda la tempistica di mercato, la quale indica la capacità di capitalizzare in maniera rapida e valida le risorse, essa individua lo sviluppo dei “*cash flow*” e la curva dei rendimenti del fondo. Se viene applicata una strategia sicura con il capitale impiegato prontamente, essa produrrà dei rendimenti che arriveranno antecedentemente rispetto ad una strategia incerta.

Infine, si può constatare come un *private equity*, nell'arco di dieci anni renda molto di più rispetto a un fondo non di *private equity*, in quanto il *private equity*, in questa lunghezza temporale supera di gran lunga un fondo normale.

1.2.1 Venture capital

Simile al *private equity* esiste una forma di finanziamento chiamata *venture capital*, essa consiste in un apporto di capitale ad una società, solitamente una start-up o una piccola impresa, in cambio di azioni della stessa.

Tanto il *venture capital* quanto il *private equity* hanno come obiettivo quello di aumentare il valore economico dell'azienda in cui investono, per poi in futuro rivendere la loro quota di partecipazione per ottenere un profitto. Nonostante ciò, essi si distinguono su quattro aspetti distinti¹:

- 1) Tipologie di aziende in cui si investe.
- 2) Quantità di capitale investito.
- 3) Livello di capitale raccolto.
- 4) Momento in cui si inseriscono nel ciclo di vita di un'azienda.

La differenza sostanziale che contraddistingue in maniera netta i *private equity* dai *venture capital* è che quest'ultime finanziano e forniscono supporto alle *start-up*, le quali presentano una crescita esponenziale e spesso un focus sulla tecnologia. Le società di

¹ Mishkin F, Istituzioni e mercati finanziari. Pearson. 9° edizione, (settembre 2019)

venture capital operano tramite dei finanziamenti per ottenere una quota di minoranza di azioni (normalmente meno del 50% di proprietà) in queste piccole realtà, così da permettere ai fondatori di queste piccole realtà di mantenere il controllo operativo e strategico della società. Questo aspetto è fondamentale, in quanto si riesce ad assicurare che la visione originale dell'azienda sia ottenuta senza interferenze esterne.

1.2.2 Private debt

Con *private debt* si intende un qualsiasi debito accumulato da imprese private e individui. Esso può assumere diverse forme, ma di norma si presenta sotto forma di debito con obbligazioni aziendali, prestiti aziendali oppure prestiti personali. Solitamente la forma più usata di debito privato coinvolge le istituzioni finanziarie, le quali forniscono prestiti a società private. Esse sono delle istituzioni alternative in quanto svolgono le loro operazioni al di fuori delle istituzioni bancarie tradizionali che abitualmente offrono servizi alle imprese, esse di solito sono rappresentate da società di sviluppo aziendale, investitori di debito ed individui ad alto reddito. Queste istituzioni finanziarie procurano dei fondi di debito privato che comprendono prestiti diretti, acquisto di debito sul mercato secondario e debito subordinato. Solitamente, il prestito viene usato per sostenere le operazioni giornaliere, implementare le infrastrutture e l'acquisizione di beni capitale, in quanto esso viene garantito dalla presenza di beni. Un'ulteriore funzione dei fondi debito privato è quella di essere usati per investire in beni fisici esistenti oppure per situazioni singolari, come ad esempio il cambio di controllo di una società durante i momenti di crisi finanziaria. Il termine debito privato deve essere inteso in maniera differente dal termine *private equity* (PE), in quanto:² le società di debito privato non hanno come scopo quello di diventare proprietari delle società in cui investono, e presentano, solitamente, una struttura più flessibile al contrario della struttura dei *private equity*, la quale si rivela decisamente più rigida. Infine, l'ultima grande differenza la si ritrova nella creazione di valore per l'impresa, in quanto i *private equity* si concentrano unicamente sulla produzione di profitti, mentre i *private debt* sulla generazione di rendimenti tramite i tassi d'interesse sui prestiti.

² LIUC Finance and Investment Club, 2021

1.3 Tipologia di operazioni svolte

Le varie tipologie di investimento nel capitale di rischio si distinguono sulla base delle varie fasi del ciclo di vita dell'impresa; infatti, in ciascuna fase dell'evoluzione dell'impresa corrispondono determinate specifiche e approcci diversi da applicare da parte degli investitori. Ogni fase determina cambiamenti dal punto di vista dimensionale, strutturale e degli obiettivi per i bisogni di finanziamento, i quali necessitano di diverse forme di assistenza da parte degli investitori istituzionali, fondamentalmente sotto forma di capitale e conoscenze dettagliate.

Per quanto riguarda le prime fasi del ciclo di vita dell'impresa si fa riferimento alle operazioni di³:

- 1) *early stage financing*: le quali assistono la creazione ed esordio dell'impresa.
- 2) *Seed e start-up financing*: l'*early stage financing* si suddivide in *seed*, ovvero il finanziamento dell'idea preliminare, e *start-up financing*, ovvero la formazione e partenza reale dell'impresa.
- 3) *Expansion/growth financing o development capital*: si riferiscono agli investimenti che hanno come obiettivo il sostenimento dello sviluppo, la promozione della crescita dimensionale e l'aumento del valore della società di riferimento.
- 4) *Replacement capital*: indica gli interventi che mirano ad ottenere le quote dei soci che vogliono abbandonare l'impresa, concedendo agli altri soci di proseguire il loro lavoro senza la presenza di oneri finanziari collegati al riscatto delle quote, e allo stesso tempo, permettendo ai soci in uscita di capitalizzare il loro investimento.
- 5) *Buy out*: per quanto concerne il termine "*buy out*", esso indica tutte le operazioni relative al conseguimento della totale proprietà o della maggioranza delle quote di un'impresa target. In queste circostanze, i *private equity* svolgono una funzione di partner essenziale, assistendo economicamente i precursori dell'operazione ed utilizzando la leva finanziaria, in inglese "*leveraged buy out*", come sistema

³ AIFI, Convegno annuale 2012

primario per il conseguimento della proprietà. Questa strategia è giustificata dall'esigenza di gestire l'alto investimento richiesto per concludere codeste operazioni. Gli ideatori si possono distinguere in:

- *Management buy out*: quando sono all'interno dell'azienda.
- *Management buy in*: quando sono esterni all'azienda.
- *Workers buy out*: se sono dipendenti dell'azienda.

6) *Turnaround*: con il termine "turnaround" si indica tutte le operazioni di ristrutturazione.

7) *Bridge financing*: questa tipologia di operazione si riferisce alle operazioni che hanno come scopo quello di condurre le aziende verso la quotazione in borsa.

Data la crescente complessità delle operazioni finanziarie e il potenziamento di processi innovativi dell'ingegneria finanziaria, possiamo constatare che i confini tra le differenti catalogazioni delle operazioni citate vengono spesso attenuati. I *private equity*, di fronte a queste nuove necessità economiche e finanziarie, devono fornire delle soluzioni convincenti che, frequentemente, comportano l'utilizzo di metodi e mezzi che implicano in contemporanea diverse procedure d'intervento. Infatti, per fare fronte a queste dinamiche specifiche e articolate, si eseguono delle classificazioni in base alle diverse fasi strategiche del ciclo di vita delle imprese.

Di fronte alla complessità e alle specificità delle problematiche legate a ogni settore di mercato, alcuni studiosi ritengono inadeguata la tradizionale schematizzazione delle operazioni di investimento in capitale di rischio. Questi autori suggeriscono di adottare una classificazione basata sulle diverse fasi strategiche del ciclo di vita delle imprese, ognuna delle quali presenta sfide uniche e soluzioni specifiche da parte degli operatori finanziari. Questo approccio suddivide le operazioni di investimento in tre categorie principali:

- 1) Finanziamento nella fase di avvio dell'impresa.
- 2) Finanziamento per lo sviluppo dell'impresa.
- 3) Finanziamento per le fasi di trasformazione dell'impresa.

Questa categorizzazione permette di avere una struttura flessibile, che riesce a comprendere numerose varietà di operazioni, unite da obiettivi strategici legati a fasi specifiche del ciclo di vita dell'azienda. Nonostante quanto detto finora, questa struttura è soggetta a sovrapposizioni tra diverse classi, in modo particolare per operazioni

ingegnose che hanno come scopo quello di raggiungere risultati multifunzionali in maniera simultanea. Questa tipologia di orientamento descrive un passaggio verso l'uniformità americana tra *venture capital* (per le fasi di avvio e sviluppo) e *buy out* (fasi di trasformazione).

1.4 Il private equity in Italia

In Italia, con la creazione della prima e attuale associazione di categoria AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*) nel 1986, si può delineare l'inizio di un mercato specifico composto da operatori professionisti e qualificati nell'investimento nel capitale di rischio delle imprese. Codesta associazione inizialmente aveva come obiettivo quello di accrescere, organizzare e rappresentare gli operatori attivi nel settore dell'investimento nel capitale di rischio in Italia. Dal 1986 in poi, l'ambito istituzionale e normativo è stato influenzato da una continua evoluzione, in particolar modo riguardo all'essenza degli operatori stessi e alle loro opportunità d'investimento. Prima della creazione dell'AIFI, in Italia era vietato apertamente alle aziende di credito di accollarsi l'investimento diretto nel capitale proprio di imprese non finanziarie e non quotate. Solamente con la specifica delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) del febbraio 1987 e della relativa circolare della Banca d'Italia del mese successivo, alle società fu concesso di svolgere attività di credito tramite le società di Intermediazione Finanziaria (SIF) da esse create. A codeste SIF era concesso di acquisire in maniera temporanea azioni, obbligazioni e altre tipologie di titoli delle imprese, pur conservando una partecipazione di minoranza. Malgrado la nuova normativa, solo poche SIF sono riuscite ad operare in maniera intensa negli anni successivi.

In seguito, un altro evento di rilevante importanza è stato sicuramente la promulgazione del Testo Unico in materia bancaria e creditizia del settembre 1993 (D.lgs. 385/93); questo testo ha modificato nettamente il sistema bancario italiano, avviando il modello della banca universale e riprogrammando i sistemi di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate attraverso le SIF. Il Testo Unico delineava determinate condizioni sull'attività d'investimento, proiettate al controllo del rischio delle nuove banche globali e al contenimento di una separazione meno netta tra banche e imprese.

Nonostante questi due avvenimenti, il passaggio focale per l'espansione del mercato del *private equity* si può riscontrare sicuramente nella creazione dei fondi chiusi d'investimento mobiliare di diritto italiano, con la legge n. 344 del 14 agosto 1993. Essi sono diventati, in questa maniera, lo strumento prioritario tramite cui gli operatori qualificati possono investire nel capitale di rischio delle imprese, rispettando una prassi presente in ambito internazionale.

Con il passare degli anni, è avvenuta un'evoluzione importante e continua dal punto di vista normativo e regolamentare per il settore dell'investimento istituzionale nel capitale di rischio, riguardante le riforme strutturali del sistema finanziario volte al miglioramento del mercato italiano a livello internazionale. Inoltre, tra queste riforme va citato il Testo Unico della Finanza, il quale ha diffuso l'organizzazione della Società Gestione Risparmio, e la riforma della disciplina in riferimento ai fondi mobiliari chiusi, abolendo la Legge 344/93.

All'inizio del suo ciclo di vita, il settore dell'investimento istituzionale nel capitale di rischio prevedeva un numero ridotto di operatori, infatti, solamente grazie ad alcune società finanziarie private, composte da un basso numero di soci e che investivano con parsimonia in PMI, si riuscì ad avere una prima forma di esplosione.

In seguito, grazie all'introduzione della nuova normativa del 1987, anche le istituzioni bancarie poterono investire nel settore, in un primo momento solo tramite le SIF e poi successivamente attraverso l'allestimento di sezioni interne apposite.

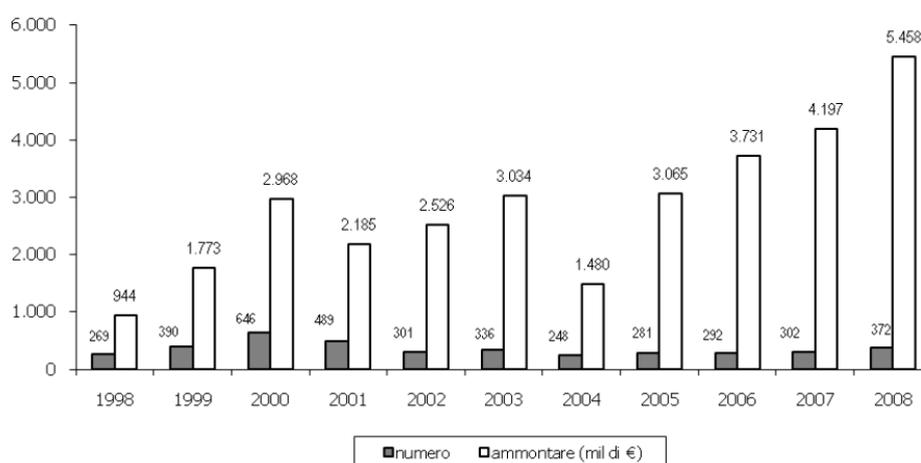
Durante la metà degli anni '90, i primi fondi d'investimento chiusi, disciplinati dalla legislazione italiana, iniziarono ufficialmente le loro attività, è doveroso ricordare che fino a quel momento in Italia era ostacolata la presenza di fondi internazionali di *private equity* e *venture capital*, e che solo da questo periodo in poi incominciarono a fiorire tali fondi nel mercato italiano. Infatti, verso la fine degli anni '90, si riuscì a intravedere una crescita esponenziale in termini di partecipanti nel settore, dato per lo più dall'esplosione del mercato delle tecnologie nascenti, le quali furono il fulcro per gli ingenti investimenti finanziari, con il favoreggiamento dell'ingresso di nuovi operatori nel settore.

Successivamente tra il 2000 e il 2010 ci fu una crescita dirompente nel settore del *private equity*; infatti, le Società di Gestione del Risparmio (SGR) le quali erano le stesse che gestivano i fondi di *private equity* passarono da 11 a 68, mentre i fondi operativi da 7 a

126. Per quanto riguarda le grandezze aziendali, si passò da un totale dell'attivo dei fondi di 2,9 miliardi di euro all'inizio del 2000 a 5,8 miliardi di euro alla fine del 2010.⁴

Nonostante queste due crescite vertiginose, ci fu anche una crescita strutturale significativa, in particolar modo, in riferimento alla natura dei soggetti partecipanti. Infatti, si può notare come all'inizio del 2000 la maggioranza delle SGR era collegata alla divisione bancaria, mentre oggi giorno primeggia l'attività di soggetti indipendenti, più specificatamente gli ex imprenditori e i professionisti che prima erano impiegati in grandi fondi d'investimento italiani e internazionali. Per quanto concerne i mezzi di investimento, si può notare un netto aumento dei fondi chiusi in Italia e all'estero, il quale dimostra un'armonia operativa e istituzionale del mercato italiano in riferimento alle pratiche finanziarie più complicate.

Figura 1.2: Evoluzione dell'attività d'investimento



Fonte: Rapporti AIFI, (1998-2008)

Per avere un'idea più chiara dei dati citati, la figura 1.2 mette in evidenza come la crescita esponenziale si ebbe fino al 2008 quando il settore del *private equity* arrivò ad un ammontare di 5,458 miliardi di euro, dopo questo anno finì il periodo di crescita e il

⁴ AIFI, Convegno annuale 2012

settore del *private equity* si stabilizzò, nonostante la crisi finanziaria. Inoltre, visualizzando i dati del grafico, si può notare⁵:

- 1) Un *trend* di crescita vertiginosa dal 2000 al 2008.
- 2) Il raggiungimento dei livelli più alti dei tassi di crescita tra il 1998 e il 2000.
- 3) Una contrattura alla crescita nel 2001, attribuibile alla bolla speculativa del 2000, la quale prevedeva una sopravvalutazione dei titoli rispetto al loro valore reale. La bolla fu accompagnata da un processo di correzione negli anni successivi.
- 4) Una successiva contrazione nel 2004, motivata da una carenza di grandi investimenti, ovvero, investimenti superiori ai 150 milioni di euro.

Relativamente alle tipologie di operazioni svolte, si può constatare che nel periodo di vita iniziale di questo settore è stato favorito il modello inglese, ma con scarsi risultati e performance. Infatti, a seguito di ciò, durante i primi anni '90 si è spostato l'interesse verso le imprese già sviluppate e sicure.

Inoltre, si può osservare come dal 1998 al 2007, gli investimenti in espansione abbiano rappresentato il 25% del totale, ma soprattutto i *buyout*, i quali nel 2007 hanno rappresentato il 79% del totale del capitale investito. Nonostante ciò, nel 2008, le operazioni di *buyout* si sono attenuate sul 53% con degli investimenti di *replacement* prevalenti rispetto a quelli di espansione e di *buyout*.

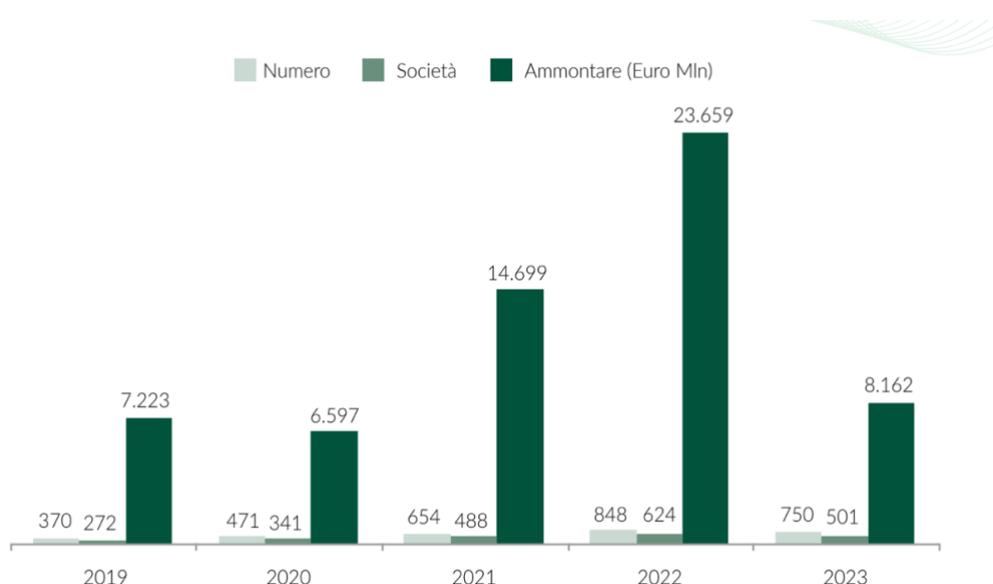
Questa propensione ha determinato i mutamenti del mercato italiano dopo il 2000, con un'attenzione più incentrata alle acquisizioni, mirate all'ottenimento della maggioranza o del totale delle quote societarie delle imprese target, tramite l'utilizzo del *buyout* legato al cambio generazionale e alla sostituzione del management operativo. Inoltre, con la crisi finanziaria del 2008, questa tendenza si è esasperata tramite il *replacement*, il quale permetteva alle imprese di sostenere il consolidamento dei debiti, tramite la capitalizzazione in funzione della crescita o della sopravvivenza rispetto alla crisi.

Successivamente, visualizzando il rapporto annuale del 2023 sull'evoluzione dell'attività di investimento prodotto da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers, si nota come gli investimenti prodotti dalle attività di *Private Equity*, *Venture Capital* e infrastrutture siano cresciuti negli ultimi anni. Infatti, dalla figura 1.3 si denota come queste tipologie di investimenti siano passati da 7.223 milioni di euro investiti nel 2019, fino ad arrivare ai 23.659 milioni di euro investiti nel 2022, con una caduta nel 2023, nel

⁵ Rapporto AIFI (in collaborazione con PricewaterhouseCoopers) 2023

quale si è toccato gli 8.162 milioni di euro investiti. Inoltre, sempre visualizzando la figura 1.3, si nota come il numero di investimenti e di società coinvolte segua lo stesso andamento dell'ammontare di euro investiti tra il 2019 e il 2023. Infatti, il numero degli investimenti è passato da 370 nel 2019 a 848 nel 2022, scendendo a 750 nel 2023. Mentre, il numero di società coinvolte è passato da 272 nel 2019 a 624 nel 2022, scendendo a 501 nel 2023.

Figura 1.3: Evoluzione dell'attività di investimento

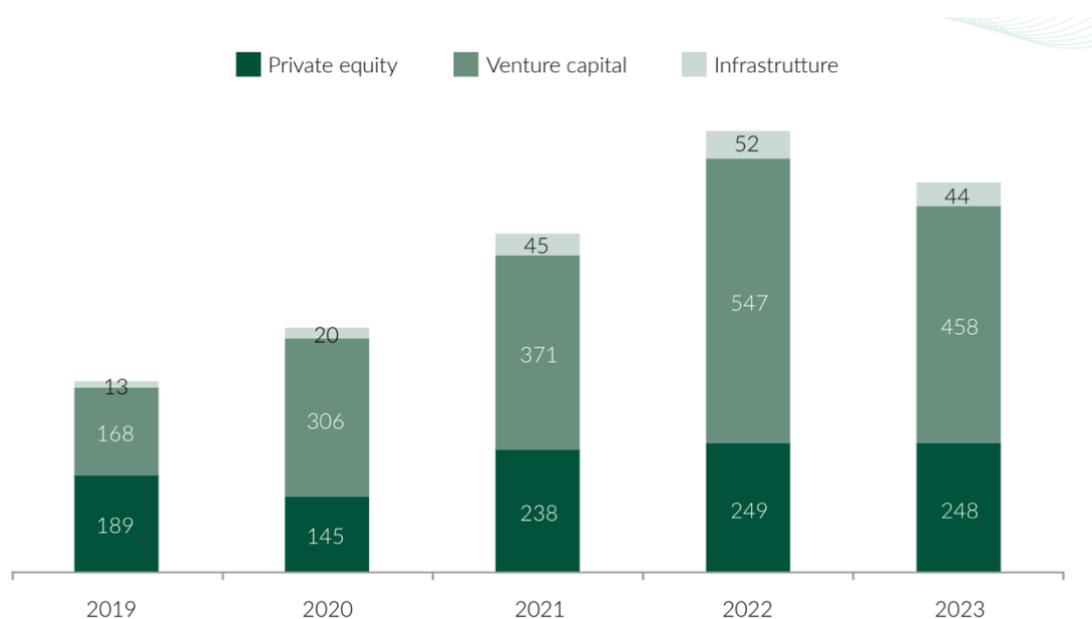


Fonte: Rapporto AIFI (in collaborazione con PricewaterhouseCoopers,) (2023)

Per avere una visione ulteriormente dettagliata di questa tipologia di attività di investimento, si può notare dalla figura 1.4 come sia effettivamente ripartito il numero delle operazioni tra *private equity*, *venture capital* e infrastrutture. Nel 2019 si denota un numero pressoché uguale tra le operazioni di *private equity* e *venture capital*, con il *private equity* che presenta solamente 21 operazioni in più rispetto al *venture capital*. Questa differenza si è ampliata notevolmente nel corso degli anni, arrivando a toccare, nel 2022, le 289 operazioni di *private equity* in più rispetto a quelle di *venture capital*. Questa differenza si è attenuata nel 2023, scendendo a 210, mostrando un numero pressoché uguale di operazioni di *venture capital*, ma con una diminuzione di 89

operazioni di *private equity*.⁶ Infine, per quanto riguarda le operazioni in infrastrutture, quest'ultime riprendono il *trend* sia della figura 1.3 che della figura 1.4, passando da 13 operazioni svolte nel 2019 a 52 nel 2022, scendendo a 44 nel 2023.

Figura 1.4: Evoluzione dell'attività di investimento per tipologia di attività



Fonte: Rapporto AIFI (in collaborazione con PricewaterhouseCoopers), (2023)

⁶ Rapporto AIFI (in collaborazione con PricewaterhouseCoopers) 2023

1.5 Il private equity nel mondo

1.5.1 Il private equity a livello internazionale

A livello mondiale il numero di operatori nel settore del *private equity* ha toccato i 4.400 nuclei operativi, grazie alla crescita frenetica avvenuta anno dopo anno, che nonostante la crisi economica del 2008, la quale ha semplicemente causato un ritmo più basso di sviluppo rispetto a prima, è rimasta costante nel tempo.

L'inizio di questa crescita esponenziale la si può intravedere già dall'inizio degli anni '80, la quale, fino al 2008 ha determinato un incremento notevole per quanto riguarda la raccolta di fondi, la gestione di capitali e il volume degli investimenti.

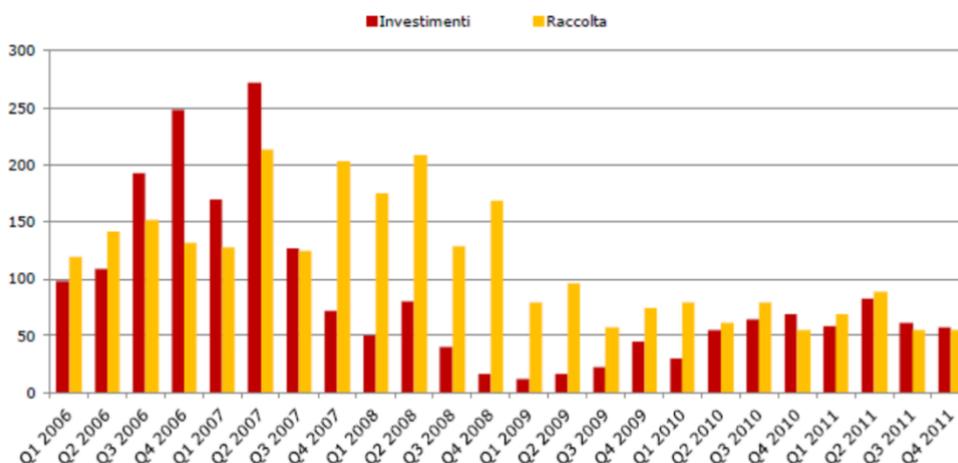
Inoltre, si può visualizzare dalla figura 1.5 come nel 2006 la raccolta di capitali e gli investimenti dei fondi di *private equity* ammontavano a 650 miliardi di dollari e di circa 550 miliardi di dollari. Per quanto concerne la raccolta di fondi, si può notare come essa abbia raggiunto i suoi livelli massimi tra la seconda metà del 2007 e la prima metà del 2008, e con il successivo calo durante la prima parte del 2009, la quale prevedeva un dimezzamento delle risorse raccolte, passando da circa 170 miliardi a 80 miliardi di dollari, rimanendo stabile negli anni successivi e non riuscendo più a ritornare ai livelli precrisi. Nonostante ciò, si è potuto intravedere nella prima metà del 2011 un leggero rialzo, ma con una difficoltà nella seconda metà, rimanendo sempre costante sui 50 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda l'attività d'investimento, possiamo notare un rialzo, partito tra il 2010 e il 2011, dopo un periodo di crisi dei mercati tra il 2008 e il 2009, il quale ha permesso di mantenere un livello di investimenti saldo sui 50 miliardi.

Inoltre, si può visualizzare anche l'ambito dell'attività di disinvestimento, il quale mostra un importante incremento relativo a numero di operazioni e valore.

Infine, la divisione del buyout ha previsto un aumento del valore degli investimenti, passando da 72 miliardi nel 2009 a 232 miliardi di dollari nel 2010.

Figura 1.5 L'evoluzione di investimenti e raccolta nell'attività di private equity (in miliardi di dollari)



Fonte: Elaborazioni su rapporti AIFI su vari anni, (2017)

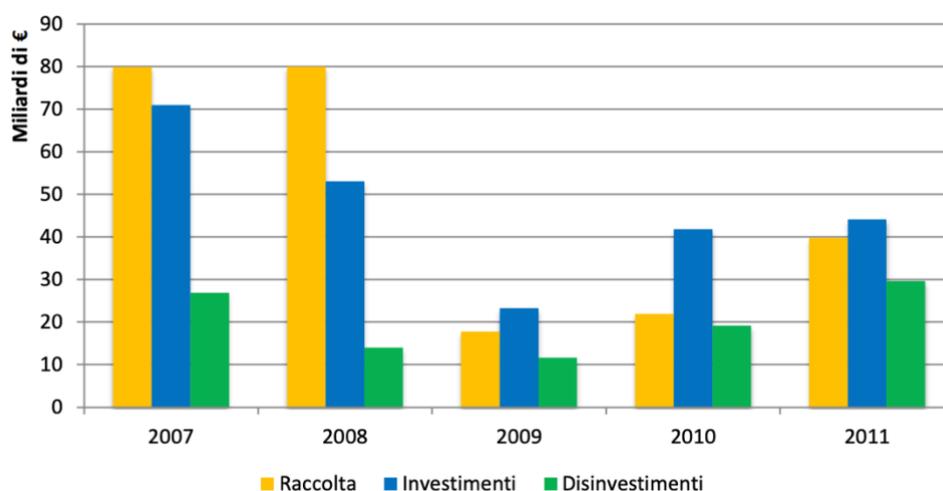
1.5.2 Il private equity in Europa

Riguardo al settore del *private equity* in Europa, consultando i dati presentati dall'EVCA, nel 2010 si è visto una presenza di 1.743 operatori e un incremento dell'80% rispetto al 2009 per la raccolta fondi, arrivando a 40 miliardi di euro. Questi dati presentano un momento florido per la raccolta di denaro da parte dei fondi di *private equity* in Europa, nonostante il livello raggiunto che rimane sotto al 50% dei periodi precedenti alla crisi finanziaria. Nel 2011 l'investimento totale dei *private equity* nelle aziende europee ha toccato i 44 miliardi di euro, ottenendo un aumento nel 2005. Il numero di imprese che hanno ottenuto degli investimenti è stato 4.751. Inoltre, per quanto concerne la tematica dei disinvestimenti, nel 2011, il valore totale in Europa era di 29,6 miliardi di euro, con un incremento del 50% rispetto al 2010. Infine, si nota che il livello più alto di disinvestimento è stato nel 2006, per un ammontare totale di 33 miliardi di euro.

Nel 2011, pressoché 2000 società sono state esposte al disinvestimento, tramite l'utilizzo di *trade sale* e *secondary buy-out* come metodi favoriti da parte dei *private*

equity per il disinvestimento. Da questi dati si può constatare una coerenza tra l'andamento del mercato europeo e quello internazionale.⁷

Figura 1.6: Evoluzione del mercato dei private equity in Europa

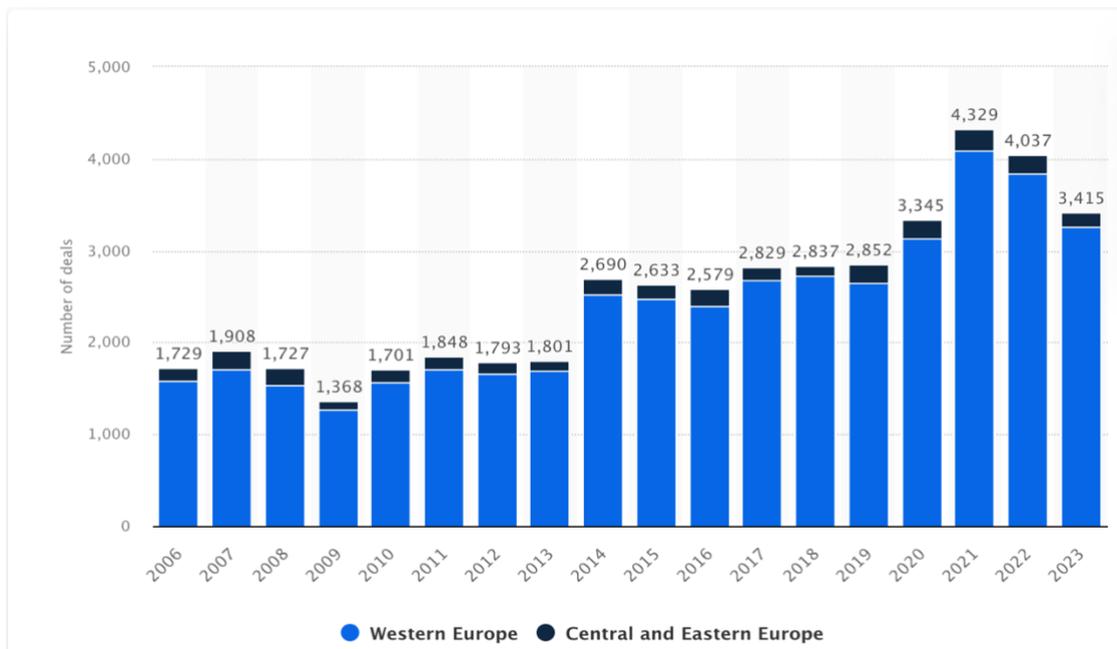


Fonte: EVCA, (2012)

In seguito, si può notare come il “*number of deals*” in Europa, ovvero il numero di operazioni, sia riuscito a toccare il suo apice di 4,329 miliardi nel 2021. Questo risultato avviene di conseguenza a una crescita costante nel tempo, con un solo ridimensionamento tra il 2007 e il 2009, nel quale il numero di operazioni è passato da 1,908 miliardi nel 2007 a 1,368 miliardi nel 2009. Negli anni successivi la crescita è stata stabile fino al 2014, passando dalle 1,801 miliardi operazioni del 2013 alle 2,690 miliardi operazioni del 2014; lo stesso incremento si può riscontrare tra il 2020, dove il “*number of deals*” era di 3,345 miliardi alle 4,329 miliardi del 2021. Infine, si può notare una leggera decrescita negli anni successivi al 2021, con il raggiungimento delle 3,415 miliardi di operazioni nel 2023.

⁷ Evca Yearbook 2012

Figura 1.6 Numero di operazioni di private equity dal 2006 al 2023



Fonte: Statista, (2024)

Capitolo Secondo

Come opera un fondo di private equity

2.1 Struttura e fasi principali del processo di investimento dei fondi di private equity

Nel secondo capitolo vengono definite e analizzate in maniera specifica le fasi principali del processo di investimento svolto dai fondi di *private equity*. A causa delle diverse tipologie di operazioni svolte dai fondi di *private equity*, è importante sottolineare come la struttura dello sviluppo dell'investimento possa cambiare in maniera netta a seconda del contesto. Ad esempio, si può distinguere le operazioni di *buy out*, le quali mirano all'acquisto della maggioranza delle quote societarie dell'impresa target, al fine di ottenere il controllo su quest'ultima; da quelle di espansione, per le quali l'investitore acquista una porzione minore di quote societarie dell'impresa target, con l'intento di permettere la crescita naturale di quest'ultima. Questo esempio può essere ampliato per ogni tipologia di operazioni proprie del mondo del *private equity*, in quanto l'organizzazione dell'intero processo e l'obiettivo a cui si mira è diverso e specifico per ogni operazione.

Nonostante ciò, si può delineare una struttura comune per le operazioni d'investimento svolte dai fondi di *private equity*. La struttura si organizza nelle seguenti fasi⁸:

- 1) Ricerca e prima selezione delle opportunità di investimento dell'operatore.
- 2) Decisione e definizione dell'impresa target.
- 3) Previsione del profilo lavorativo e prime analisi, con la firma degli accordi di riservatezza.
- 4) Previsione specifica dell'azienda e preparazione dell'operazione, con la firma della lettera d'intenti.

⁸ A.Gervasoni, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Ediz. Ampliata. Guerini Next; 6° edizione (22 ottobre 2020)

- 5) Due diligence.
- 6) Negoziazione e definizione dell'accordo.
- 7) Sottoscrizione contratto d'investimento e degli accordi parasociali.
- 8) Monitoraggio dell'operazione.

In questo capitolo verranno analizzate le diverse fasi in maniera dettagliata, approfondendo le dinamiche più significative.

2.2 Ricerca e prima selezione delle opportunità di investimento dell'operatore

Per quanto riguarda le fasi iniziali del processo di investimento, l'indagine e il filtraggio delle possibili opportunità d'investimento rappresentano delle fasi essenziali per l'estensione e il progresso dell'attività.

Le fasi iniziali richiedono un impiego importante di tempo ed energie., dal momento che senza la creazione di possibilità di investimento convenienti, non si può sviluppare un'attività competitiva e quindi la realizzazione di un cash flow di affari.

Inoltre, le due fasi sono soggette ad una rigida procedura di selezione degli investimenti nel mercato. Infatti, solitamente, partendo da 100 proposte di investimento, 60 vengono scartate già nella fase preliminare, 25 dopo una fase di valutazioni più dettagliate, e infine altre 10 vengono scartate a causa del business plan non convincente. Di conseguenza, partendo da 100 opportunità di investimento vere e proprie, si ottengono 5 opportunità effettive d'investimento. Questi dati forniscono un'idea globale di come si muove questo settore, il quale rende sempre più difficile trovare le diverse opportunità d'investimento efficaci.

In questo contesto, la reputazione da professionista, e di conseguenza la sua immagine, notorietà, esperienza e le operazioni passate compiute, rappresentano elementi di fondamentale importanza per la creazione di un cash flow.

La reputazione è un elemento cruciale, infatti, secondo diversi studi essa rappresenta un elemento di maggiore importanza rispetto alla dimensione dell'intermediario e alla quota di partecipazione che si desidera ottenere.

Nonostante l'importanza significativa del *track record* (operazioni svolte in passato), è fondamentale che esso venga affiancato da una comunicazione efficace al mercato delle

proprie conoscenze e buone riuscite. Più precisamente, gli operatori optano per molteplici interventi di marketing, i quali concernono pubblicazioni di articoli, organizzazioni di incontri, formazione di partnership e partecipazioni a convegni.

L'elemento fondamentale per un operatore è quello relativo alla creazione di un *network* di contatti nel territorio interessato, tramite il coinvolgimento di figure di spicco tra imprenditori, consulenti, professionisti, enti pubblici ed associazioni di categoria e di ricerca. Per quanto riguarda l'Italia, questo ruolo viene la maggior parte delle volte svolto da imprenditori, soci dell'impresa oppure consulenti di fiducia; ciò è dovuto alla forte presenza di PMI. Il marketing, di conseguenza, deve mirare fortemente verso questo genere di figure e le banche (in quanto svolgono un ruolo prettamente consulenziale e finanziario). Quindi, il marketing e la conseguente promotion della propria attività sono essenziali per riuscire a capire quali sono le condizioni favorevoli di investimento, esse provengono non solo da parte degli investitori stessi, ma anche dalle stesse aziende che sono alla ricerca di un partner che le assista nella nascita, crescita o alienazione dell'impresa.

Il settore del *private equity* sta sempre di più raggiungendo nuove frontiere, infatti, esso sta iniziando ad offrire servizi come⁹:

- supporto strategico, finanziario e direzionale.
- assistenza commerciale e marketing.
- implementazione di sistemi di controllo e gestione.
- ottimizzazione della struttura societaria e finanziaria.
- miglioramento dell'immagine e della percezione della società.

Questi servizi possono essere riassunti nel concetto “consulenza finanziaria e strategica”, il quale sottolinea come sia molto importante avere un confronto più diretto con gli investitori nelle aziende partecipate. Difatti, la maggior parte delle imprese, tramite questa attività consulenziale, riesce ad avere un miglioramento con gli stessi finanziatori, i quali riescono ad offrire un maggior accesso ai mercati di riferimento. Perciò, gli stessi finanziatori svolgono un ruolo certificativo per l'azienda nei confronti del sistema creditizio e finanziario, permettendo l'accesso a nuove forme di finanziamento ed opportunità.

⁹ A.Gervasoni, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Ediz. Ampliata. Guerini Next; 6° edizione (22 ottobre 2020)

Nonostante ciò, queste tipologie di servizi svolgono un ruolo limitato nel supporto al cliente. Di conseguenza, le aziende devono decidere da chi essere affiancate in base al fatto che i servizi offerti dagli investitori siano in linea con le proprie richieste e gli obiettivi che si vogliono perseguire. Al di là di tutto, l'elemento fondamentale è che si crei un rapporto umano importante e duraturo tra le aziende e gli investitori, tramite la collaborazione, la stima e la fiducia reciproca. Infatti, il supporto di un investitore professionale deve poter fornire un valore aggiunto all'azienda, per la creazione di profitti nel lungo periodo.

2.3 Scelta e identificazione dell'azienda obiettivo

Una delle fasi salienti per un fondo di *private equity* si presenta con la valutazione dell'azienda target. Infatti, le valutazioni atte alla decisione del valore specifico dell'azienda target rappresentano il momento iniziale per le negoziazioni tra acquirente e venditore, le quali terminano con la decisione del prezzo finale di vendita. Inoltre, è doveroso sottolineare che il prezzo finale non rappresenta il valore effettivo dell'azienda target, in quanto il prezzo al termine della trattativa subisce l'influenza di diversi elementi negoziali, che portano a una differenza siderale tra il valore dell'impresa effettivo ("*fair value*") e il prezzo finale. Di conseguenza, si può dire che il *fair value* rappresenta il valore proprio dell'azienda, supportato da ipotesi sensate e ragionate, senza l'influenza di fattori settoriali o di altri soggetti. Mentre il prezzo finale risente delle specificità dei soggetti coinvolti nell'affare, discostandosi dal *fair value*. La valutazione dell'azienda target è un elemento fondamentale per ottenere una trattativa proficua, la quale permette di stringere l'accordo in condizioni più vantaggiose.

Per quanto riguarda i metodi di valutazione, essi sono soggetti ad un certo livello di individualità, a causa delle diverse idee e calcoli preliminari su cui si fondano. Gli stimatori perseguono i loro obiettivi tramite l'uso di due metodologie di valutazione che di solito possono essere divise in una principale e una di controllo, le quali portano alla creazione finale di un intervallo efficace di valori. I metodi più significativi sono il *Discount Cash Flow Model* (DCF) e il metodo dei multipli. Solitamente il metodo principale è il metodo dei multipli, il quale viene impiegato nel 50% delle operazioni e supportato dal DCF nel 35% dei casi. Di conseguenza, il DCF rappresenta il metodo di

controllo anche se esso può essere utilizzato anche come metodo principale insieme al metodo dei multipli, tramite un approccio simultaneo.

2.3.1 Discount cash flow model

Il metodo del Valore Attuale netto (Discount Cash Flow Model, DCF) si basa sulla creazione di valore per l'azienda tramite la produzione di flussi di cassa futuri, i quali devono ripagare il capitale investito. Perciò, viene deciso che il valore aziendale provenga dai futuri cash flow che essa produrrà, attualizzati a un tasso che rispecchi il valore temporale del capitale e il rischio che viene associato a tali flussi. Il tasso di attualizzazione in questione si calcola tenendo conto del costo del capitale per l'impresa e del rischio operativo e finanziario connesso a quest'ultimo.

L'analisi andrebbe svolta prevedendo precisamente ogni cash flow fino all'infinito, ma vista l'inattuabilità, viene sviluppata in due periodi differenti¹⁰:

- 1) Il primo periodo arriva fino al termine del piano industriale programmato. In questa fase i cash flow vengono stimati sulla base del business plan aziendale, con un arco temporale dai 5 ai 10 anni, e con l'analista che esegue delle valutazioni anche oltre il periodo preso in considerazione.
- 2) Il secondo periodo che va dall'ultimo anno fino all'infinito. In questa fase viene calcola un'approssimazione semplificata, nella quale si ipotizza un flusso di cassa che l'azienda sviluppa nell'ultimo anno e che continuerà a produrre all'infinito. Quest'ultimo cash flow può essere di due tipologie:
 - Flusso costante, in uno scenario *steady state*.
 - Flusso crescente ad un tasso costante (*g*), in uno scenario di *growth state*.

Perciò, la somma del valore attuale dei cash flow previsti per il periodo che arriva fino al termine del piano industriale e il valore della rendita perpetua che va dall'ultimo anno del piano industriale all'infinito, detto anche *Terminal Value* (TV), crea quello che è stato definito all'inizio del paragrafo come valore aziendale.

$$VA = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H} + \frac{VA_H}{(1+r)^H}$$

¹⁰ R.A Brealey, S.C Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

Per quanto riguarda il *terminal Value (TV)*, come già riportato precedentemente, esso può essere di due tipologie:

1) Nel caso di *steady state*:

$$VA_h = \frac{CF_n}{r}$$

2) Nel caso di *growth state*:

$$VA_h = \frac{CF_n (1 + g)}{r - g}$$

In entrambi i casi CF_n rappresenta il *cash flow* per l'ultimo anno del piano d'investimento, mentre g rappresenta il tasso di crescita continuo dei *cash flow* e dell'azienda.

La porzione di calcolo più importante del metodo DCF è rappresentata dalla stima del *terminal value (TV)*, quest'ultimo, infatti, rappresenta una parte molto significativa del valore totale dell'impresa. Da ciò, si può constatare che una parte del metodo DCF si fonda su supposizioni e aspettative su un futuro ambiguo, tramite una decisione ponderata del *cash flow* normalizzato a fine piano e del tasso di crescita perpetuo.

Queste decisioni sono fondamentali, in quanto: nel caso di variazioni del *cash flow* normalizzato a fine piano, verrebbe influenzato in maniera considerevole il TV e, perciò, anche il valore totale aziendale. Mentre per quanto riguarda il tasso di crescita perpetuo, si preferisce adeguare quest'ultimo alle supposizioni di crescita del PIL o dell'ambito di riferimento per il lungo periodo.

L'azienda alla fine del proprio piano d'investimento si aspetterà di generare un flusso di cassa normalizzato, che nel caso di stabilità, non prevederà alcuna crescita. Infatti, si può notare che gli ammortamenti vengono considerati come equivalenti agli investimenti indispensabili per conservare intatta la capacità produttiva e che non preveda nessuna variazione nel capitale circolante. Inoltre, per flusso normalizzato si intende anche l'esclusione di fattori speciali.

Per quanto riguarda il tasso di crescita perpetuo, citato precedentemente con la lettera g , esso viene stimato con la moltiplicazione tra il ritorno atteso sui nuovi investimenti (ROI

o ROE, a seconda del contesto) e il tasso di reinvestimento dei flussi di cassa. Il calcolo del tasso g presenta diverse complessità, in quanto può basarsi sia sui risultati futuri attesi che sui dati storici, riuscendo a trasmettere nel futuro le performance finite dell'azienda. Esso inoltre presuppone la cognizione di diverse variabili, tra le quali¹¹:

- Dettagli specifici dell'azienda.
- Dettagli del settore di appartenenza dell'azienda.
- Dinamiche di mercato.
- Dinamiche macroeconomiche.

Crescita = (Rendimento del capitale netto) x (Tasso di ritenzione degli utili)

$$g = ROE \times (1 - \text{payout})$$

La difficoltà per la definizione del tasso di crescita atteso discende dalla tipologia di settore e scenario di riferimento. Infatti, nel caso di settori sicuri e scenari concorrenziali, la definizione del tasso g risulta essere agevole, in quanto ci si può basare sullo sviluppo previsto della domanda a lungo termine e dell'inflazione attesa. Mentre, nel caso di un settore instabile e uno scenario di evoluzione, il calcolo del tasso di crescita risulta essere più difficile e può comportare errori di stima. A tal proposito una pratica fondamentale per la riduzione degli errori di valutazione prevede l'allineamento del tasso g all'andamento del PIL o del settore specifico a cui si fa riferimento. Se si considera uno scenario dove è presente una crescita perpetua, il flusso di cassa normalizzato dopo la fine del piano si adegua a quello della crescita continua. In questa prospettiva, si prevede una crescita del capitale circolante conseguente alla crescita del tasso g , necessitando il sostentamento di investimenti al di fuori della semplice sostituzione, al fine di ottenere l'espansione della capacità produttiva. Infine, si può visualizzare come diverse ipotesi iniziali possano influenzare la valutazione del valore totale dell'azienda, infatti, il flusso di cassa normalizzato nello scenario di una crescita continua diverge nettamente dall'ipotesi di un flusso perpetuamente costante.

¹¹ R.A Brealey, S.C Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

2.3.2 I multipli

Il secondo metodo utilizzato è il metodo dei multipli, il quale viene impiegato sia in Italia che all'estero e rappresenta una strategia efficace per la valutazione delle aziende da parte dei fondi di *private equity*. Il metodo dei multipli si fonda sul rapporto tra i prezzi del mercato, i quali derivano dalla Borsa, e le metriche economiche dell'azienda (fatturato, EBITDA, EBIT, utile netto, cash flow). L'idea alla base di questo metodo è quello di ottenere un prezzo di mercato per l'azienda, piuttosto che calcolare il valore proprio di quest'ultima. Il concetto di base è che: “quando il mercato assegna ad un gruppo di aziende simili un valore che corrisponde ad un certo multiplo di una particolare misura di performance, si assume che lo stesso multiplo sia applicabile alla misura di performance dell'azienda analizzata”.

Il metodo dei multipli considera che i cash flow e i rischi correlati siano presenti nelle stime del mercato e vengano valutati equivalenti tra le aziende comparabili e quella in esame.

I multipli risultano essere degli indicatori affidabili solo se esiste una correlazione stabile e continua tra il prezzo di mercato (al numeratore) e l'indicatore economico scelto (al denominatore).

Il metodo dei multipli si può dividere in due sottogruppi principali¹²:

- Il metodo delle società comparabili (*stock market multiple*)
- Il metodo delle transazioni comparabili (*deal multiple*)

Il metodo delle società comparabili sfrutta i prezzi delle società quotate in borsa con caratteristiche affini, ricercabili sul mercato azionario, con l'intento di valutare un'azienda. Questo approccio è utilizzato non solo a livello italiano, ma anche nel resto del mondo, per l'ingente presenza di informazioni e database finanziari relativi alle stesse società quotate e all'attendibilità dei prezzi.

Questo primo metodo presenta alcune difficoltà relative sicuramente alla scelta di una porzione di società quotate, le quali devono poter essere considerate come effettive comparabili all'azienda valutata. Questa tipologia di mansione è sicuramente più

¹² R.A Brealey, S.C Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

complessa nel caso di aziende di piccole dimensioni o con caratteristiche particolari. La comparabilità viene valutata tenendo in considerazione:

- Settore di appartenenza.
- Tipologia di attività svolte.
- Tipologia di clientela.
- Area geografica di riferimento.
- Dimensioni aziendali.
- Tendenza al rischio.
- Struttura aziendale.
- Composizione del capitale.

La comparabilità tra l'azienda in esame e quelle con caratteristiche simili è spesso soggetta a adattamenti ed aggiornamenti per quanto riguarda le informazioni relative ai multipli, al denominatore, e i valori di mercato, al numeratore. Questi cambiamenti si verificano per diverse ragioni, tra cui: le differenze nei principi contabili adottati, effetti di eventi temporanei o eccezionali, fluttuazioni cicliche ed elementi straordinari. Questi miglioramenti hanno lo scopo di ottenere dei multipli senza errori (con modifiche al numeratore) e/o rifiniti (con modifiche al denominatore), per riuscire a creare una valutazione più meticolosa dell'azienda.

Un'altra complicazione relativa alla tematica dei multipli è sicuramente quella riguardante l'inattività dei mercati finanziari, ad esempio:

- Bolle speculative.
- Instabilità delle quotazioni.
- Fluttuazioni di prezzo non fondate sui principi aziendali.

Per far fronte a queste tipologie di problematiche, una possibile soluzione potrebbe essere quella di scegliere di utilizzare un prezzo medio storico come numeratore del multiplo (stimato sull'ultimo anno o sei mesi).

Infine, un'ultima problematica si può presentare riguardo ad importanti discrepanze nella struttura finanziaria tra le aziende comparabili e quella in analisi, condizionando fortemente il valore dei multipli. Per far fronte a questa tematica, si opta per il calcolo di multipli non condizionati dal livello di indebitamento delle aziende affini, riuscendo a rimuovere l'effetto della struttura finanziaria. Successivamente, il multiplo che si ricava

dal gruppo comparato può essere adattato per rispecchiare la struttura finanziaria dell'azienda valutata.

Tabella 2.1: Principali Multipli

P/E (Price/Earnings ratio)	Prezzo di Borsa/Utile Netto per Azione
P/BV (Price/Book Value)	Prezzo di Borsa/Patrimonio Netto per Azione
EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation)	Prezzi di mercato dell'equity + Valore dei debiti finanziari netti/Margine operativo lordo
EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes)	Prezzi di mercato dell'equity + Valore dei debiti finanziari netti/Reddito operativo
EV/Sales	Prezzi di mercato dell'equity + valore dei debiti finanziari netti/Fatturato

Fonte: Borsa Italiana, (2012)

2.3.3 Il tasso interno di rendimento

Il tasso interno di rendimento (TIR) rappresenta una delle più importanti misure di performance per quanto riguarda la valutazione della remuneratività dei singoli investimenti e del portafoglio totale. Il TIR riproduce il tasso di sconto che rende nulla la differenza tra il valore attuale netto (VAN) dei flussi di cassa in uscita e di quelli in entrata di un progetto di investimento, ossia il tasso di rendimento annuo medio prodotto dall'investimento. I flussi di cassa, come è già stato spiegato precedentemente, si dividono in:

- Flussi di cassa in uscita, i quali si riferiscono all'acquisto di quote aziendali e a probabili investimenti successivi per l'incremento del capitale.

- Flussi di cassa in entrata, i quali si riferiscono alla vendita di quote di proprietà della società ed ulteriori entrate relative a dei possibili dividendi ottenuti nel periodo dell'investimento.

Inoltre, il tasso interno di rendimento (TIR) viene utilizzato durante le negoziazioni per la decisione del valore più alto imputabile all'azienda target, ossia il prezzo più alto che l'investitore pagherà. Di conseguenza, questa metodologia fissa un tasso di rendimento più basso ricercato dal progetto di investimento e, regolandosi con quest'ultimo, si stima il prezzo più alto al quale si può efficacemente comprare l'azienda.

Il metodo del TIR si fonda su due fattori fondamentali:

- Previsione della lunghezza dell'investimento nel portafoglio.
- Previsione del possibile prezzo di vendita nel periodo di uscita, basandosi sulla mancanza di ulteriori flussi di cassa.

Tramite la definizione di quest'ultimi due fattori e con la determinazione di un TIR obiettivo, si ottiene un prezzo massimo di offerta che può essere utilizzato per la proposta di investimento.¹³

Formula matematica del Tasso Interno di Rendimento (TIR)

$$\sum_{t=0}^N \frac{FCO_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

2.4 Il superamento della differenza di prezzo tra venditore e compratore

L'elemento fondamentale, durante la negoziazione per l'acquisizione di quote societarie, è rappresentato dal prezzo. Solitamente, il prezzo avanzato dal venditore viene definito come "prezzo richiesto", mentre quello proposto dall'acquirente viene definito "prezzo offerto" e la differenza tra quest'ultimi rappresenta l'elemento di attrito durante le fasi di negoziazione. Questa discrepanza tra il "prezzo offerto" e il "prezzo richiesto" ha delle motivazioni principali, le quali condizionano nettamente la negoziazione:

¹³ R.A Brealey, S.C Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

- 1) Discordanza su come viene percepito il valore effettivo dell'azienda trattata, creando forti barriere per il buon esito dell'operazione.
- 2) Modalità negoziali utilizzate dal compratore e dal venditore per ottimizzare i propri benefici economici, le quali rappresentano una problematica minore in quanto vengono facilmente superate tramite il raggiungimento di accordi che riescono ad accontentare ambe le parti.
- 3) Nel caso di investitori istituzionali che svolgono operazioni di *private equity* su imprese non quotate, solitamente, non ci sono dei parametri di mercato chiari e condivisi, sui quali si può fare affidamento per ottenere una valutazione oggettiva.
- 4) Nel caso di negoziazioni con PMI a conduzione familiare, c'è il rischio di incorrere in fattori emotivi e personali, che non riescono ad essere percepiti da parte di un investitore istituzionale, interessato solamente da fattori economico-finanziari.

Per superare queste difficoltà iniziali durante la fase di negoziazione vengono utilizzate diverse tipologie di strumenti e strategie di negoziazione. Esse vengono utilizzate per il raggiungimento di una soluzione equilibrata tra le due diverse prospettive iniziali.

2.4.1 Gli Accordi earn-out

Per quanto riguarda le incertezze nella valutazione di un'azienda durante l'acquisizione, gli accordi *earn-out* rappresentano uno strumento di fondamentale importanza. Queste tipologie di accordi presuppongono che la decisione del prezzo finale per la cessione delle quote societarie venga rimandata ad un periodo successivo, influenzata dall'ottenimento di obiettivi precisi determinati tra le parti dopo un periodo di tempo dall'acquisto.

Come già citato in precedenza, l'acquirente propone un prezzo iniziale che è inferiore a quello proposto dal venditore, con l'importo che può venire modificato successivamente, basandosi sui risultati ottenuti dall'azienda in relazione agli obiettivi prefissati. Nella circostanza in cui gli obiettivi prefissati non vengano conseguiti, si aziona quello che viene definito *reverse earn-out*, tramite il quale, il compratore può recuperare il prezzo sostenuto all'inizio. In seguito, il pagamento seguente, ovvero, posteriore al raggiungimento degli obiettivi prefissati, viene sostenuto in denaro o tramite titoli della società acquistata. Questi obiettivi, solitamente, sono condizionati da diversi metodi di

successo, ad esempio prestazioni economico-finanziarie e di guadagno. Inoltre, un ulteriore contesto è il caso in cui il prezzo finale sia collegato al guadagno futuro, ossia quello che verrà ottenuto dall'investitore istituzionale tramite il disinvestimento delle sue quote societarie; in questo contesto, il prezzo che viene sostenuto è determinato dal rendimento ottenuto dall'investimento.¹⁴

Nel caso di carattere di valutazione ambiguo, ovvero in aziende con prestazioni scadenti, ma con prospetti di incremento di valore incoraggianti, gli *earn-out* svolgono un ruolo fondamentale. Infatti, è proprio questa la ragione per cui gli investitori assumono un atteggiamento maggiormente parsimonioso rispetto alle valutazioni eccessivamente speranzose dei venditori, la quale differenza di prezzo porta ad una condizione di stasi durante la fase di negoziazione. In questa circostanza, gli *earn-out* rappresentano una soluzione al problema accordando le parti, tramite la minimizzazione dei rischi e delle preoccupazioni della negoziazione.

Per ottenere un accordo di *earn-out* vengono impiegate le obbligazioni convertibili. Ovvero, l'investitore istituzionale oltre all'acquisto di quote societarie, acquisisce anche un determinato ammontare di obbligazioni convertibili aziendali. In modo tale da determinare il prezzo di quest'ultime in base al raggiungimento di determinati obiettivi, così da non incorrere in nessuna problematica relativa alla valutazione successiva dall'acquisizione.

2.4.2 Le vendor note

Le *vendor note* sono uno strumento che punta al differimento temporale di una parte dell'esborso da parte del compratore, permettendo un impiego iniziale minore per quest'ultimo. Sostanzialmente, le *vendor note* rappresentano dei prestiti estesi dal venditore all'acquirente, permettendo un ritardo nella ricezione del prezzo, così da concedere l'acquisizione di titoli obbligazionari (detti *vendor note*) da parte dell'azienda compratrice. In un determinato periodo, l'azienda restituirà i seguenti titoli al venditore con il supplemento di un tasso d'interesse prefissato.

¹⁴ A.Gervasoni, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Ediz. Ampliata. Guerini Next; 6° edizione (22 ottobre 2020)

Questa tipologia di strumento permette all'acquirente di poter differire il pagamento di una parte del prezzo dovuto, posticipatamente all'acquisto. Codesta possibilità determina un'influenza notevole sull'acquirente per il conseguimento dell'investimento, fondandosi sulle capacità finanziarie accessibili durante la negoziazione.

2.4.3 La separazione degli asset immobiliari

In Italia, per valutare il prezzo di vendita di un'impresa, si predilige l'utilizzo di capacità valutative patrimoniali, così da attribuire agli asset immobiliari valori abbastanza significativi da poter condizionare il prezzo di vendita durante la fase di negoziazione. Questa condizione porta necessariamente alla presenza di una differenza notevole tra il prezzo proposto dall'acquirente e quello richiesto dal venditore.

Nonostante la problematica della parte immobiliare nella valutazione del valore di un'azienda, il criterio finanziario o del rendimento, ovvero la valutazione dell'impresa sulla base dei cash flow attuali, futuri e di conseguenza sull'aspettativa del rendimento totale atteso, rimane il metodo favorito. Infatti, l'investitore è soggetto sia al prezzo d'acquisto sia a quello che avrà in futuro tramite la vendita. Ed è per questo motivo che l'investitore tenderà di ottenere un prezzo di acquisto molto basso per l'acquisizione dell'azienda, custodendo le altre condizioni.¹⁵

In risposta al punto di vista del compratore, il venditore, dal momento che presenta un patrimonio immobiliare significativo, potrà avanzare un prezzo maggiore e che l'acquirente potrà considerare esagerato, rispetto alle valutazioni sui cash flow attuali e futuri prodotte da quest'ultimo.

Infine, nel caso in cui non si riuscisse ad ottenere un accordo tra le due parti, si opta per la separazione degli asset immobiliari dall'operazione di compravendita. In questa circostanza, gli asset immobiliari rimangono nelle mani del venditore e, di conseguenza, il prezzo pagato dall'acquirente non tiene in considerazione quest'ultimi. Per quanto riguarda gli immobili essenziali per l'attività aziendale, viene sottoscritto un contratto di locazione a lungo termine, nel quale il venditore rimane il proprietario, mentre il

¹⁵ A.Gervasoni, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Ediz. Ampliata. Guerini Next; 6° edizione (22 ottobre 2020)

compratore esercita l'attività in maniera continuativa. In questa maniera, si permette di ottenere una situazione vantaggiosa per ambe le parti, ovvero, l'investitore può realizzare un progetto ad un prezzo adeguato, mentre il venditore percepisce una rendita significativa dalla locazione degli immobili.

Capitolo terzo

Le quotazioni sui mercati borsistici per le Pmi italiane

3.1 Caratteristiche generali delle quotazioni in borsa

La quotazione in Borsa rappresenta la modalità con cui una società offre al pubblico le proprie azioni per ottenere capitale di rischio. Tramite la quotazione in Borsa si determina l'accesso al mercato dei capitali da parte di una società, il che rappresenta una strategia indispensabile per coloro che vogliono concorrere in mercati sempre più articolati e internazionali. Le motivazioni principali che inducono un'azienda a quotarsi sono di diverso genere¹⁶:

- 1) Accesso al capitale: si permette alle aziende di accedere a grandi quantità di capitale di rischio, con l'obiettivo di finanziare l'espansione, sviluppare nuovi prodotti e finanziare acquisizioni.
- 2) Liquidità per gli azionisti: gli azionisti possono allocare una parte o il totale delle loro azioni presso il pubblico, potendo così capitalizzare il loro investimento iniziale. Questa tipologia di operazione prende il nome di *exit strategy*.
- 3) Prestigio e visibilità: si sviluppa un miglioramento della visibilità dell'azienda, così da potere attrarre nuovi clienti e collaboratori, ma soprattutto, anche, nuovi talenti.
- 4) Possibilità di essere valutati dal mercato: si fornisce una valutazione di mercato continua delle azioni aziendali, la quale può venire utilizzata come indicatore di performance e fiducia per gli investitori e clienti.
- 5) Struttura e disciplina aziendale: per riuscire a quotarsi, una società necessita di soddisfare una pluralità di requisiti per quanto riguarda la trasparenza, la

¹⁶ Mishkin F, Istituzioni e mercati finanziari. Pearson. 9° edizione, (settembre 2019)

governance e la conformità. La soddisfazione di questi requisiti porta l'impresa a mantenere una gestione aziendale diligente, credibile e stabile.

- 6) Utilizzo di azioni per le acquisizioni e fusioni: le aziende quotate possono utilizzare le proprie azioni come modalità per finanziare le acquisizioni e le fusioni, facilitando, in questo modo, l'esecuzione dell'operazione rispetto al normale pagamento.

Come già esplicitato la quotazione consente alle aziende di ottenere i fondi necessari per attuare i piani industriali e le strategie di lungo termine.

Le aziende possono essere di diverse tipologie e dimensioni, le quali delineano i diversi segmenti di mercato, quest'ultimi vengono decisi dalla Borsa Italiana, la quale si pone come operatore nazionale di riferimento.

Dal punto di vista tecnico, le aziende, quotandosi, diventano pubbliche, destinando le proprie azioni in diversi mercati regolamentati, che verranno analizzati successivamente.

3.2 I mercati di Borsa Italiana

I mercati azionari che presenta Borsa Italiana offrono alle aziende, di diverse dimensioni, di ottenere significative risorse finanziarie. Quest'ultime sono importanti per velocizzare lo sviluppo, diversificare i finanziamenti e coinvolgere un maggior numero di investitori nell'azionariato.

Borsa Italiana offre diversi tipi di mercati, a seconda del tipo e della quantità d'investimenti delle società, come¹⁷:

- Euronext Growth Milan: è il mercato dedicato alle PMI con ambizioni di crescita, per l'accesso agevolato ai capitali. Euronext Growth Milan si pone come una realtà adeguata alle società in cerca di ingrandimento e sviluppo.

Per quotarsi su questo mercato, le PMI possono affidarsi a una figura di supporto chiamata Euronext Growth Advisor, quest'ultimo ha come compito quello di dirigere le società attraverso tutte le fasi dell'ammissione e permanenza sul mercato.

¹⁷ Mishkin F, Istituzioni e mercati finanziari. Pearson. 9° edizione, (settembre 2019)

Euronext Growth Milan è stato creato nel 2009 per offrire un processo di quotazione più facilitato rispetto al mercato Euronext Milan principale.

I requisiti per l'ingresso in questo mercato sono pochi, come ad esempio, l'obbligo di avere l'ultimo bilancio revisionato da società iscritte alla Consob.

- Euronext Milan: questo mercato regolamentato offre alle PMI con una grande e crescente capitalizzazione di ottenere risorse finanziarie per sviluppare progetti di crescita considerevoli. Euronext Milan presenta dei requisiti stringenti, con l'obiettivo di seguire gli standard internazionali più elevati. Quest'ultimi lo rendono appetibile per diverse categorie di investitori istituzionali, professionisti e il pubblico di risparmio gestito. Euronext Milan fa parte del più esteso gruppo Euronext, il quale comprende diverse borse europee come quelle di Amsterdam, Bruxelles, Lisbona e Dublino. Il che permette l'accesso ad un livello maggiore di liquidità delle azioni. Inoltre, le società quotate su Euronext Milan hanno accesso ad un vasto numero di servizi come ad esempio, la gestione post-quotazione, reporting e un crescente engagement degli investitori.
- Euronext STAR Milan: Questo mercato è nato nel 2001 dentro Euronext Milan, con l'obiettivo di mettere in evidenza le PMI più importanti, comportando un incremento della visibilità di quest'ultime per gli investitori italiani e internazionali. Per accedere a questo segmento bisogna soddisfare diversi requisiti stringenti per quanto riguarda la liquidità, la trasparenza e la governance aziendale. La soddisfazione di questi requisiti comporta uno standard qualitativo elevato, rendendo le imprese in questioni maggiormente appetibili per gli investitori. Il beneficio principale di Euronext STAR Milan è sicuramente la visibilità, tramite degli appositi eventi come la STAR Conference di Milano e Londra.
- Euronext MIV Milan: Questo è una tipologia di mercato destinato alla quotazione di veicoli di investimento focalizzati sull'economia reale, come, ad esempio, i Fondi d'Investimento Alternativi (FIA) di tipo chiuso.
I FIA presenti su questo mercato sono sia italiani che europei, disponibili per il pubblico retail o solamente investitori professionali. I veicoli d'investimento sono strutturati in forma contrattuale, come i fondi chiusi, o in forma societaria, come le SICAF e i SICAV. In più sono presenti i fondi armonizzati a livello europeo e

quelli autorizzati dalla normativa nazionale. Oltre ai FIA, Euronext MIV Milan permette la quotazione anche per le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) e per le SIIQ che non hanno ancora destinato il capitale raccolto, ma che presentano una strategia di investimento in fase di realizzazione.

3.3 Le fasi principali dell'offerta pubblica iniziale

Una società, per espandere i propri titoli presso il pubblico degli investitori, utilizza un sistema denominato offerta pubblica iniziale (IPO). Esso genera il “flottante”, ovvero la porzione di capitale sociale che circola effettivamente sul mercato azionario. L'intera operazione di offerta deve seguire determinate norme, tra cui il D.Lgs 58/1998 del Testo Unico della Finanza, per fornire l'attendibilità delle informazioni per gli investitori.

Anteriormente all'IPO, la società interessata deve mettere al corrente la CONSOB, specificando i dettagli dell'offerta e i partecipanti dell'intera operazione, dettagliando i ruoli di ciascun membro. È inoltre fondamentale predisporre un Prospetto Informativo rispettando le direttive della CONSOB.

L'offerta pubblica iniziale è molto complicata e si suddivide in diverse fasi, che verranno spiegate in maniera dettagliata successivamente. I principali protagonisti sono la società emittente, il global coordinator, lo *sponsor*, lo *specialist*, l'*advisor* finanziario, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento.

Per l'ammissione nel mercato borsistico si richiede solitamente un periodo che va dai quattro ai sei mesi, durante il quale si presentano diverse fasi, tra cui la pianificazione, due diligence, preparazione prospetto informativo, redazione documentazione per la quotazione, ammissione alla quotazione, formazione del consorzio di collocamento, attività di marketing, road show, bookbuilding, collocamento di titoli e la finale negoziazione di titoli sul mercato.

Le diverse fasi si dividono in¹⁸:

- 1) Fase iniziale: la quotazione di una società incomincia con il management che propone al Consiglio di amministrazione (Cda) il progetto di quotazione, con degli ulteriori dettagli sulla sua fattibilità. Il progetto è indispensabile, in quanto serve

¹⁸ Mishkin F, Istituzioni e mercati finanziari. Pearson. 9° edizione, (settembre 2019)

per mostrare i benefici e le difficoltà che si potranno generare in relazione alla quotazione, permettendo al Cda di valutare tutte le informazioni utili a riguardo. Successivamente il Cda si ricongiunge per valutare i vantaggi della quotazione. Nel caso di un esito favorevole della decisione, il Cda approva la proposta e convoca l'assemblea ordinaria degli azionisti. Nel caso si voglia aumentare il capitale in concomitanza con la quotazione, si procede con la convocazione dell'assemblea straordinaria. Subito dopo la convalida dell'assemblea, l'impresa assegna la carica dello *sponsor*, del *lead manager* e di altri consulenti professionali. Lo *sponsor*, ovvero un intermediario finanziario, ha il ruolo di dover aiutare le società nell'ammissione e quotazione sui mercati regolamentati. Il ruolo dello *sponsor* è fondamentale, perché ricopre un ruolo di garanzia dell'attendibilità delle informazioni corredate dall'emittente, permettendo la chiarezza e il rispetto delle norme durante la quotazione. Mentre per quanto riguarda il *lead manager*, esso si occupa della formazione del consorzio di collocamento, di valutare l'emittente e di predisporre il prospetto informativo.

- 2) Riunione di lancio dell'operazione: si svolge una riunione tra il management della società e il gruppo di consulenti scelti per svolgere l'operazione. In questa fase, ciascun membro ottiene delle responsabilità specifiche e si stima la durata totale del processo di quotazione.
- 3) *Due diligence* economico-finanziaria e legale: durante il primo mese dell'operazione si svolge un'analisi dettagliata dell'azienda. Un gruppo di esperti analizza le caratteristiche strategiche, operative, i prospetti futuri e i risultati ottenuti, al fine di visualizzare i punti di forza e i potenziali rischi. In concomitanza, si compila il prospetto informativo, ovvero, una documentazione imprescindibile che viene redatta dallo *sponsor*, dal management della società e dai consulenti legali, rispettando i modelli decisi dalla CONSOB. Questo piano si fonda sui risultati delle valutazioni svolte durante le due diligence.
- 4) Ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana: nei due mesi successivi alla richiesta di quotazione, Borsa Italiana si esprime sull'accettazione o la negazione della richiesta. La decisione viene annunciata all'azienda emittente, resa nota alla CONSOB e comunicata pubblicamente. La domanda può essere respinta con una motivazione precisa dalla società di gestione, e in seguito

annunciata al richiedente. In più, nel caso si volesse proteggere determinati interessi degli investitori, possono essere imposti dei vincoli d'ammissione e di quotazione.

- 5) Predisposizione e pubblicazione del rapporto degli analisti finanziari: in questa fase avviene la distribuzione agli analisti finanziari di un rapporto minuzioso sull'azienda che vuole quotarsi. L'analisi presenta uno studio approfondito delle attività commerciali svolte dall'azienda e di una presentazione dei metodi di valutazione utilizzati. Lo scopo principale di questa fase è quello di semplificare la raccolta di capitale sul mercato, permettendo così di attivare una sequenza di attività con l'obiettivo di promuovere la sottoscrizione degli strumenti finanziari proposti durante la quotazione.
- 6) Costituzione del consorzio di collocamento: modalità per semplificare il collocamento del titolo.
- 7) *Pre-marketing*: gli analisti delle banche che fanno parte del consorzio di collocamento preparano incontri informali con potenziali investitori. Lo scopo principale è quello di proporre l'azienda e suddividere le analisi finanziarie elaborate. Infine, le banche possono nominare altri candidati per lo svolgimento di incontri successivi.
- 8) *Roadshow*: infine avviene la finale presentazione della società agli investitori istituzionali tramite degli incontri nelle principali piazze finanziarie europee e USA.

3.4 Gli attori principali dell'offerta pubblica iniziale

Come già citato in precedenza, il processo di quotazione in borsa è particolarmente complicato e richiede delle competenze molto elevate, riuscendo a coordinare molte parti con interessi, talvolta, diversi. Inoltre, i soggetti interessati nel processo dell'offerta sono molteplici e con ruoli regolamentati e ben definiti. Questo paragrafo ha come obiettivo quello di esaminare i diversi compiti di ogni attore del processo di quotazione.

3.4.1 Il lead manager (underwriter)

Come già espresso precedentemente, il *lead manager* ha il compito di creare il consorzio di collocamento, misurare l'emittente e progettare il prospetto informativo con il *global coordinator*. Solitamente, l'*underwriter* è una banca d'investimento importante su base nazionale e internazionale, e può operare da sola oppure assieme ad un *co-lead manager* a seconda dell'entità dell'offerta. Il ruolo del *lead manager* si avvicina molto a quello del *global coordinator*, ma si distinguono principalmente per il fatto che: l'*underwriter*, con il consorzio, si assume il rischio di collocamento, fungendo da garante dell'offerta; invece, il *global coordinator* procura dei servizi addizionali a supporto dell'operazione.

Durante la scelta dell'*underwriter* da parte della società emittente vengono considerati¹⁹:

- Capacità di minimizzare i costi: ossia la riduzione delle spese fisse e delle commissioni. Inoltre, è fondamentale che la banca abbia un buon rapporto con gli investitori istituzionali, cercando di non stabilire un prezzo eccessivamente elevato al fine del buon esito dell'operazione.
- Reputazione: essa viene analizzata tramite i ranking nelle IPO e delle performance delle operazioni svolte recentemente. L'*underwriter* ha come compito quello di equilibrare l'asimmetria informativa tra l'investitore istituzionale e l'emittente, al fine di mantenere buoni rapporti con le società e di non dissolvere opportunità future.

Per quanto riguarda la remunerazione dei *lead manager*, in Italia, le commissioni medie possono partire dall'1,5% per le operazioni più grandi, arrivando fino al 6% per IPO di grandezze minori, mantenendosi sulla media Europea del 4%.

Infine, si predilige il trasferimento dei rischi collegati all'operazione all'*underwriter*, il quale tramite un maggior capitale di base, riesce a gestire in maniera migliore il rischio.

Vengono sottoscritti due contratti principali:

- *Best-effort*: il *lead manager* decide una soglia bassa sotto la quale l'operazione si dice non riuscita, e non assicura un buon conseguimento dell'operazione.

¹⁹ Mishkin F, Istituzioni e mercati finanziari. Pearson. 9° edizione, (settembre 2019)

- *Firm-commitment*: il *lead manager* assicura l'ottenimento del capitale stimato, incaricandosi il rischio totale dell'operazione²⁰

La scelta tra i due contratti risiede nelle dimensioni ed esperienza dell'emittente, in quanto quelle più piccole ed incerte opteranno per il contratto *best-effort*, mentre quelle più grandi e consolidate sceglieranno il contratto *firm-commitment*.

3.4.2 Il global coordinator e il consorzio di collocamento

Il *global coordinator* svolge un ruolo vitale nel processo di quotazione, esso viene deciso tra le banche d'investimento e le società di intermediazione mobiliare presenti nel TUB. Il *global coordinator* analizza l'impresa con il *financial advisor*, conseguendo uno studio sulla fattibilità dell'operazione. In seguito, esso organizza le *due diligence*, tramite l'esaminazione dei sistemi di governance, management, aspetti legali e contabili.

Nel caso in cui il *global coordinator* agisca da *sponsor*, gestirebbe le relazioni con l'autorità di vigilanza e la società di gestione del mercato. Inoltre, durante la fase 7, ovvero il *pre-marketing*, il *global coordinator* gestisce gli incontri con gli investitori istituzionali, accumulando offerte e decidendo una forbice di prezzo iniziale. Infine, esso svolge una funzione organizzativa per quanto riguarda il *road-show* e il *bookbuilding*, e una fase di supporto al *lead manager*.

Il *global coordinator* dà vita al consorzio di collocamento, il quale ha come compito quello di gestire gli ordini di investimento e l'assegnazione dei titoli.

Esistono tre tipologie di consorzio:

- Sindacato di collocamento: esso accumula ordini di investimento e assegna titoli, decentrando i rischi sull'emittente.
- Consorzio di collocamento e garanzia: esso assicura il successo dell'operazione sottoscrivendo possibili titoli rimasti, fornendo la certezza del completo collocamento dei titoli all'emittente.
- Consorzio di assunzione a fermo: vengono acquistati tutti i titoli offerti assumendosi il rischio totale dell'operazione, godendo della differenza tra il prezzo d'acquisto e quello di vendita al pubblico

²⁰ Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

Il consorzio, solitamente, è formato dal *global coordinator*, dal *lead manager*, dai *co-lead manager*, dallo *sponsor* e dai *financial advisor*, oltretutto questi incarichi possono coincidere generando delle sovrapposizioni dei ruoli.

3.4.3 Lo sponsor

L'articolo 2.3.1 del Regolamento di Borsa denota l'obbligo di nominare lo *sponsor* durante il processo di quotazione. Il ruolo dello *sponsor* viene svolto da una banca o da un intermediario finanziario presente nella lista generale secondo l'articolo 106 del TUB o nella lista speciale secondo l'articolo 107 del TUB. Lo *sponsor* ha come compito quello di certificare la qualità, la completezza e l'esattezza dei documenti forniti dall'azienda durante la quotazione. Per di più, deve assicurarsi che l'impresa sia in possesso di un sistema di controllo di gestione a norma e deve aiutare l'impresa durante tutte le fasi del processo di quotazione.

Successivamente alla quotazione, lo *sponsor* deve divulgare le analisi finanziarie sull'impresa occasionalmente e in presenza di eventi societari importanti. Inoltre, deve essere membro della direzione del consorzio di collocamento e non deve fare parte della proprietà dell'emittente. Infine, il ruolo dello *sponsor* può sovrapporsi a quello del *global coordinator*, *specialist* o *lead manager*, in base alle richieste precise.

3.4.4 Il financial advisor

Il *financial advisor* svolge un ruolo cruciale nel processo di quotazione, quest'ultimo è un intermediario che rappresenta il primo punto di incontro per l'azienda permettendo una gestione affidabile delle operazioni e dei rapporti tra i soggetti coinvolti.

Durante la fase iniziale, il *financial advisor* conduce uno studio di fattibilità dell'operazione verificando i requisiti richiesti. Per di più, aiuta il management a scegliere il gruppo di consulenti, nel quale sono presenti il *global coordinator*, lo *sponsor* e il *listing partner*, favorendo la condizione finanziaria della società.

Durante la fase di quotazione, il *financial advisor* deve supportare la sottoscrizione dei documenti richiesti, gestire le relazioni tra azienda, Borsa Italiana e CONSOB, definendo il prezzo in collaborazione con il *global coordinator*.

3.4.5 La CONSOB

La CONSOB conduce un'attività di vigilanza durante il processo di quotazione, senza essere coinvolta nella gestione del processo stesso. La CONSOB deve salvaguardare il controllo e il rispetto dei regolamenti nei mercati, assicurando così la sicurezza dell'investitore.

Durante l'offerta pubblica iniziale, la CONSOB deve verificarne la correttezza, tramite l'esame del prospetto informativo anteriormente alla sua pubblicazione. Nel caso in cui quest'ultimo non soddisfi questi criteri, la CONSOB può sollecitare integrazioni o modifiche. Subito dopo queste modifiche, la CONSOB può emanare il nulla osta, assicurando la corretta continuazione della quotazione.

Capitolo quarto

Valutazione degli effetti apportati dai fondi di private equity e dalle IPO alle società target

4.1 Obiettivi ed elementi dell'analisi

Per quanto riguarda il quarto capitolo del progetto di tesi, quest'ultimo mira a valutare, tramite un case study, le effettive variazioni economico-finanziarie di diverse imprese con sede in Italia, successivamente all'ingresso di fondi di *private equity* in dieci di queste, oppure all'attuazione di offerte pubbliche iniziali da parte di altre dieci imprese. Per quanto riguarda le aziende finanziate dai fondi di *private equity* è fondamentale ricordare che l'analisi empirica viene svolta sul mercato italiano, il quale presenta tuttora una condizione di sviluppo e non stabilizzata. Infatti, riguardo a questa tematica, non sono presenti molti studi o analisi relative al settore del *private equity* italiano, soprattutto per quanto riguarda le ricerche sugli effetti degli investimenti sulle performance delle aziende prese in esame. Inoltre, esaminando diversi studi internazionali, si può notare come ci sia una netta preponderanza di analisi riguardanti il settore del *private equity* negli Stati Uniti. Tuttavia, pure per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, i *papers*, relativi agli impatti economici sugli investimenti svolti da fondi di *private equity*, si presentano in quantità molto limitate.

Per quanto riguarda il *private equity* nel continente europeo, la maggior parte degli studi fanno riferimento al mercato inglese, ovvero la porzione più grande all'interno del mercato dei *private equity* nel continente europeo, seguito da quello tedesco e francese.

In riferimento al mercato del *private equity* nella penisola italiana, gli unici studi che fanno riferimento a questa tipologia di mercato sono stati condotti da AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity*), PricewaterhouseCoopers (PWC) e dalla Banca d'Italia.

L'analisi presenta due campioni di dieci imprese ciascuno: il primo campione presenta dieci imprese in cui c'è stata un'operazione di investimento da parte di fondi esterni di

private equity nel 2020, con il quale si è rilevata una percentuale uguale o maggiore del 50% della proprietà di ogni impresa; mentre il secondo campione presenta dieci imprese che hanno effettuato una IPO nel 2020 sui vari mercati di Borsa Italiana. L'analisi ha come obiettivo quello di visualizzare le effettive variazioni economico-finanziarie nelle venti imprese, a seguito delle due diverse tipologie di operazione, che ci sono state tra il 2020 e il 2022, quindi, con un periodo intertemporale considerato di 3 anni. L'analisi non si pone come obiettivo quello di essere strettamente comparativa tra i due campioni, in quanto le aziende prese in considerazione non presentano le stesse caratteristiche in termini di: dimensione, posizione geografica, settore di riferimento e numero di dipendenti. Piuttosto, si vuole dimostrare che il rendimento positivo delle due forme di finanziamento per un'impresa, in termini economico-finanziari, risiede nelle caratteristiche interne di quest'ultima; in quanto, se l'azienda presenta delle dimensioni molto elevate, ma con un basso grado di specializzazione oppure opera in un settore molto consolidato, ad essa converrà optare per un finanziamento da parte di fondi di *private equity*. Mentre nel caso in cui l'impresa presenti dimensioni non eccessivamente ampie e un livello di specializzazione elevato nel settore di riferimento, ad essa converrà optare per una IPO. Questa particolarità è dovuta al fatto che gli investitori sui mercati borsistici odierni preferiscono investire in società di nicchia, le quali risultano essere quelle con i maggiori livelli di capitalizzazione e nelle quali le problematiche a livello manageriale e gestionale sono limitate, a differenza di società più grandi operanti in settori già consolidati. Infatti, riguardo alle problematiche gestionali e manageriali, i fondi di *private equity* risultano essere il miglior modo per superarle e ristrutturare il comparto societario delle imprese target.

A sostegno di ciò, verranno sviluppati dei grafici dove sarà possibile visualizzare la differenza degli andamenti tra i due campioni presi in esame, considerando gli stessi indici per entrambi i campioni.

L'analisi di questa ricerca si baserà sulle dimensioni e i *trend* del mercato dal punto di vista chi opera, tramite i dati su raccolta fondi, investimenti e tipologie delle operazioni svolte.

In riferimento a ciò verranno utilizzati sei parametri:

- 1) Fatturato
- 2) MOL

- 3) MOL/Ricavi
- 4) Cash Flow
- 5) Produttività media per addetto
- 6) Indice di indebitamento

Per quanto riguarda il campione che fa riferimento alle operazioni svolte dai fondi di *private equity*, va rimarcato che valutare l'influenza di quest'ultimi sulle aziende target per la creazione di valore è molto complicato, a causa della scarsa presenza di informazioni e strumenti appropriati a questo proposito. La motivazione principale di questa difficoltà risiede soprattutto nel fatto che le aziende non sono quotate in borsa (come quelle del secondo campione), dando accesso a quantità limitate di dati. Per quanto riguarda la scelta delle imprese target che hanno effettuato una IPO nel 2020, la ricerca è stata molto più agevolata, in quanto sono state consultate sul database di Borsa Italiana, dove sono presenti tutte le imprese che hanno effettuato un IPO nel 2020.

Il case study si basa fondamentalmente sui dati economico-finanziari reperiti dai bilanci annuali delle aziende prese in esame, raccolti nel database AbbreviaX. Inoltre, è doveroso delineare il fatto che i bilanci non riflettano in maniera esaustiva la vera situazione economica delle imprese, specialmente nell'ambito italiano. Nonostante ciò, ai fini della buona riuscita del progetto, l'esaminazione dei bilanci si dimostra il solo ed unico mezzo a disposizione per poter valutare la situazione finanziaria e la performance di un'azienda.

4.2 Criteri di selezione dei campioni presi in esame

Per quanto riguarda il campione di imprese soggette ad operazioni di *private equity*, per lo svolgimento della ricerca in maniera attendibile, è stata utilizzato il database *Private Equity Monitor (PEM)* come fonte principale per la selezione del campione di imprese target degli investitori. Quest'ultimo procura ogni anno tutte le operazioni di *expansion*, *buy out*, *replacement* e *turnaround* effettuate in Italia durante l'anno precedente alla pubblicazione.

Il campione preso in considerazione fa riferimento a 10 società nelle quali sono state vendute una porzione maggiore o uguale al 50% delle quote a diversi fondi di *private equity* nel 2020. Quest'ultimo è stato scelto in questa maniera in quanto, tramite un possesso superiore al 50% delle quote societarie, si può definire chi detiene la

maggior parte del potere aziendale. La scelta delle diverse imprese, nonostante il numero limitato, ha cercato di estendere la ricerca a tutte le diverse aree italiane, trovando tre diverse operazioni di *private equity* fatte nell'area del centro-sud Italia. Inoltre, oltre alla tematica geografica, un altro elemento degno di nota è sicuramente il settore di riferimento delle società acquisite, le quali fanno riferimento a sette settori differenti. Infine, si è cercato di scegliere le imprese con più classi possibili di dipendenti, andando così a creare quattro diversi gruppi. Successivamente, si può visualizzare le diverse aziende target nella tabella 4.1, la quale presenta le informazioni relative a:

- Azienda target.
- *Private equity* di riferimento.
- Percentuale quote acquisite dal fondo d'investimento.
- Tipologia di operazione svolta dal fondo d'investimento.
- Posizione geografica dell'azienda target.
- Settore di riferimento dell'azienda target.
- Numero di dipendenti dell'azienda target.

Tabella 4.1: Società target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020 e descrizione

Aziende Acquisite	Private Equity	Percentuale quote acquisite	Tipologia operazione	Area geografica azienda acquisita	Settore azienda acquisita	Dipendenti nel 2020
Alpha Test	White Bridge Investments	80%	Buy-out	Lombardia	Other professional and social services	38
AS Roma	The Friedkin Group	87%	Buy-out	Lazio	Leisure	406

Arag Group	Capvis	100%	Buy-out	Emilia-Romagna	Industrial products	303
Namirial	Ambienta SGR	70%	Buy-out	Marche	ICT	475
Compagnia Ferroviaria Italiana	F2i SGR	93%	Buy-out	Lazio	Food and beverage	194
GCDS	Quadrivio Group	>50%	Buy-out	Lombardia	Consumer goods	24
Golden Goose	Permira	100%	Expansion	Lombardia	Consumer goods	183
Ingino	Dea Capital	54%	Buy-out	Campania	Food and beverage	124
Permasteelis a Group	Atlas Holding	100%	Buy-out	Veneto	Construction	5370
Hig Capital	Hig Capital	70%	Buy-out	Lombardia	ICT	231

Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020)

Per quanto riguarda il campione delle 10 imprese che hanno effettuato una IPO nel 2020, è stato utilizzato il database delle IPO di Borsa Italiana del 2020 come fonte principale del campione delle imprese quotate.

La scelta delle diverse imprese ha cercato di estendersi su tutto il territorio italiano, passando dalla Lombardia al Lazio. Inoltre, oltre alla tematica geografica, un altro elemento degno di nota è sicuramente il settore di riferimento delle società acquisite, le quali fanno riferimento a sei settori differenti. Infine, si è cercato di scegliere le imprese con più classi possibili di dipendenti, andando così a creare tre diversi gruppi. Successivamente, si può visualizzare le diverse aziende target nella tabella 4.1, la quale presenta le informazioni relative a:

- Società quotata.
- Mercato di quotazione.
- Area geografica di riferimento della società quotata.
- Settore di riferimento della società quotata.
- Numero di dipendenti della società quotata.

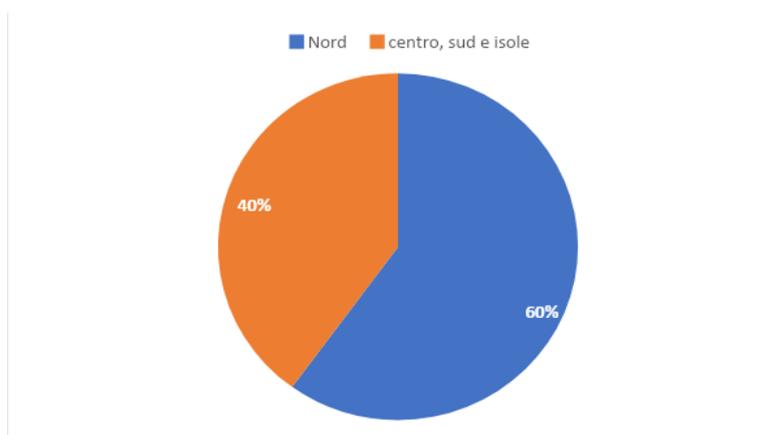
Tabella 4.2: Società target che hanno presentato una IPO nel 2020 e descrizione

Società quotata	Mercato di quotazione	Area geografica di riferimento	Settore di riferimento aziendale	Numero di dipendenti
Sicit Spa	Euronext	Veneto	Industrial products	134
Neodecortech	Euronext	Lombardia	Industrial products	234
Sourcesense	Euronext Growth	Lazio	ICT	42
Cy4gate Spa	Euronext Growth	Lazio	ICT	78
Reti Spa	Euronext Growth	Lombardia	It consulting	325
Fenix entertainment	Euronext Growth	Lazio	Intrattenimento	101
LABOMAR	Euronext Growth	Veneto	farmaceutico	223
Tecma solutions Spa	Euronext Growth	Lombardia	Immobiliare	103
Trendevice	Euronext Growth	Lombardia	ICT	27
Pharmanutra	Euronext	Toscana	farmaceutico	38

Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020)

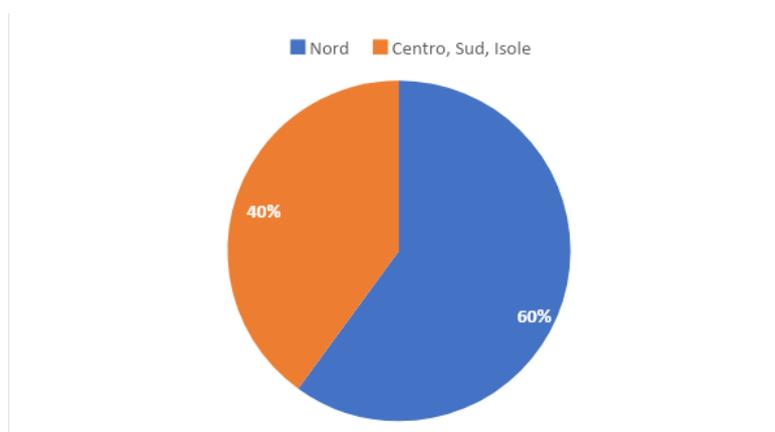
Con riferimento a quanto detto precedentemente e a quanto esposto nelle due tabelle, si può notare che i due campioni presentano la stessa porzione di aziende nel nord Italia, ovvero pari al 60% dei campioni totali, con il restante 40% presente nel centro, sud Italia o nelle isole.

Figura 4.1: Distribuzione geografica, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020)

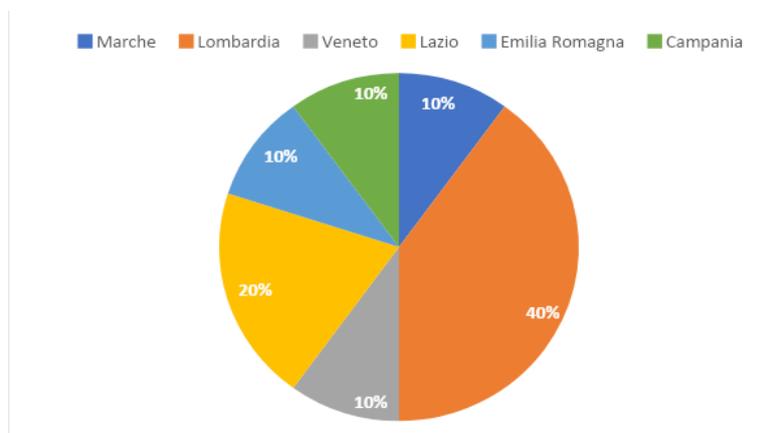
Figura 4.2: Distribuzione geografica, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020)

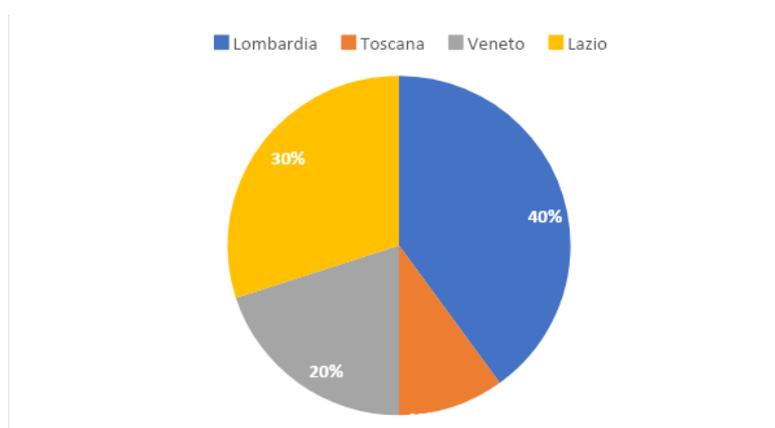
Successivamente dalle figure 4.3 e 4.4 si possono visualizzare in maniera ancora più precisa la posizione geografica delle diverse imprese, grazie alla divisione per regione. Si può notare che nel primo campione il 40% fa riferimento ad aziende target lombarde, in contrasto ad un 20% di aziende target laziali e per il resto del campione una equa distribuzione tra Veneto, Emilia-Romagna, Campania e Marche. Mentre, per quanto riguarda il campione contenente le imprese quotate sui mercati borsistici italiani nel 2020, dalla figura 4.4 si può notare che anche in questo caso il 40% del campione fa riferimento ad aziende lombarde, in contrasto ad un 30% di aziende laziali e ad un 20% di aziende venete, infine, l'ultimo 10% è rappresentato da un'azienda toscana.

Figura 4.3: Distribuzione per regione, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020)

Figura 4.4: Distribuzione per regione, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



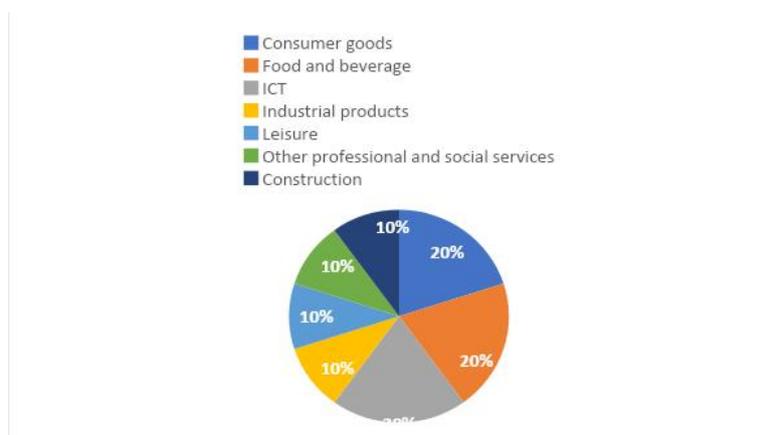
Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020)

In seguito, per quanto riguarda i diversi settori di appartenenza delle aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020, dalla figura 4.5 si nota che le società che operano nei settori *ICT*, *food and beverage* e *consumer goods* rappresentano il 60% del campione analizzato, con una porzione pari al 20% per tutte e

tre. Mentre la restante parte delle aziende, esse operano nei settori *leisure*, *construction*, *industrial products* e *other professional and social services*, tutte e 4 con una porzione del 10% del totale analizzato.

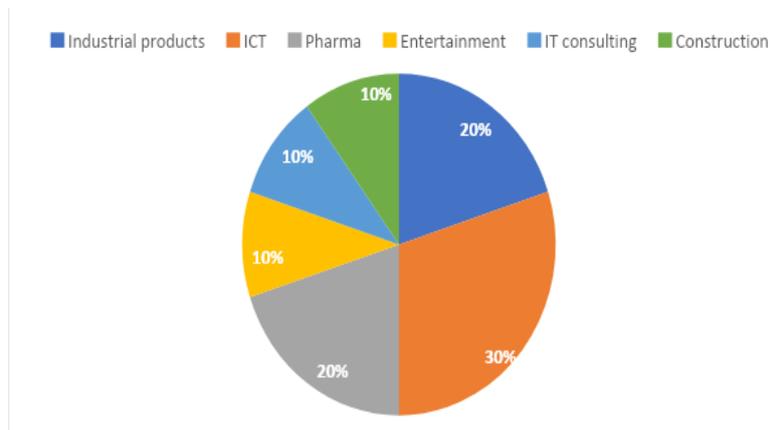
In seguito, per quanto riguarda i diversi settori di appartenenza delle imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, dalla figura 4.6 si nota che le società di intrattenimento, *IT consulting* e immobiliare rappresentano il 30% del campione analizzato, con una porzione pari al 10% per tutte e 3. Mentre il 40% del campione è rappresentato dai prodotti industriali e il settore farmaceutico, con entrambi i settori pari al 20%. Infine, il restante 30% è rappresentato da imprese che operano nel settore *ICT*.

Figura 4.5: Settori di appartenenza, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020)

Figura 4.6: Settori di appartenenza, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020

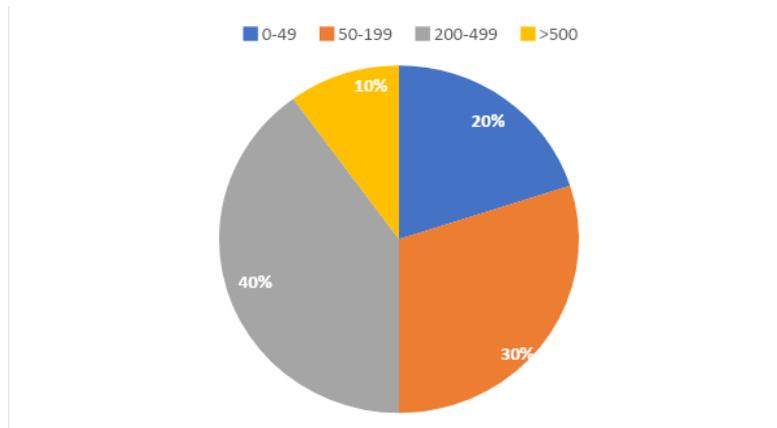


Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020)

Infine, per quanto riguarda le diverse classi di dipendenti, il campione che fa riferimento ad aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020, esso presenta una prevalenza di aziende target con un numero di dipendenti tra i 200 e i 499, che va a formare il 40% del campione. Mentre la seconda porzione più grande, la quale forma il 30% del totale, è data dalla classe tra i 50 e i 199 dipendenti. Successivamente si presenta una porzione pari al 20% riguardante le società tra 0 e i 49 dipendenti e, infine, il restante 10% viene rappresentato dalla porzione di aziende con un numero maggiore di 500 dipendenti.

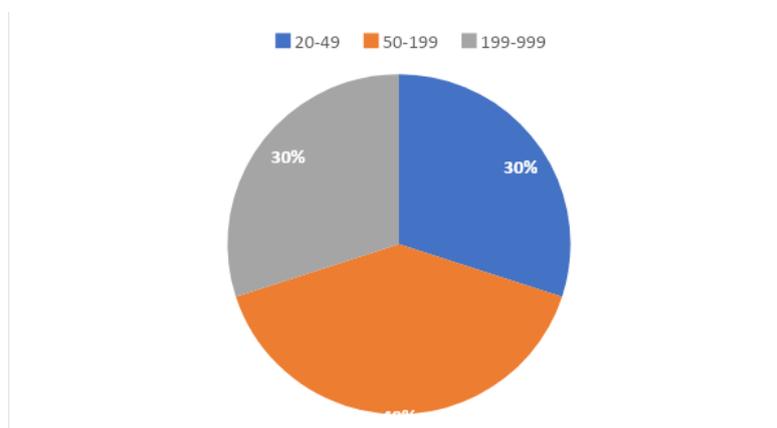
Per quanto riguarda il campione che fa riferimento alle imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, esso presenta una prevalenza di aziende target con un numero di dipendenti tra i 50 e i 199, che va a formare il 40% del campione. Mentre la seconda porzione più grande, la quale forma il 60% del totale, è data dalla classe tra i 20 e i 49 dipendenti e la classe tra i 199-999, con entrambe che formano rispettivamente il 30% ciascuna.

Figura 4.7: Distribuzione per classi di dipendenti, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020)

Figura 4.8: Distribuzione per classi di dipendenti, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020)

4.3 Valutazione di performance

Come già detto in precedenza l'analisi svolta si basa su, essenzialmente, sei indicatori di performance, ovvero, Fatturato, MOL, MOL/ricavi, Cash Flow, produttività media per addetto e indice di indebitamento. L'analisi mira a definire l'andamento dei sei diversi indicatori dal 2020 (momento di acquisizione delle quote da parte dei fondi di *private equity* e attuazione dell'offerta pubblica iniziale) al 2022. La scelta di partire dall'anno 2020 si basa su due motivazioni fondamentali:

- 1) Le aziende, soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* oppure che hanno presentato una IPO, in quest'annata presentano degli andamenti degli indicatori di bilancio più che positivi: Infatti, nonostante l'impatto della pandemia COVID-19, si è riusciti ad ottenere e mantenere una forte posizione economico-finanziaria.
- 2) La maggior parte dei database contiene informazioni relative agli anni più recenti, e di conseguenza, le informazioni precedenti al 2020 sono molto limitate.

Per sviluppare l'analisi, si è utilizzato la stessa tipologia di metodo per tutti e sei gli indicatori, ovvero la valutazione della prestazione nel corso del tempo. Questo è stato reso possibile tramite l'utilizzo della formula del tasso di crescita.

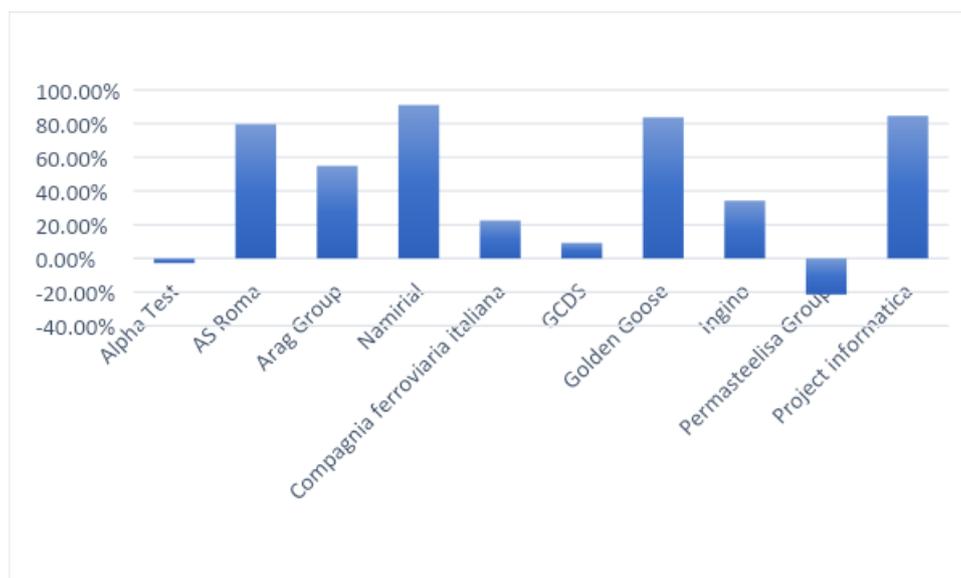
$$\text{Tasso di crescita: } g_t = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

4.3.1 Fatturato

Il primo indice di performance considerato è il fatturato, ovvero, l'ammontare complessivo dei ricavi, provenienti dalla vendita di beni prodotti e/o da prestazioni di servizi, conseguiti durante l'esercizio contabile da un'azienda. L'analisi mostra come nel caso del campione che fa riferimento ad aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020, la maggior parte delle imprese target siano riuscite ad avere un incremento del fatturato tra il 2020 e il 2022, dopo l'ingresso di questi fondi. Infatti, emerge il + 91,27% di Namirial, il +83,9% di Golden Goose, il +79,77% dell'AS Roma e il +84,74% di Project Informatica. Nonostante le crescite esponenziali, sono

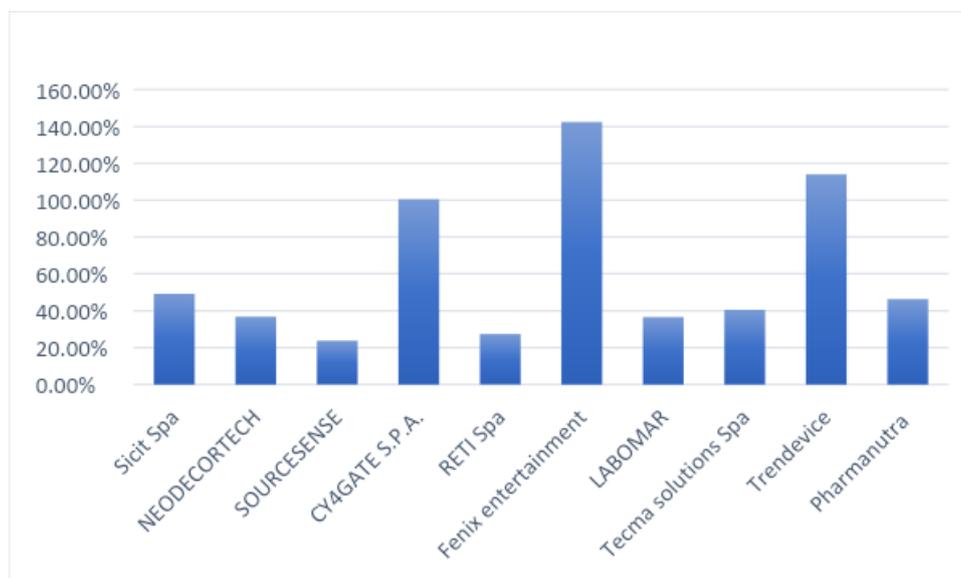
presenti anche delle decrescite da parte di Alpha test con -2,82% e di Permasteelisa Group con -21,49%. Infine, si può definire che a seguito dell'ingresso dei fondi di *private equity* si è registrata una crescita media pari a +43,63% tra le imprese analizzate nel campione. Per quanto riguarda il campione che fa riferimento alle imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, si nota come esse siano riuscite ad avere un incremento del fatturato medio tra il 2020 e il 2022 maggiore rispetto a quelle dell'altro campione. Infatti, si può notare che a seguito delle IPO si è registrata una crescita media pari a +61,75% tra le imprese analizzate nel campione. Inoltre, emergono i risultati travolgenti relativi a: il +142,49% di Fenix entertainment, il +113,95% di Trendevice e il +100,62% dell'Cy4gate Spa.

Figura 4.9: Andamento fatturato 2020-2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati *Private equity monitor*, (2020-2022)

Figura 4.10: Andamento fatturato 2020-2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

4.3.2 Margine operativo lordo

Il secondo indice di riferimento è rappresentato dal MOL (Margine operativo lordo), il quale rappresenta un indicatore della redditività, ovvero il reddito di un'azienda, considerando solamente la sua gestione operativa, senza la presenza di interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti.²¹ La scelta del MOL come indicatore di performance è dovuta al fatto che quest'ultimo permette di capire se l'azienda sarà in grado di creare *cash flow* positivi, così da poter ripagare i debiti. Infatti, tramite il MOL si può constatare il livello di salute di un'impresa e l'eventualità che quest'ultima generi ricchezza in futuro. La formula precisa del MOL si ricava dividendo l'utile lordo per il ricavo lordo.

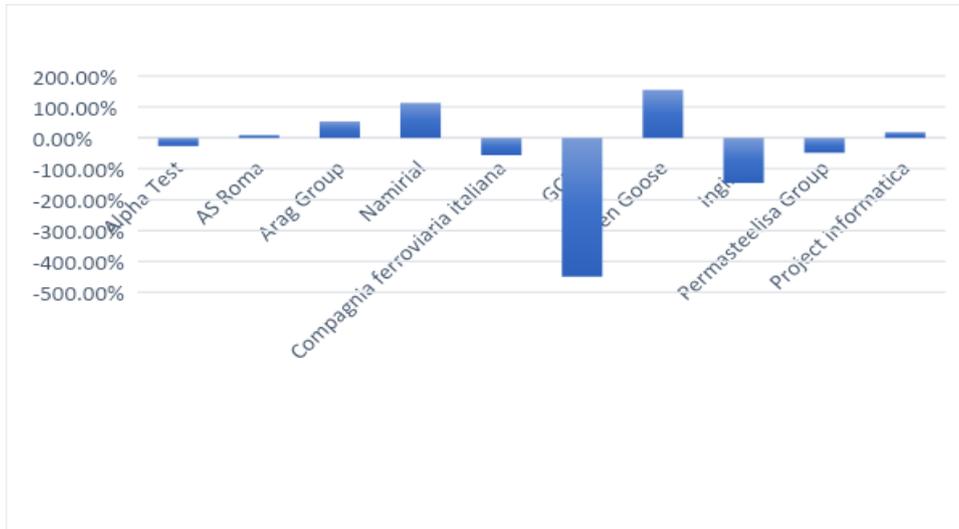
$$MOL = \frac{UTILE LORDO}{RICAVO LORDO}$$

²¹ Business Coaching Italia, Il Margine Operativo Lordo: cos'è, come si calcola e quali sono i vantaggi del MOL, 11 dicembre 2023

I dati relativi all'andamento del MOL tra il 2020 e il 2022 dimostrano come ci sia stata una decrescita comune tra le diverse imprese prese in esame nel campione relativo ad aziende target soggette ad investimenti da parte di *private equity* nel 2020, come ad esempio Alpha Test con -26,58%, Compagnia Ferroviaria con -56,1%, GCDS con -450,02%, Ingino con -146,15% e Permasteelisa Group con -48,29%. Nonostante le diverse decrescite sono presenti anche diversi rialzi come quelli di AS Roma con +9,45%, Namirial con +113,56% e Golden Goose con +155,82%. Malgrado le ultime crescite citate, la decrescita media tra le imprese analizzate nel campione è pari a -37,65%.

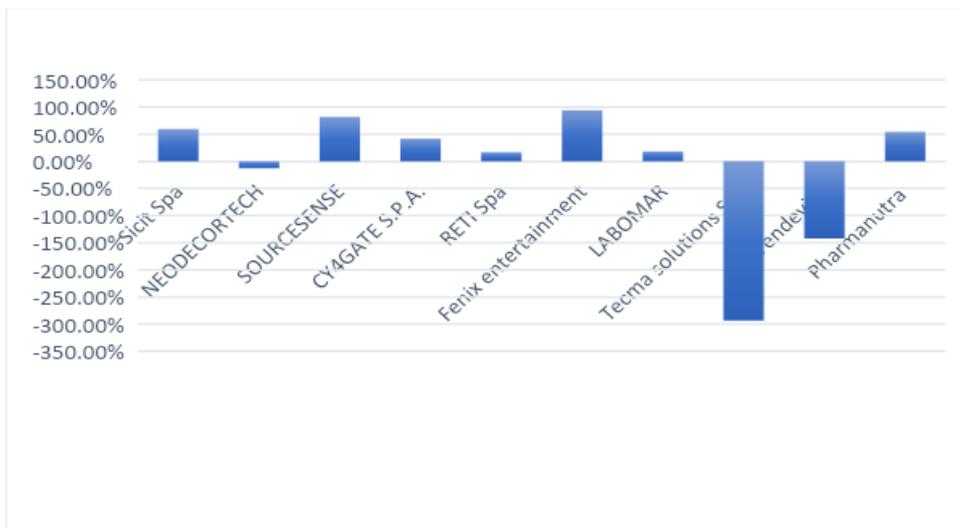
Mentre, riguardo al campione che fa riferimento alle imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, i dati relativi all'andamento del MOL tra il 2020 e il 2022 dimostrano come ci sia stato un andamento eterogeneo tra le diverse imprese prese in esame. Infatti, nonostante i valori negativi pari a -12,77% per Neodecortech, -293,04% per Tecma Solutions Spa e -142,13% per Trendevice, sono presenti anche diversi aumenti, tra cui vengono messi in risalto quelli di Sicit Spa con +59,55%, Sourcesense con +81,92%, Fenix entertainment con +94,20% e Pharmanatura con +54,35%. Infine, si può definire che a seguito delle IPO, nonostante le varie crescite si è registrata una decrescita media pari a -8,10% tra le imprese analizzate nel campione, e di conseguenza minore rispetto al campione precedente.

Figura 4.11: Andamento MOL 2020-2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020-2022)

Figura 4.12: Andamento MOL 2020-2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



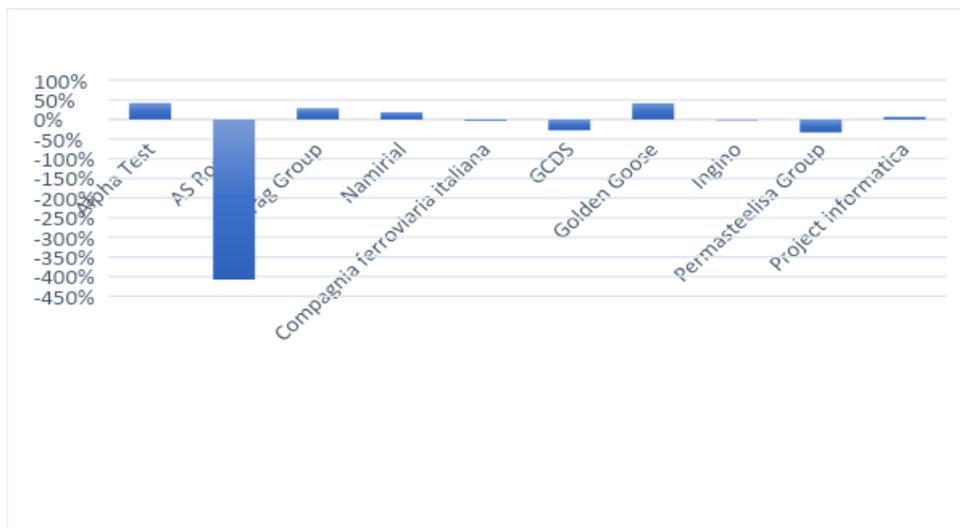
Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

4.3.3 MOL/Ricavi delle vendite

Per avere una visione chiara della redditività corrente, si è deciso di utilizzare il rapporto MOL/Ricavi delle vendite, ovvero un indicatore del margine di guadagno per ogni unità di fatturato. Quest'ultimo è stato utilizzato solamente sull'anno 2022, così da avere una visione chiara dell'indice dopo tre anni di investimenti compiuti dai fondi di *private equity* nelle aziende target del primo campione e dopo tre anni dalla data della IPO per il secondo campione. I dati relativi al rapporto MOL/Ricavi delle vendite, per le diverse imprese prese in esame nel campione relativo ad aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020, mostrano come solamente Alpha Test con +42,23%, Arag Group con +29,46% e Golden Goose con +41,07% presentino dei valori molto elevati. Mentre siano presenti i valori negativi di Compagnia Ferroviaria Italiana con -3,01%, GCDS con -28,76%, Permasteelisa Group con -33,12%, e infine, con un valore fortemente negativo è presente AS Roma con -408,26%. Nonostante i valori positivi citati all'inizio del paragrafo, la media del campione complessiva del rapporto MOL/Ricavi è pari a -33%.

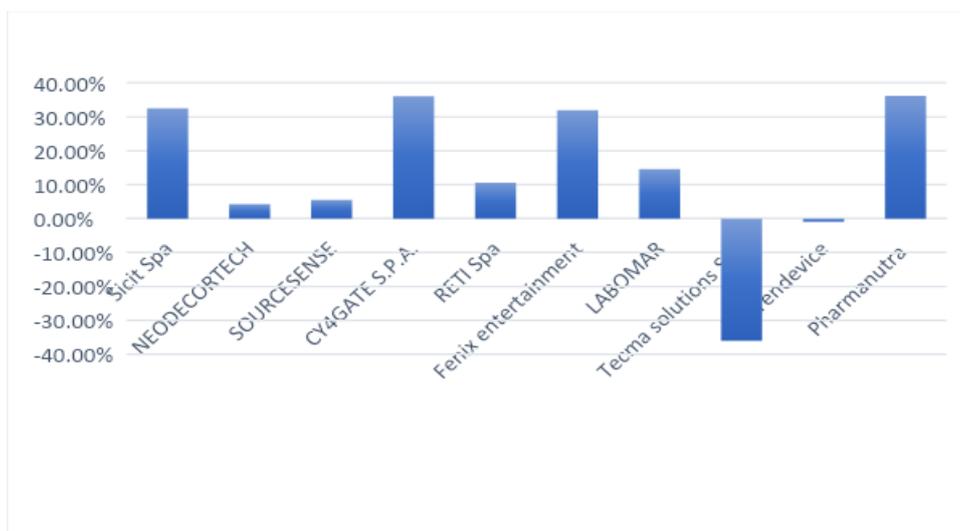
Mentre, riguardo ai dati relativi al rapporto MOL/Ricavi delle vendite, relative alle imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, essi mostrano come i valori siano tendenzialmente positivi, e con dei punteggi molto elevati per Sicit Spa con +32,48%, Cy4gate Spa con +36,12% e Pharmanatura con +36,19%. Inoltre, sono presenti due valori negativi di Tecma Solutions Spa con -36,00% e -0,91% di Trendevice. Nonostante i due valori negativi, la media del campione complessiva del rapporto MOL/Ricavi è positiva e pari a +13,49%, con un andamento decisamente migliore rispetto al primo campione.

Figura 4.13: Rapporto MOL/Ricavi delle vendite 2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020-2022)

Figura 4.14: Rapporto MOL/Ricavi 2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



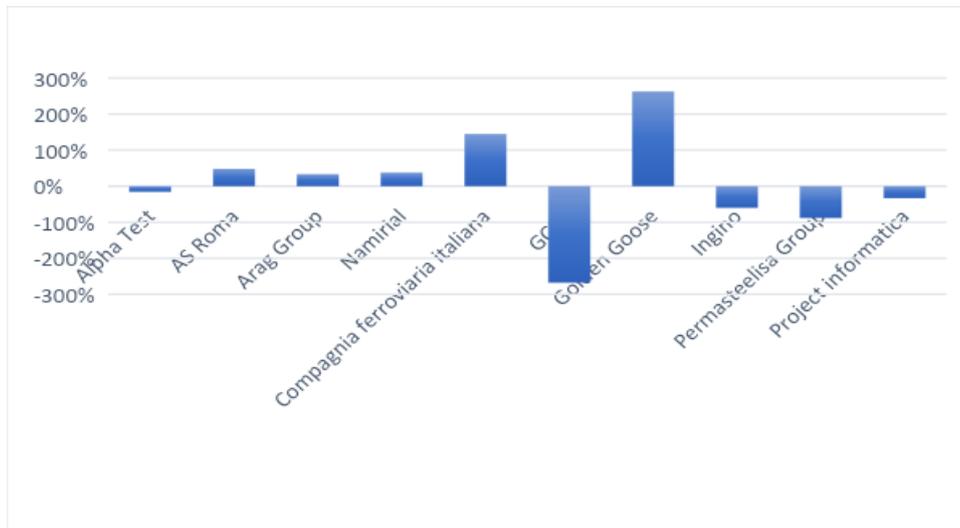
Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

4.3.4 Cash flow

Per visualizzare le variazioni annuali, positive o negative della liquidità delle aziende prese in esame, si è utilizzato come strumento il *cash flow*. Quest'ultimo è stato stimato in termini di variazioni tra l'anno 2020 e 2022, mostrando un andamento eterogeneo all'interno del campione, relativo alle aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020. Infatti, nonostante i valori fortemente in crescita di AS Roma con +48,06%, Arag Group con +34,22%, Namirial con +38,12%, Compagnia Ferroviaria Italiana con +145,46% e Golden Goose con +263,32%, sono presenti i valori chiaramente negativi di Alpha Test con -16,01%, GCDS con -268,84%, Ingino con -60,78%, Permasteelisa Group con -88,09% e Project Informatica con -33,81%. Infatti, essendo presenti esattamente cinque imprese con andamenti positivi e cinque con andamenti negativi, la media dell'andamento totale del campione è in leggera crescita del 6%.

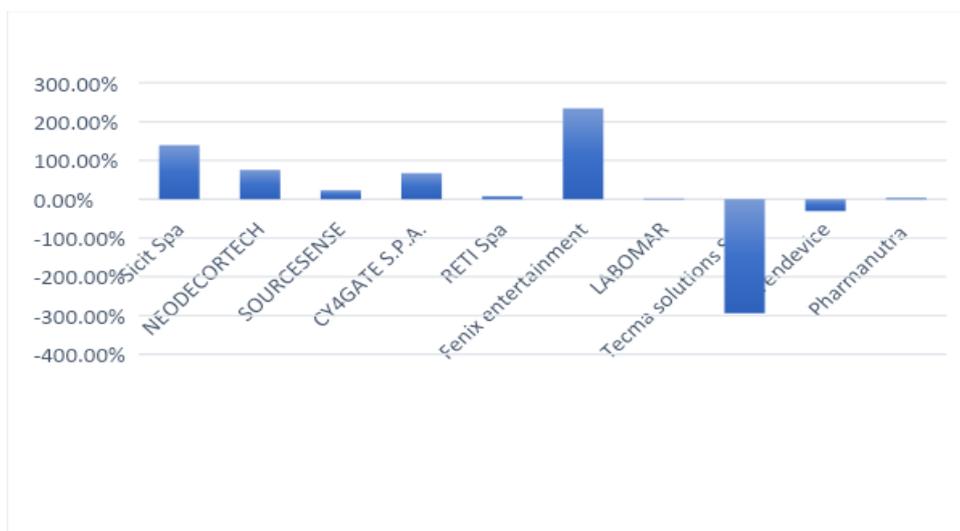
Per quanto riguarda il campione che fa riferimento ad imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, si nota un andamento crescente all'interno del campione. Infatti, tra i valori positivi, ci sono quelli in forte crescita di SICIT Spa con +139,57% e +234,52% di Fenix entertainment. Nonostante l'andamento medio positivo sono presenti dei valori negativi per quanto riguarda Tecma Solutions Spa con -294,39% e Trendevice con -30,60%. Nonostante questi ultimi due valori l'andamento medio si assesta sul +22,89% di media per il campione, superando la media del campione precedente.

Figura 4.15: Andamento Cash flow 2020-2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020-2022)

Figura 4.16: Andamento Cash flow 2020-2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

4.3.5 Produttività media per addetto

Per rendere i dati delle figure 4.7 e 4.8, relativi alle classi di numeri di dipendenti per ogni impresa, economicamente e finanziariamente rilevanti, si è voluto andare a calcolare come indice la produttività media per addetto. Quest'ultimo è un indicatore che rappresenta il valore medio che ogni dipendente genera in termini di ricavi ed è dato dal rapporto tra fatturato netto e numero di dipendenti dell'impresa.²²

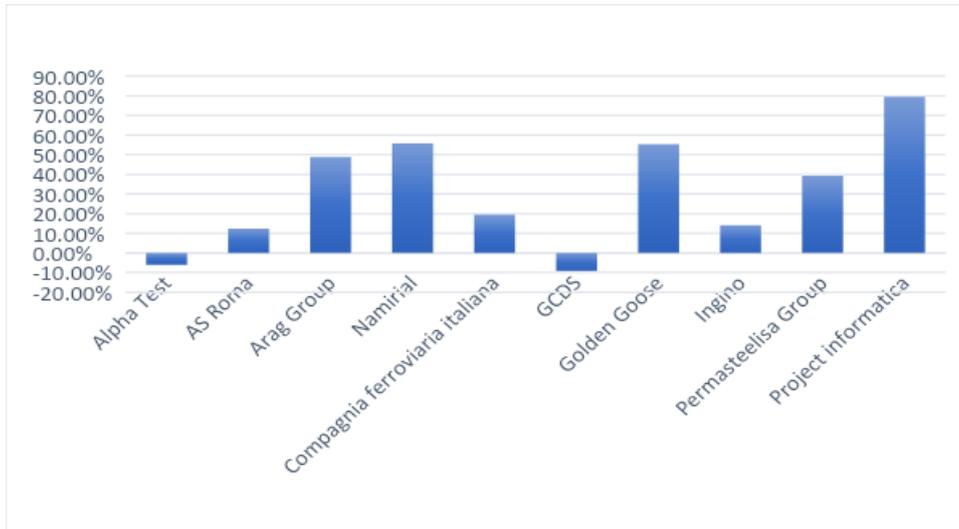
$$PRODUTTIVITA' MEDIA PER ADDETTO = \frac{FATTURATO NETTO}{NUMERO DI DIPENDENTI}$$

Per quanto riguarda le aziende del campione, relativo alle aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020, prese in considerazione, si può notare come otto aziende su dieci abbiano portato un incremento positivo della produttività media per addetto tra il 2020 e il 2022. Tra questi andamenti crescenti, i più eclatanti sono sicuramente rappresentati dal +48,81% di Arag Group, +55,79% di Namirial, +55,42% di Golden Goose, +39,35% di Permasteelisa Group e il +79,58% di Project Informatica. Nonostante la tendenza nettamente positiva, sono presenti anche due aziende in recessione, ovvero, Alpha Test con -6,11% e GCDS con -9,19%. Nonostante gli ultimi due valori negativi, la media della produttività per addetto dell'intero campione è nettamente positiva, ovvero, riporta una crescita totale del +30,96%.

Per quanto concerne, invece, le aziende del campione che fa riferimento ad imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, si può notare come tutte le aziende abbiano portato un incremento positivo della produttività media per addetto tra il 2020 e il 2022. Tra questi andamenti crescenti, i più evidenti sono sicuramente rappresentati dal +138,58% di Fenix entertainment, +92,71% di Cy4gate Spa e +79,40% di Trendevice. La media della produttività per addetto dell'intero campione è nettamente positiva; infatti, si riporta una crescita totale del +51,70%, quindi, superiore a quella del campione precedente.

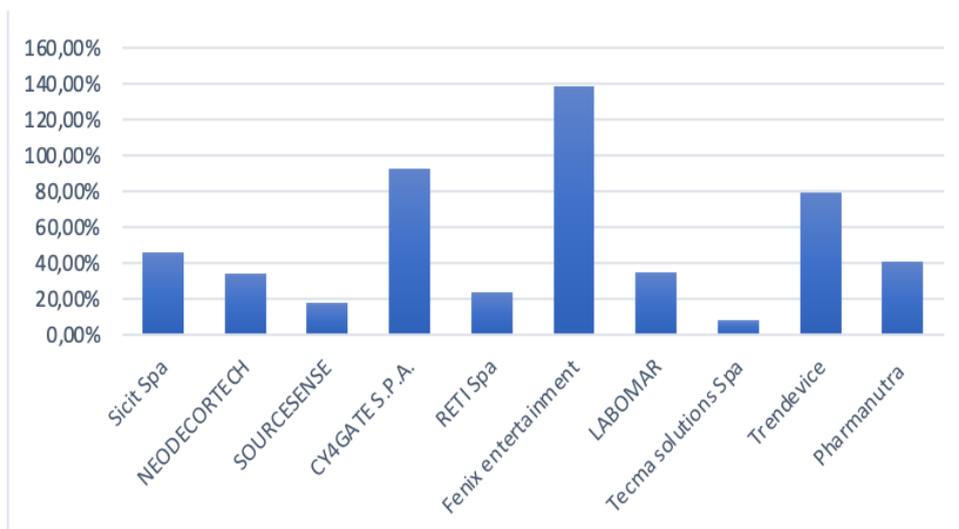
²² Fortezza Dottori Commercialisti Milano, Rapporto di indebitamento debt to equity ratio, 28 febbraio 2023

Figura 4.17: Andamento produttività media per addetto 2020-2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020-2022)

Figura 4.18: Andamento produttività media per addetto 2020-2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

4.3.6 Indice di indebitamento

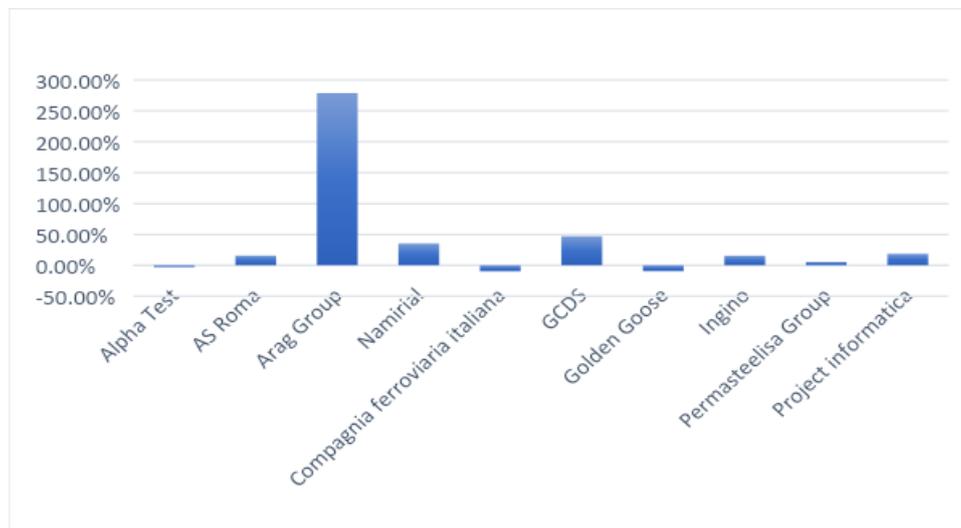
Infine, tramite l'ultimo indicatore di performance selezionato, ovvero l'indice di indebitamento, si può notare un ricorso alla leva finanziaria generale. Il grado di indebitamento di un'azienda viene calcolato dividendo il debito totale per il patrimonio totale dell'azienda.

$$INDICE DI INDEBITAMENTO = \frac{DEBITO TOTALE}{PATRIMONIO NETTO}$$

Come si può notare nella figura 4.19, tra il 2020 e il 2022, i valori dell'indice di indebitamento hanno subito in generale un aumento nel campione relativo alle aziende target soggette ad investimenti da parte di fondi di *private equity* nel 2020. Infatti, sono presenti valori positivi per AS Roma con +15,58%, Namirial con +35,28%, GCDS con +47,00%, Ingino con +15,38%, Permasteelisa Group con +5,32%, Project Informatica con +18,71% e, infine, l'eclatante +279,1% di Arag Group. Nonostante ciò, sono presenti dei valori negativi per Golden Goose con -9,58% e Alpha Test con -2,90%. Visualizzando l'indice di indebitamento medio tra le imprese target, si può notare un aumento pari a +39,41% tra le imprese selezionate nel campione.

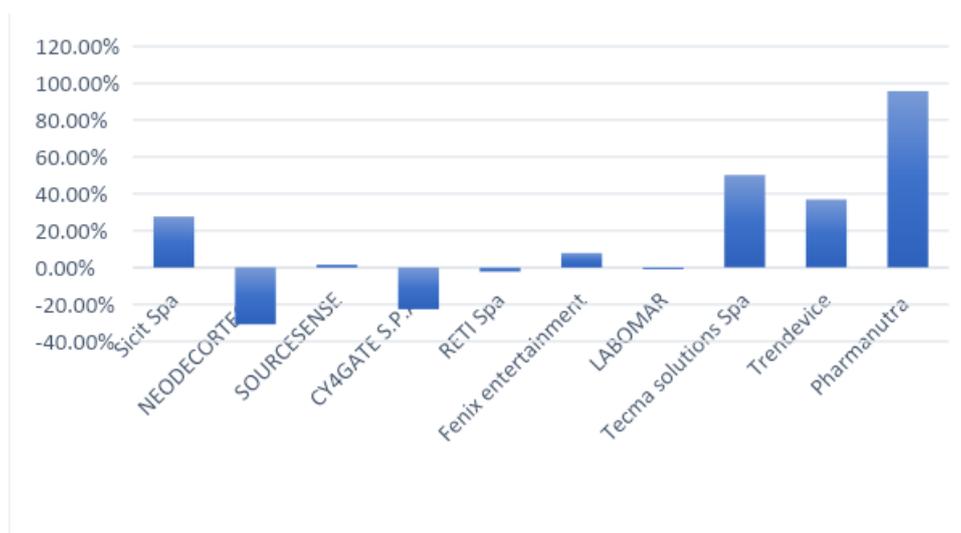
Per quanto riguarda le aziende che fanno riferimento ad imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020, si può notare dalla figura 4.20 che anche in questo caso, tra il 2020 e il 2022, i valori dell'indice di indebitamento hanno subito in generale un aumento. Infatti, sono presenti valori elevati per Pharmanatura con +95,62%, Trendevice con +36,85% e Tecma Solutiuons Spa con +50,11. Nonostante ciò, sono presenti dei valori negativi per Neodecortech con -30,77%, Cy4gate con -22,64% e Labomar con -0,86%. Visualizzando l'indice di indebitamento medio tra le imprese target del campione, si può notare un aumento medio pari a +16,32% tra le imprese selezionate nel campione, e di conseguenza minore rispetto al campione precedente.

Figura 4.19: Andamento indice di indebitamento 2020-2022, imprese target soggette ad investimenti da parte di fondi di private equity nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Private equity monitor, (2020-2022)

Figura 4.20: Andamento indice di indebitamento 2020-2022, imprese target che hanno presentato una IPO nel 2020



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana, (2020-2022)

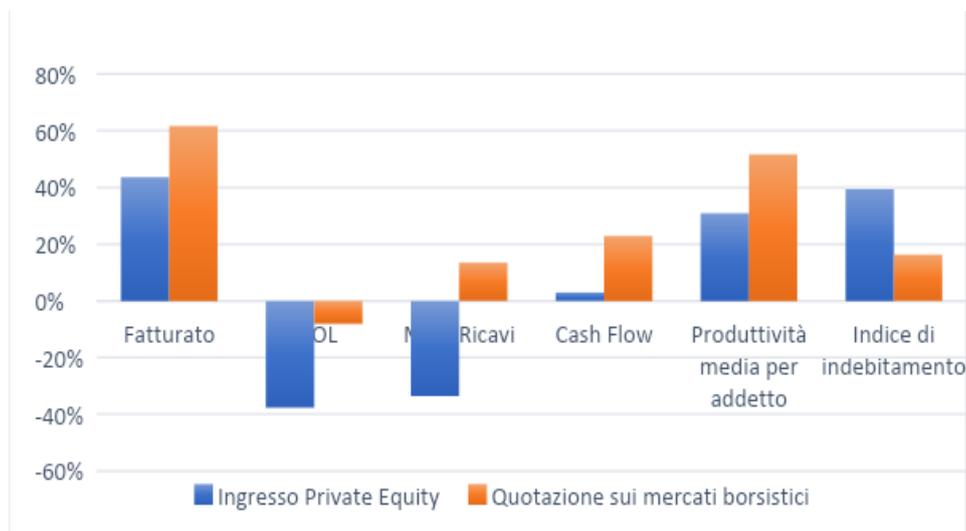
Conclusione

Le PMI italiane, nei recenti periodi di crisi finanziaria, hanno mostrato un problema generale, ovvero la sottocapitalizzazione. Il capitale di rischio rappresenta una risorsa fondamentale sia dal punto di vista produttivo che da quello della crescita, e data la lunga e pernicioso crisi di liquidità e difficoltà nell'ottenimento dei finanziamenti a costi favorevoli, il *private equity* e la quotazione su un mercato borsistico rappresentano un aiuto cruciale per le imprese italiane.

L'obiettivo della tesi era quello di comparare i risultati ottenuti dalle due analisi svolte, ovvero, visualizzare quale delle due modalità di finanziamento portasse le imprese ad ottenere nell'arco di tre anni a dei risultati migliori per i sei indici considerati. Ovviamente, la comparazione tra le due analisi non si pone di essere un'analisi comparativa stretta, per il fatto che le imprese considerate nei due campioni presentano dimensioni, numero di dipendenti, settori di appartenenza e aree geografiche di riferimento diverse tra loro. Nonostante ciò, le caratteristiche dei due campioni considerati, pur non potendole considerare come intercambiabili, presentano delle caratteristiche abbastanza affini tra loro, in termini di settori di riferimento e classi di dipendenti. Di conseguenza, sono stati esaminati i reali effetti economici e finanziari delle imprese dopo la quotazione in Borsa e dopo l'ingresso dei fondi di *private equity*, riuscendo ad ottenere un quadro generale sui benefici o danni apportati da queste due misure adottate.

Dal punto di vista prettamente numerico, come si può notare dalla figura conclusiva, gli indicatori di performance mostrano come i numeri di tutti e sei gli indici considerati siano migliori nel caso delle imprese quotate, con l'indice di indebitamento più alto nel caso delle imprese con gli investimenti dei *private equity*, il che rappresenta un elevato ricorso alla leva finanziaria di queste tipologie di operazione.

Figura conclusiva: Comparazione indici considerati nelle analisi del quarto capitolo



Fonte: elaborazione personale dati Borsa Italiana (2020-2022)

Considerando l'analisi solamente da quest'ultimo punto di vista, essa verterebbe sulla conclusione che per una PMI sia una scelta preferibile ricorrere alla quotazione su un mercato borsistico, ma ciò non spiegherebbe il continuo aumento delle operazioni di *private equity* sul mercato italiano e il declino delle quotazioni. Infatti, nel 2020 sono state registrate 326 operazioni di investimento di *venture capital* e *private equity* con una tendenza crescente negli anni successivi, al contrario delle sole 22 IPO svolte nel 2020 su AIM Italia. La motivazione, di questi numeri non risiede solamente nella tassa che deve pagare la società per potersi quotare in borsa, ma si collega di più ad un concetto puramente gestionale delle imprese. Infatti, il vero punto di forza dei *private equity* risulta essere il supporto strategico e l'*expertise manageriale* che viene introdotto all'interno dell'impresa target. Questi fondi riescono ad implementare all'interno delle imprese una mentalità di investimenti a lungo termine, con l'ottica di migliorare la loro posizione competitiva, tramite l'espansione in nuovi mercati, il lancio di nuovi prodotti e l'ottimizzazione delle operazioni esistenti. Inoltre, è fondamentale il *know-how* che viene importato all'interno dell'impresa da parte di questi fondi, in quanto quest'ultimi dispongono di squadre di professionisti con vasta esperienza in vari settori e funzioni

aziendali. Tramite queste tipologie di abilità che vengono apportate all'interno dell'impresa, la gestione della società diventa più efficace, portando ad una riduzione dei costi e una produttività più efficiente, aumentando i margini di profitto. Nonostante ciò, i numeri delle quotazioni rimangono nettamente superiori e si può concludere, che nel caso in cui un'impresa disponga di tutto il *know-how* necessario alla crescita a lungo termine, che nella maggior parte dei casi viene apportato tramite l'ingresso di fondi d'investimento, essa può, optando per un'IPO, ottenere dei margini di profitto elevati. Inoltre, l'alta specializzazione nei settori di riferimento per le società quotate è l'elemento chiave per l'ottenimento dei finanziamenti sui vari mercati borsistici, in quanto questa è la caratteristica che suscita attrazione da parte degli investitori pubblici. Infatti, delle 22 società che hanno presentato una IPO nel 2020 su AIM Italia, pur rivolgendosi a settori differenti, si può notare come la maggior parte di esse presentino un'alta specializzazione nel campo *tech* oppure *pharma*. Questo, significa che oggi giorno gli investitori sui mercati borsistici ritengono questi due settori molto appetibili e ad alto potenziale, e di conseguenza, le aziende che riescono ad essere altamente specializzate in ciò, risultano essere le preferite dagli investitori istituzionali.

Bibliografia

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 2012, reperibile all'indirizzo:

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=91s9Y23326a852g6235414Ww45v373>

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 2023, reperibile all'indirizzo:

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=4Q6z4lp7shOXi6pj9E21G9U957711f>

Arlotta C, Boccia A, Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia, Milano, (2013), reperibile all'indirizzo:

https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=sWLCQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA11&dq=incentivare+la+quotazione&ots=ARYR9xfhOk&sig=ghFP3RJv-cuPHmyIE7fwYrGY29U&redir_esc=y#v=onepage&q=incentivare%20la%20quotazione&f=false

Azimut direct, Perché quotarsi in Borsa? Iter e vantaggi della quotazione per le imprese, 30 novembre 2023, reperibile all'indirizzo:

<https://azimutdirect.com/it/blog/equity/perche-quotarsi-borsa-iter-e-vantaggi-della-quotazione-le-imprese>

Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, (2020)

Borsa Italiana, Glossaria Finanziario-offerta pubblica iniziale (IPO), 2023, reperibile all'indirizzo:

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

Burmester D, Private Equity: How the Business of Private Equity Funds Works. CreateSpace Independent Publishing Platform; 1° edizione (29 gennaio 2018)

Business Coaching Italia, Il Margine Operativo Lordo: cos'è, come si calcola e quali sono i vantaggi del MOL, 11 dicembre 2023, reperibile all'indirizzo: <https://www.businesscoachingitalia.com/il-margine-operativo-lordo-cose-come-si-calcola-e-quali-sono-i-vantaggi-del-mol/>

Corbi S, Luciano A, La capitalizzazione delle Pmi, alcune differenze tra private equity e quotazione (19 dicembre 2022), reperibile all'indirizzo: <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/la-capitalizzazione-pmi--alcune-differenze-private-equity-e-quotazione-AE67xFQC>

Dell'Orco C, Private Equity, Venture Capital e Private Debt, Varese, (24 settembre 2021), reperibile all'indirizzo: <https://www.liucfinclub.com/component/content/article/20-blog/corporatefinance/103-private-equity-venture-capital-e-private-debt.html?Itemid=124>

Epifani S, Cos'è e cosa fa un fondo di Private Equity, (23 maggio 2023), reperibile all'indirizzo: <https://www.24orebs.com/news/cos-e-cosa-fa-un-fondo-di-private-equity-2023-05-23>

Evca, YearBook 2012, reperibile all'indirizzo: <https://www.investeurope.eu/media/2004/yearbook-2012-press-release.pdf>

Euronext Live Markets, All IPOS, 2024, reperibile all'indirizzo: https://live.euronext.com/en/ipo-showcase?field_iponi_ipo_date_value%5Bmin%5D=&field_iponi_ipo_date_value%5Bmax%5D=&page=24

Fidanza B, Private equity in Italia: Caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese, Macerata, (2010), reperibile all'indirizzo: <https://u-pad.unimc.it/retrieve/de3e5026-5636-83cd-e053-3a05fe0a1d44/mcgrawhill.pdf>

Fortezza Dottori Commercialisti Milano, Rapporto di indebitamento debt to equity ratio, 28 febbraio 2023, <https://commercialistainfo.it/5277-rapporto-di-indebitamento-debt-to-equity->

Statista, Dimensione del settore del Private Equity in Europa, 2022 reperibile all'indirizzo: <https://www.statista.com/statistics/557116/private-equity-total-deals-volume-europe/>

Statista, Private Equity Total Deals volume Europe, 2023, reperibile all'indirizzo: <https://www.statista.com/statistics/557116/private-equity-total-deals-volume-europe/>