

*Facoltà* Economia Aziendale

*Cattedra* Economia e Gestione delle Imprese

## Da manager a imprenditori tramite il Private Equity

*Relatore*

Prof. Matteo Caroli

*Candidato*

Matteo Panfilo

Matr.137951

ANNO ACCADEMICO 2008 – 2009



## **Capitolo 1: Il private equity**

- 1.1 PE e buy out: introduzione e definizioni
- 1.2 Fund raising e principali investitori
- 1.3 La selezione dell'impresa target
  - 1.3.1 la Due Diligence preliminare
  - 1.3.2 Il Business Plan e la Due Diligence approfondita
  - 1.3.3 Le Due Diligence industriale e finanziaria
  - 1.3.4 Le Due Diligence da closing
    - 1.3.4.1 La determinazione del prezzo finale
- 1.4 Il disinvestimento
- 1.5 Le tipologie di operazioni
  - 1.5.1 Legittimità delle LBO
  - 1.5.2 Le operazioni di MBO/MBI

## **Capitolo 2: Il mercato e le tendenze**

- 2.1 Il mercato mondiale ed europeo del PE
- 2.2 Il mercato italiano
- 2.3 Buy and build strategies
- 2.4 Capitale di sviluppo vs indebitamento (LBO)

## **Capitolo 3: capitale di sviluppo e creazione di valore nelle operazioni di MBO/MBI**

- 3.1 Comunicazione e asimmetrie informative
- 3.2 La creazione di valore e le risorse tangibili ed intangibili
  - 3.2.1 Capitale Finanziario
  - 3.2.2 Capitale Relazionale
  - 3.2.3 Capitale Organizzativo
  - 3.2.4 Capitale Umano
    - 3.2.4.1 Le problematiche di entrata e uscita della gestione
    - 3.2.4.2 Analisi costi\benefici
- 3.3 Rapporti tra le parti e corporate governance
  - 3.3.1 Gli accordi di incentivazione
  - 3.3.2 Il patto parasociale
- 3.4 Le Performance

## **Capitolo 4 – Il caso Eco**

- 4.1 Storia dell'azienda
- 4.2 L'operazione
  - 4.2.1 Gli investitori e le fasi preliminari
  - 4.2.2 Analisi dell'operazione e dell'azienda
  - 4.2.3 Il management e l'incentivazione
  - 4.2.4 Capitale umano e Corporate Governance
  - 4.2.5 La crescita e la strategia Buy&Build
- 4.3 Il disinvestimento

## **Conclusioni**

## **Bibliografia**

## **INTRODUZIONE:**

Obiettivo del seguente elaborato è quello di presentare e dimostrare come il Private Equity possa essere, per il mercato italiano delle PMI, una risorsa per fronteggiare la concorrenza globale ed il restringimento del mercato creditizio.

Per dimostrare il potenziale di questo settore finanziario nel nostro paese, riteniamo opportuno effettuare un'analisi approfondita delle tendenze del mercato mondiale, europeo ed italiano. Per descrivere realisticamente il settore del Private Equity, sarà necessario effettuare una ricerca e un'analisi dei mercati il più oggettiva possibile, che sia in grado di riconoscere sia gli aspetti positivi, sottolineati dagli operatori, sia gli aspetti negativi, sottolineati dai media e da parte dell'imprenditoria. Tale immagine è diffusa soprattutto tra gli imprenditori che, per la storia familiare che caratterizza la maggior parte delle nostre imprese, guardano con scetticismo potenziali nuovi soci. La visione comune su questo settore infatti è quella di essere caratterizzato dalla presenza di fondi di investimento volti alla sola ed esclusiva speculazione mediante il rischioso indebitamento. Proprio per analizzare con maggior equilibrio e per descrivere il più realisticamente possibile il mercato odierno, si è provveduto non solo a fare un'analisi basata sui dati diffusi dagli operatori o dalle associazioni di settore, ma anche ad esaminare indagini meno conosciute che hanno cercato di esaminare la fondatezza o meno della tesi sulla speculazione.

Proprio per questi motivi ci si è infine soffermati sulle operazioni di MBO/MBI con bassi gradi di indebitamento, che rappresentano, secondo i dati, la tendenza futura del mercato italiano caratterizzato, come quello mondiale, dal ridimensionamento del canale creditizio e conseguentemente delle operazioni a debito. Dopo aver fatto una prima analisi critica e oggettiva del mercato odierno, ci concentreremo pertanto su quanto il PE possa effettivamente creare valore per le aziende ed in particolare come i manager e gli imprenditori possono essere aiutati nello sviluppo dell'azienda dall'ingresso degli operatori specializzati. L'operazione riguardante la ECO che ci proponiamo di analizzare, rappresenta un esempio di eccellenza attraverso cui dimostrare come le risorse di cui dispongono gli operatori di PE possano essere sfruttate per creare valore, arrivando a competere sui mercati internazionali.

# 1. IL PRIVATE EQUITY

## 1.1 PE e Buy-out: introduzione e definizioni

L'elaborato si pone l'obiettivo di realizzare e capire a fondo il mercato del PE e soprattutto i suoi sviluppi futuri. Tuttavia si ritiene necessario fare una breve introduzione di questo settore poco conosciuto in Italia per due motivi fondamentali: in primo luogo il Private Equity è un settore relativamente nuovo che ha avuto uno sviluppo tardivo rispetto al mercato statunitense e a quello europeo dei paesi finanziariamente più sviluppati; rimandando la trattazione dello sviluppo in termini quantitativi del mercato, ci limitiamo in questa sede a specificare che il settore del Private Equity ha avuto sviluppo nel mercato statunitense a partire dagli anni 80 mentre si è iniziato a sviluppare in Italia solo a partire dalla seconda metà degli anni 90. In secondo luogo proprio perché rappresenta un settore in via di sviluppo, la letteratura e la realtà che lo riguarda non è uniforme nel definire cosa significhi in dettaglio "Private Equity" e conseguentemente la classificazione di alcune operazioni.

Il Private Equity (che per comodità abbrevieremo con PE) è l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, cioè l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori professionali in aziende non quotate<sup>1</sup>. In questa definizione ed in altre simili, viene data molta importanza al fatto che le operazioni avvengano attraverso il canale privato, tuttavia segnaliamo che negli ultimi anni molti operatori del settore hanno effettuato operazioni non originate dal canale privato ma anche da quello pubblico, lanciando operazioni di Opa o comunque comprando quote di minoranza di aziende quotate.

L'attività di investimento definita come PE, racchiude una pluralità di possibili operazioni classificabili attraverso diversi fattori: la quota acquisita, la fase di maturità della società, il contesto settoriale in cui opera, l'utilizzo o meno di debito

---

<sup>1</sup> Anna Gervasoni *et al.* (2008)

per finanziare l'operazione. Una prima divisione riguarda la fase di maturità della società e divide il settore del PE in due: il Venture Capital caratterizzato da operazioni di avvio o sviluppo nella vita iniziale di un'azienda, e Buy-out caratterizzato da operazioni di cambiamento e che riguarda generalmente l'acquisto della totalità della quota di maggioranza di una società target. Anche questa suddivisione non sempre trova riscontro nella realtà; infatti si definiscono operatori di PE coloro che fanno operazioni di Buy-out o di capitale di sviluppo in aziende già avanzate nel loro ciclo di vita, mentre si definiscono fondi di Venture Capital gli operatori che effettuano investimenti in aziende in fase di avvio o di espansione nelle prime fasi di vita. Sostanziale differenza tra i due operatori è la quantità e la qualità di operazioni effettuate; gli operatori di Venture Capital infatti fanno molte operazioni piccole e rischiose, in sostanza si effettuano quante più operazioni possibili consapevoli del fatto che solo una minima parte saranno molto positive, ma che quella minoranza genererà dei ritorni così alti da coprire le eventuali spese o perdite risultanti da operazioni non altrettanto positive. Al contrario gli operatori di PE tendono ad effettuare investimenti maggiori in termini finanziari ma dal minor grado di rischio.

Dopo aver evidenziato la posizione della maggioranza della letteratura, mi limito a considerare che attualmente gli operatori si dividono nelle due categorie e che le operazioni di sviluppo sono caratteristiche di entrambi i tipi di operatori; appare pertanto semplicistica l'idea di classificare queste operazioni esclusivamente nelle operazioni di Venture Capital, avendo riscontro empirico<sup>2</sup> del fatto che questo tipo di operazioni dipende dalla fase di sviluppo dell'azienda e non dall'operazione in sé.

È necessario inoltre inserire e descrivere un'altra categoria di operatori di PE che saranno protagonisti nei prossimi anni: gli operatori di *turnaround*. Questi fondi specializzati sono nettamente distinti dai normali operatori e sono coloro che effettuano acquisizioni in situazioni di crisi o fallimento, si preferisce non approfondire l'argomento poiché ha poco a che fare con l'ambito gestionale che si propone di approfondire questo elaborato, ma riguarda situazioni critiche nelle quali

---

<sup>2</sup> Molti fondi di investimento di PE investono in aziende avviate ma in fase di sviluppo.

questi operatori sfruttano il loro potere contrattuale per rilevare le imprese a prezzi molto bassi nelle aule dei tribunali, con la speranza di riuscirci a risanarle immettendo liquidità; riteniamo pertanto questo argomento più attinente all'ambito giuridico che a quello economico.

Si ritiene invece doveroso effettuare una classificazione delle principali operazioni di buy-out per chiarezza espositiva e dandone delle brevi descrizioni ritenendo impropria e inadeguata questa sede per effettuare una trattazione esaustiva:

- *Management Buy Out (MBO)*: a seguito dell'operazione, uno o più manager già interni all'impresa vengono a detenere una quota significativa della società
- *Management Buy In (MBI)*: a seguito dell'operazione, uno o più manager precedentemente esterni all'impresa vengono a detenere una quota significativa della società
- *Buy In Management Buy Out (BIMBO)*: l'operazione di acquisto della maggioranza dell'impresa coinvolge sia manager interni e esterni alla società
- *Buy In Growth Opportunity*: operazioni in cui l'acquirente investe più risorse (equity e/o debito) di quante necessarie per l'acquisizione al fine di stimolare la rapida e significativa crescita della società
- *Workers Buy Out*: La compagine azionaria viene allargata anche ai dipendenti che non occupano posizioni di vertice
- *Family Buy Out*: Le operazioni avvengono su imprese familiari e sono finalizzati a sostenere l'acquisizione dell'impresa da parte di uno o più membri della famiglia
- *Investor Buy Out*: sono le operazioni in cui l'investitore istituzionale acquisisce la totalità dell'impresa e introduce nuove figure al vertice aziendale
- *Public To Private*: sono operazioni che riguardano l'acquisizione di società quotate a cui fa seguito il *delisting*, cioè la cancellazione dal listino dei titoli delle imprese target
- *Reverse Buy Out*: strettamente correlate alle operazioni PTP, riguardano la successiva quotazione di società che erano state oggetto di *delisting*.

Concordando con la letteratura si ritiene opportuno citare separatamente la tecnica del *Leveraged Buy Out (LBO)* ritenendo questa non una tipologia di operazione a se stante ma una semplice metodologia di acquisizione le cui caratteristiche possono essere utilizzate in tutte le casistiche di cui sopra. Gli LBO, motivo principale delle accuse verso gli operatori, rappresentano semplicemente un'operazione effettuata ricorrendo a capitale di debito che grava sulla società acquisita e sulla sua capacità di indebitamento. Per completezza espositiva descriviamo sinteticamente il meccanismo: primo passo è la creazione di una società veicolo (NEWCO) nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente: equity (capitale) ed indebitamento (*leverage*). Nella fase successiva la NEWCO conferisce gli *asset* nella società target e quindi riceve partecipazioni della stessa (evento meno frequente) oppure può procedere ad una fusione per incorporazione con la società target (evento più frequente) risultando in genere la società incorporata. Il debito contratto viene poi ripagato o con i flussi di cassa generati dalla società acquisita o vendendo rami dell'azienda o *asset* non strategici. Una condizione essenziale è che la società target sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre *cash flow*, proprio perché la nuova società, nata appunto dall'incorporazione dovrà essere in grado di ripagare i debiti oggetto dell'acquisizione.<sup>3</sup>

## 1.2 Fund raising e principali investitori

La prima fase nella creazione di un fondo è rappresentata dalla raccolta e dal processo di *Fund Raising*; in questa fase devono essere definiti i sottoscrittori target in modo da poter formulare un'offerta adeguata. Deve esser avviata una fase di premarketing, a cui viene dedicato circa un semestre, in cui il management del fondo incontra i potenziali investitori presentando un *investment memorandum*, ovvero un documento di presentazione del fondo e della *management company*. In questo documento è di fondamentale importanza il *track record* dei manager, ovvero la descrizione di tutte le operazioni a cui manager hanno preso parte; oltre a

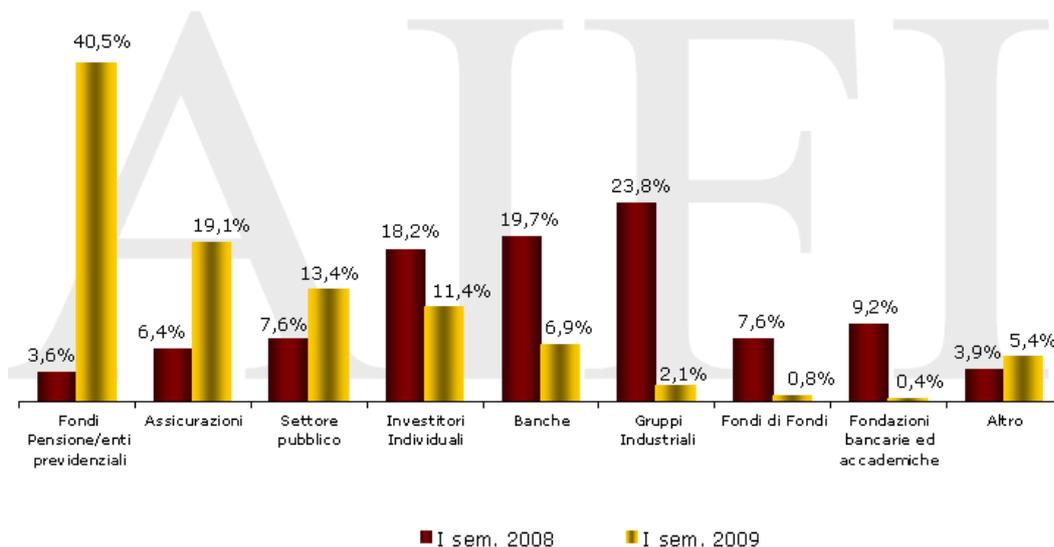
---

<sup>3</sup> Definizione tratta da Borsa Italiana – rubrica LBO

questo, il documento deve presentare una descrizione delle strategie future del management, della propria filosofia manageriale e di come la propria offerta si differenzi da quella dei competitors. Molto significativo per gli investitori è il dato riguardante i rendimenti passati delle operazioni dei manager e in particolare non tanto il rendimento lordo quanto quello netto, che tiene in considerazione costi, commissioni e *carried interest*, ovvero quella parte del rendimento generata dal fondo e riconosciuta ai gestori (attualmente rappresentata da circa il 20% dei guadagni e delle perdite aggregate realizzate). Vengono valutati dagli investitori anche altri aspetti che riguardano la struttura e i costi del fondo e che ci limitiamo a citare: *structuring fee*, costi operativi del fondo; *management fee*, commissione annuale (tra l'1,5 e il 2,5 % del capitale sottoscritto); *transaction fee*, costi relativi alle singole operazioni, compresi quelli relativi a operazioni non concluse; *politiche di versamento e di distribuzione*, che riguarda principalmente le tempistiche di draw down e di rimborso; *la durata* del fondo, che in genere è di 10 anni suddivisi in 5 di investimenti e 5 di gestione e disinvestimento, salvo proroga di 1 o 2 anni.

Di fondamentale importanza in questa fase è il capitale relazionale dei manager gestori, che devono sfruttare il proprio network di relazioni e di incontrare quanti più investitori possibile; in questa fase è anche possibile essere aiutati da uno sponsor per creare un network maggiore e conseguentemente facilitare gli incontri con eventuali potenziali investitori. L'esistenza di uno sponsor, ovvero una istituzione finanziaria che sostiene il management, può essere molto utile ma bisogna tutelare l'indipendenza del gestore da eventuali conflitti di interesse dello sponsor. Una volta la ultimata la fase di premarketing, si passa al cosiddetto *Soft Circle Commitment*, che rappresenta un documento informale nel quale l'investitore manifesta il serio interesse a partecipare.

A questo punto riteniamo doveroso descrivere quali sono stati i principali investitori nei fondi italiani negli ultimi due anni.



Fonte: AIFI - Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel I semestre 2009

Secondo i dati dell'AIFI, ovvero l'Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital, di cui riportiamo un grafico, negli anni passati i maggiori investitori erano rappresentati dalle banche, tuttavia nell'ultimo anno hanno avuto una notevole flessione al contrario dei fondi pensione e delle assicurazioni che hanno aumentato notevolmente i loro investimenti. E' doveroso citare anche un altro dato, ovvero che la raccolta nel settore ha avuto un picco nel 2007 per poi crollare del 40% nel 2008 (rapporto tra i primi semestri degli anni) e del 68% nel 2009.

### 1.3 La selezione dell'impresa target

Come anticipato, tipicamente nei fondi chiusi l'*investment period* si concentra ed esaurisce nei primi quattro anni di vita del fondo, pertanto è necessario un costante flusso di informazioni riguardo le opportunità di investimento. Questo processo di *origination* è complicato dalle inefficienze informative del mercato italiano che rendono necessaria la predisposizione di professionisti interni dedicati a questo lavoro oltre ad una indispensabile rete di contatti formata da una rete di intermediari e consulenti. Il processo di *origination* è pertanto caratterizzato dall'esigenza di notevoli capacità relazionali che rendono possibile un flusso informativo costante attraverso cui selezionare le proposte meritevoli.

Le caratteristiche dell' operazione sono generalmente legate all'assetto proprietario della società target e pertanto è possibile fare una distinzione per tipologia:

- *Imprese familiari e private*: è il caso tipico delle aziende italiane che necessitano di un partner per raggiungere un livello dimensionale adeguato alla competizione richiesta nei mercati globalizzati o che necessitano di cedere l'azienda per altri motivi come il ricambio generazionale. Nella maggioranza dei casi, le imprese si rivolgono ad un *advisor* che le aiuta nella redazione di molti dei documenti di presentazione (Business Plan, Piano d'investimento, Revisione, ecc)

- *Local/foreign parent*: dismissioni di partecipazioni o di rami d'azienda da parte di multinazionali con sedi in un paese diverso da quello del ramo/partecipazione, in questo caso le aziende sono di maggiori dimensioni e possiedono strutture amministrative e contabili tali da poter redigere i documenti di presentazione autonomamente

- *Delisting*: qualora si riscontrino inefficienze nella gestione dell'azienda quotata o il mercato non valorizzi i titoli della società, viene lanciata un'Opa e la società viene ritirata dal listino; queste operazioni avvengono con il supporto di un intermediario specializzato.

- *Privatization*: operazioni ormai poco frequenti in Italia ma che all'estero si stanno rilevando crescenti per l'interesse dei governi al settore del PE nelle privatizzazioni, l'intermediario non è necessario ma sono molto rilevanti il capitale relazionale e le doti lobbistiche

- *Secondary buy out*: cessioni tra operatori di PE, che possono necessitare o meno di un intermediario a seconda delle modalità di cessione.

Con l'aiuto degli intermediari specializzati quindi, le imprese, con non poche difficoltà, possono riuscire a presentare la propria azienda, i propri piani di investimento ed il Business Plan alle management company dei fondi. Con la redazione di questi documenti la management company è in grado di giudicare la maggior parte delle operazioni proposte; secondo alcune stime il 60% delle proposte è scartato immediatamente, il 25% è scartata dopo un'analisi più approfondita mentre il 15% è ritenuto degno di una analisi dettagliata; un altro 10% è scartato per le perplessità riguardanti i Business Plan o la qualità dei manager; del 5%

rimanente, un altro 2% è scattato in seguito a un'analisi più approfondita o a disaccordi sul prezzo; quindi per ogni 100 investimenti valutati solo tre vengono portati a termine.<sup>4</sup>

Riteniamo pertanto importante soffermarci sui principali step sui quali si basa l'investimento: la Due Diligence preliminare, l'analisi del business plan e la due diligence approfondita, le due diligence finanziaria ed industriale, le due diligence da closing con la conseguente determinazione del prezzo finale.

### **1.3.1 La Due Diligence preliminare**

La Due Diligence (che abbrevieremo con DD) è il primo passo nella valutazione dell'opportunità di investimento presentate; questa consiste semplicemente nella lettura dei bilanci dell'azienda normalmente seguita da uno scambio di informazioni con un contatto attivo nel settore per avere un inquadramento sul mercato di appartenenza e di eventuali notizie informali su quell'azienda; a questo primo step segue una preliminare ricerca di dati attraverso una banca dati online ed eventualmente il confronto con alcuni dati di settore. A questa prima fase si ferma la maggior parte delle proposte di investimento (corrispondente a circa il 60%)

### **1.3.2 Il Business Plan e la Due Diligence approfondita**

Il Business Plan, più volte citato, è lo strumento più importante attraverso cui avviene la selezione dell'impresa target; nel processo di DD approfondita viene valutata la coerenza del business plan rispetto all'analisi del mercato e viene effettuata direttamente dall'investitore senza il coinvolgimento sistematico di advisor professionali esterni e dunque ancora a costo molto contenuto.

Il modello di analisi strategica del business plan si fonda su otto punti principali:

1. Definire il settore ovvero i settori di appartenenza dell'impresa: è il primo passo nell'analisi strategica e consiste nell'identificare chiaramente i mercati di riferimento in cui l'impresa è presente in modo da rendere possibile effettuare

---

<sup>4</sup> Fonte: Pratt's Guide to Venture Capital Sources (2004)

- dei confronti omogenei e valutare quindi la redditività e la profittabilità dell'azienda per quel dato settore, ed effettuare quindi facilmente un benchmark
2. Analizzare il potenziale di profittabilità del/dei settore/i: questa analisi viene fatta tipicamente usando il modello di Porter delle cinque forze competitive: il potere contrattuale dei fornitori, il potere contrattuale dei clienti, la minaccia di potenziali entranti, la minaccia di prodotti sostitutivi, la concorrenza all'interno del settore; alle cinque forze tipiche ne vengono aggiunte altre due<sup>5</sup>: il grado di integrazione con le imprese complementari rispetto alla domanda finale e l'intensità e il segno dell'intervento di determinati stakeholders esterni, quest'ultima valutazione è particolarmente sentita dagli investitori esteri che vogliono investire nel nostro paese e che, soprattutto per le imprese di grandi dimensioni, sono particolarmente interessati al ruolo dei sindacati o del governo in merito alla gestione aziendale. Sottolineiamo l'importanza di questa valutazione che nel corso degli anni si è sempre dimostrata un grande limite all'ingresso di investitori esteri nel nostro paese.
  3. Analizzare la posizione competitiva dell'impresa nel/nei settore/i: viene comunemente affidata a tre diverse valutazioni: 1- il "Modello delle 4C"<sup>6</sup> che rende possibile la comparazione mediante l'analisi di quattro strategie: dei Clienti e commerciale (canali e modalità di vendita), di gestione dei Costi (legati ai servizi offerti, all'outsourcing, alla distribuzione), di gestione delle Competenze (cultura aziendale, capacità innovativa, propensione al cambiamento, la capacità di reazione) e gestione dei Concorrenti (come l'azienda evidenzia le sue differenze rispetto ai competitors); 2- l'analisi delle quote di mercato relativa e della redditività sia attuali sia potenziali; 3- l'analisi del brand e della fedeltà dei clienti.
  4. Quantificare il potenziale di settore/i, mediante l'utilizzo del *profit pool* che consiste nell'analisi della catena del valore in termini di profitti delle diverse attività al fine di identificare quelle potenzialmente espandibili e quelle per cui potrebbe essere vantaggioso effettuare *outsourcing*
  5. Stimare il massimo potenziale dell'azienda attraverso tre componenti:

---

<sup>5</sup>Franco Fontana e Matteo Caroli – *Economia e Gestione delle imprese – McGraw-Hill* (2009)

<sup>6</sup>Alessandro Zanotti *et al* (2006)

*1-strategica*: in caso di aziende multi business sarà necessario eseguire la comparazione della redditività di tutti i business in portafoglio raggruppando i dati raccolti nelle precedenti fasi di analisi di ogni settore, classificando i business in base alle proprie prospettive di sviluppo ed al proprio potenziale (ad esempio mediante la matrice Arthur D. Little) ed in base all'equilibrio finanziario (ad esempio mediante la griglia BCG che mette in relazione il tasso di crescita della domanda con la quota di mercato relativa a quella del principale concorrente). Oltre alle valutazioni sui business attuali in cui si opera, in questa sede sarà necessario analizzare i business nei quali si possono sfruttare competenze già acquisite.

*2- operativo-organizzativa* per massimizzare l'efficienza razionalizzando gli sprechi derivanti dalla duplicazione di ruoli nei diversi business, nelle diverse funzioni e nei diversi stabilimenti.

*3-finanziario* ottimizzando la struttura delle fonti

6. Definire le strategie e gli investimenti: consiste nel definire i principali obiettivi derivanti dal piano strategico e gli investimenti necessari per il loro raggiungimento; in particolare è di fondamentale importanza verificare la fattibilità e la probabilità di riuscire ad effettuare gli investimenti strategici complementari che possano contribuire al valore industriale dell'operazione mediante il raggiungimento del potenziale stimato, il passo più importante è quello della formalizzazione di un piano di massima che descriva la crescita post-acquisizione e che identifichi lungo l'asse temporale i passi chiave per il raggiungimento del potenziale specificandone l'investimento finanziario necessario.
7. Analizzare la coerenza tra l'analisi strategica ed la sostenibilità del business plan: rappresenta il momento cruciale della valutazione e segna definitivamente il rapporto di fiducia tra il venditore e il fondo acquirente poiché rappresenta un primo test sulla veridicità e ragionevolezza di quanto dichiarato. Un primo step è rappresentato dall'analisi degli indici di bilancio previsionali rispetto a quelli storici e a quelli dei competitor comparabili.

8. Sviluppare scenari alternativi di business mediante strumenti di simulazione: attraverso questo sistema si cerca di superare la staticità del business plan e delle sue affermazioni per redigere e valutare scenari alternativi soprattutto in merito a business non sfruttati dal piano o aree di debolezza potenzialmente rischiose. Infine si analizza l'impatto economico di variazioni delle ipotesi chiave strategiche sottostanti il piano attribuendo delle probabilità al verificarsi di diversi scenari più o meno pessimistici.

### **1.3.3 Le Due Diligence industriale e finanziaria**

Giunti a questo punto, si iniziano a manifestare i costi per le indagini che devono essere compiute da un professionista esterno:

- DD industriale: è l'indagine fondamentale che si propone di analizzare il business dell'azienda e più dettagliatamente i suoi prodotti, le sue quote di mercato il suo posizionamento competitivo nel settore di appartenenza, spesso vengono analizzati anche i processi interni come gli acquisti, la produzione, la vendita e il ciclo del circolante.
- DD finanziaria: anch'essa molto importante, si propone di analizzare i dati di bilancio e gli altri dati finanziari ottenuti dall'azienda per determinare l'esattezza e la veridicità dei dati diffusi oltre a valutare nel dettaglio le varie aree, suddividendo le attività operative da quelle straordinarie. Parte fondamentale di questa indagine è quella di analizzare i *cash flow* previsionali e la solidità dell'azienda con particolare riguardo alla capacità di indebitamento, argomento fondamentale in casi di acquisizioni LBO

### **1.3.4 Le Due Diligence da closing**

La DD da closing è la parte fondamentale del processo di analisi e porta alla definitiva determinazione del prezzo.

Ci limitiamo in questa sede a descrivere sommariamente questa parte del processo, che per sua natura è del tutto soggettivo ed ogni professionista utilizza metodi differenti:

- DD legale: determinante nella fase di closing e di determinazione del prezzo, riguarda l'analisi dei vari contratti commerciali e assicurativi, dei libri sociali e patti parasociali, lo stato dei brevetti e dei marchi, il quadro normativo del settore in cui opera l'azienda ed infine l'analisi di eventuali garanzie contrattuali da porre al momento della cessione.
- DD fiscale: particolarmente rilevante in Italia per la complicata normativa in merito, indaga sulle passività attuali e potenziali (in termini di benefici fiscali) e suggerisce eventuali modifiche alla struttura societaria e dell'operazione per ottenere il massimo vantaggio.
- DD ambientale: di impatto sempre maggiore per la crescente sensibilità riguardo questi temi, indaga sullo stato di salute dell'ambiente dove si trova l'azienda ed i suoi stabilimenti/immobili, analizza le procedure di stoccaggio e di smaltimento dei rifiuti o scarti industriali, indaga sulla sicurezza e l'igiene del lavoro valutando le procedure interne e l'utilizzo di attrezzature idonee a minimizzare ogni rischio.
- DD del sistema informativo aziendale: soprattutto per quelle aziende altamente informatizzate che ne fanno largo utilizzo
- DD delle risorse umane: riguarda principalmente l'analisi del costo del lavoro, degli incentivi e dei premi del middle management e dei dipendenti; la parte relativa al top management è generalmente svolta direttamente dai manager dell'acquirente.

#### **1.3.4.1 La determinazione del prezzo finale**

La determinazione del prezzo è il momento fondamentale del deal ed è argomento ampiamente discusso che ci proponiamo di analizzare a grandi linee. Abbiamo scelto di analizzare questo argomento dopo la parte relativa alla DD da closing, in realtà la determinazione del prezzo avviene già a partire dalla DD finanziaria svolta

dal professionista esterno, ma solo dopo la DD da closing i *price adjustment* ne determinano il prezzo definitivo.

È bene sottolineare che non esiste uno strumento in grado di valutare oggettivamente il valore di un'azienda ed applicabile in tutti i settori, il professionista che effettua la valutazione fornirà un range di valori del capitale di rischio.

Esistono pertanto metodi di valutazione datati ma che vengono usati ancora in alcuni casi e che per ragioni di completezza espositiva riteniamo opportuno citare: patrimoniali, che si basano su una valutazione al valore di mercato o valore corrente di tutte le attività materiali e immateriali determinabili singolarmente, diminuite di tutte le passività; reddituali, si basa semplicemente su una stima di redditi futuri prodotti e di una loro attualizzazione; e misti, metodi nei quali vengono calcolati sia valori del patrimonio si è valori stimati del credito.

Attualmente le principali metodi valutativi applicati dagli investitori sono due:

- o Il Discounted Cash Flow (DCF):

Questo metodo, tra i più accreditati, si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa; la stima dei flussi di cassa all'infinito sarebbe irrealistica e di impossibile determinazione, per questo si è scelto di semplificare il modello, stimando i flussi di cassa (scontati al tasso  $r$ ) per i successivi 5-7 anni attraverso il business plan, e considerare il valore rimanente (*terminal value* TV) dato dal flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione per un tasso di crescita ( $g$ ) scontato (al tasso  $r$ ).

La formula risultante è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^N} \quad \text{dove} \quad TV = \frac{CF_N \times \frac{1+g}{r-g}}{(1+r)^N}$$

I flussi di cassa da stimare sono diversi a seconda che l'analista decida di basarsi sull'*equity value*, che è rappresentato dal valore del capitale di rischio (MP), o sull'*enterprise value*, che è il valore dell'intera azienda e quindi sia l'*equity value* che la PFN (Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, ossia indebitamento finanziario al netto delle attività finanziarie); nel primo caso i

*cash flows* sono i flussi di cassa operativi, nel secondo caso si tratterà dei flussi di cassa disponibili per l'azionista e che pertanto scontano la gestione finanziaria oltre a quella operativa. Generalmente i tassi di sconto sono: nel primo caso il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che rappresenta il rendimento richiesto dai finanziatori dell'impresa in termini sia di capitale di rischio (azionisti) sia di capitale di debito (debitori). Nel secondo caso, per scontare i cash flows per l'azionista, viene utilizzato il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) fondato sull'utilizzo del beta, ovvero un valore che individua il rischio specifico di un'impresa/investimento misurando la sensibilità del rendimento dell'impresa stessa rispetto al rendimento dell'intero mercato. Infine il *Terminal Value* può essere determinato attraverso tre approcci: della crescita costante, che assume un tasso di crescita "g" costante nel tempo; della convergenza, più prudente rispetto al primo, ipotizza che a causa della competizione nel lungo periodo gli investimenti realizzati dall'azienda avranno un valore attuale netto pari a zero; e dei multipli, utilizzando il sistema dei multipli di mercato che analizzeremo nel prossimo paragrafo applicato ad una stima dell'EBIT nell'anno T+1.

o I multipli di mercato:

Tipicamente esistono due diversi approcci alla valutazione d'azienda: i multipli di società comparabili quotate o i multipli di transazioni comparabili.

L'approccio dei multipli di società comparabili quotate si basa essenzialmente su cinque passaggi:

1- in primis bisogna identificare una grandezza significativa per la società da analizzare e che si possa dedurre dai dati di bilancio. Le grandezze possono portare alla determinazione di multipli diretti, qualora la grandezza sia al netto di tutto quanto concerne il capitale di debito, come ad esempio l'utile netto per azione o il patrimonio netto per azione; oppure possono dare origine a multipli indiretti quando le grandezze non tengono conto della gestione finanziaria, come ad esempio l'EBIT, l'EBITDA o il fatturato.

- 2- a questo punto si rende necessario raccogliere dati di un campione di società quotate in borsa che possono essere considerate ragionevolmente simili a quella oggetto di valutazione, le grandezze da prendere in considerazione sono la dimensione, le prospettive di crescita, la composizione del capitale e la posizione fiscale
- 3- una volta raccolti i dati, si procede al calcolo dei multipli delle società da campionare facendo il rapporto tra il valore di borsa e la grandezza considerata in caso di multipli diretti, oppure tra l'enterprise value e la grandezza considerata nel caso di multipli indiretti
- 4- una volta calcolati tutti i multipli bisogna calcolare la media aritmetica semplice in modo da pervenire al multiplo medio (o mediano nel caso in cui si effettui il calcolo della mediana)
- 5- ultimo passo è quello di moltiplicare il multiplo medio calcolato precedentemente, con la grandezza di bilancio della società che si sta valutando.

Riteniamo opportuno sottolineare che, se si utilizzano i multipli indiretti, otterremo come risultato l'enterprise value e che quindi per arrivare al valore dell'equity dovremo prima sottrarre la posizione finanziaria netta se negativa (o sommare se positiva).

A titolo esemplificativo elenchiamo i quattro multipli più utilizzati, pur sapendo che la scelta migliore dipende dalla singola società analizzata:

- Diretti:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{prezzo di borsa}}{\text{utile netto per azione}} \qquad \frac{P}{BV} = \frac{\text{prezzo di borsa}}{\text{Book Value}^*}$$

\*BV = patrimonio netto per azione

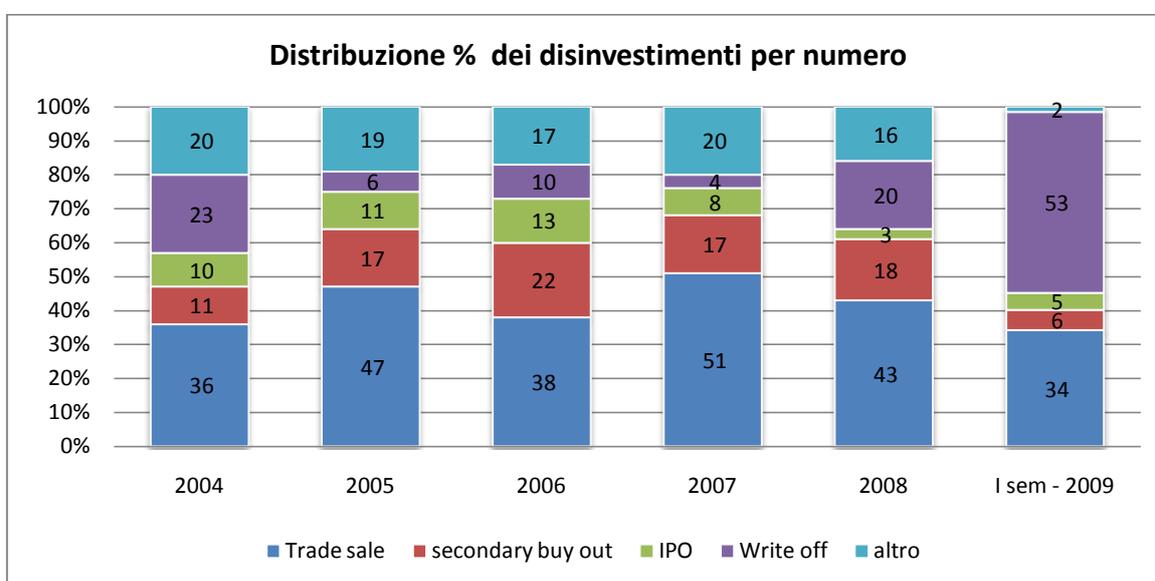
- Indiretti:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{enterprise value}}{\text{fatturato}} \qquad \frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{enterprise value}}{\text{reddito operativo}}$$

- Per completezza espositiva ci limitiamo a citare due modelli più complessi che stanno prendendo piede tra gli investitori negli ultimi due anni:
  - APV (*Adjusted Present Value*) che sostanzialmente rappresenta una variante della metodologia DCF ed è particolarmente indicato nella valutazione di iniziative la cui struttura finanziaria è in continua evoluzione. In estrema sintesi, questo metodo tiene presenti i flussi di cassa operativi ma anche il valore attuale dei benefici fiscali relativi alla deducibilità degli interessi passivi.
  - EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*) che più che un metodo di valutazione dell'azienda è un indicatore di performance; in particolare, misura se il controvalore è stato generato o distrutto dall'azienda nel corso di un esercizio.

#### 1.4 Il disinvestimento

Dopo aver analizzato le varie fasi dell'investimento, riteniamo opportuno descrivere anche quelle del disinvestimento, momento fondamentale dell'operazione. Scopo del fondo di PE è infatti il *capital gain*, o plusvalenza, che viene raggiunto e valutato solo al momento del disinvestimento. Di seguito riportiamo un grafico che rappresenta la distribuzione delle varie tipologie di disinvestimento, segue la descrizione delle stesse.



Fonte: elaborazione propria da dati AIFI

- Trade sale. Nel corso degli anni si è dimostrata la tipologia più utilizzata. Consiste nella vendita ad un socio industriale o la fusione con altre società; può svolgersi sia con il meccanismo della trattativa privata che con quello dell'asta competitiva. Entrambi i meccanismi presentano vantaggi e svantaggi che riguardano principalmente la riservatezza, il costo della transazione e la massimizzazione del prezzo finale. Usualmente in sede di definizione del prezzo, viene calcolata la disponibilità del socio industriale di corrispondere un maggior prezzo poiché la partecipazione potrebbe consentire di beneficiare di sinergie di costo, sinergie strategiche o l'ampliamento della propria quota di mercato (o l'accesso a nuovi). È da sottolineare anche il fatto che, normalmente, il socio industriale è interessato ad acquisizioni di maggioranza e alla gestione operativa, pertanto tenderà a sostituire il management presente; la posizione del manager rispetto al suo possibile allontanamento potrebbe far quindi deviare l'operazione verso altre tipologie di vendita.
- Secondary buy out. Queste operazioni, che consistono nella vendita della partecipazione ad un altro operatore di PE, sono cresciute intorno ai primi anni 2000, in proporzione all'incremento degli operatori. Nell'ambito di queste operazioni spesso si ricorre ad un nuovo indebitamento, *releverage*, su un'azienda già oggetto di LBO. Uno dei vantaggi delle operazioni di *secondary buy out* è quello di mantenere la continuità gestionale poiché spesso viene richiesta la presenza del manager già presente nella nuova gestione. Trattandosi di *releverage* è tuttavia indispensabile un'attentissima valutazione degli equilibri finanziari.
- IPO. *L'Initial Public Offering* consiste nella quotazione in borsa, nel nostro paese questa tipologia è poco utilizzata a causa della dimensione delle nostre imprese che non trovano vantaggioso il sostenimento degli alti costi dell'operazione. La quotazione, oltre ad essere molto lunga e complessa, risente molto del periodo in cui viene fatta, in particolare dell'andamento borsistico del periodo (recessivo, *bear*, o espansivo, *bull*). Le fasi principali del processo di quotazione sono: 1- la delibera della società per avviare la

quotazione ed individuare l'*advisor* ed i consulenti (*global coordinator, sponsor, consulenti legali, revisori e società di comunicazione*); 2- effettuazione delle *due diligence* da parte dei consulenti; 3- redazione del prospetto informativo per l'invito al pubblico risparmio (modello CONSOB) 4- presentazione della domanda di ammissione alla quotazione a Borsa Italiana s.p.a.; 5- fase di marketing nella quale le banche individuate propongono l'operazione nelle piazze finanziarie per valutare l'interesse; 6- definizione del prezzo di collocamento delle azioni e raccolta degli ordini degli investitori istituzionali; 7- effettuazione del collocamento ed inizio delle negoziazioni (Offerta Pubblica di Vendita, Offerta Pubblica di Sottoscrizione, Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione).

La complessità dell'operazione di quotazione, contrariamente alla ristrettezza dei tempi nel mercato del PE, rendono questo metodo poco utilizzato.

- Write off. È l'abbattimento totale del valore della partecipazione a causa di fallimento o liquidazione dell'azienda partecipata. Purtroppo nel 2008 e nel primo semestre 2009 il dato relativo a questi episodi è aumentato sensibilmente a causa della crisi mondiale.
- Altre tipologie. Tra le tipologie residuali la più comune è il *buy back*, cioè il riacquisto della quota ceduta da parte dell'azionista originario.

## **1.5 Le tipologie di operazioni**

Nella parte introduttiva del paragrafo dedicato alle definizioni, abbiamo elencato e dato una sintetica descrizione dei vari tipi di operazione. Avvicinandoci alla parte centrale dell'elaborato, riteniamo opportuno analizzare più dettagliatamente due diversi tipi di operazioni molto rilevanti sia nel mercato sia ai fini dell'elaborato. Il mercato del PE, come abbiamo già detto, negli ultimi anni ha avuto uno sviluppo molto importante soprattutto dall'inizio del terzo millennio; tuttavia come tutto il mercato finanziario, a partire dalle crisi esplosa negli ultimi mesi del 2007, ha avuto un notevole tracollo dopo il picco ha raggiunto in quell'anno. In questa sede ci interessa sottolineare due meccanismi diversi che fanno riferimento al medesimo problema: l'utilizzo della leva finanziaria. Il primo argomento di approfondimento

è nella legittimità delle operazioni LBO, che a partire dalla riforma del 2003 hanno registrato una rilevante crescita. Il secondo argomento di approfondimento riguarda lo scenario attuale e futuro. Per due ragioni fondamentali si ritiene che l'utilizzo della leva finanziaria nei prossimi anni possa diminuire: in primo luogo l'utilizzo spregiudicato della leva finanziaria in questo momento sta rischiando di causare non pochi problemi a diverse imprese eccessivamente indebitate; secondo motivo è che le operazioni a debito sono e saranno inevitabilmente ridotte a causa della stretta del mercato creditizio che, seppur in misura minore rispetto ai canali ordinari delle imprese, sta riguardando anche il canale privilegiato degli investitori specializzati. Per questo si ritiene che il PE possa evolversi verso un mercato sempre più vicino agli imprenditori e che possa sostituire, almeno in minima parte, le necessità di credito delle imprese entrando nel capitale di queste e fornendo la liquidità che il sistema creditizio in crisi non può offrire..

### **1.5.1 La legittimità delle LBO**

Come abbiamo accennato, nel 2003, con la riforma del diritto societario, è stato introdotto il nuovo articolo 2501-bis c.c. allo scopo di chiarire la legittimità delle operazioni di acquisizione mediante indebitamento e successiva fusione: i *merger leveraged buy out* (chiamate LBO). Per anni la giurisprudenza ha contestato l'elusione degli articoli art. 2357 c.c. e 2358 c.c. sostenendo che attraverso l'insieme di singoli atti leciti, si aggiravano le norme imperative che proibiscono l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie.

L'introduzione dell'art. 2501-bis c.c. ha anche obbligato le società oggetto di *leverage* a presentare una relazione di un esperto esterno sulla ragionevolezza del piano finanziario.

### **1.5.2 Le operazioni di MBO/MBI**

Le operazioni di MBO sono particolarmente rilevanti soprattutto in Italia, nel nostro paese infatti la maggioranza delle imprese derivano da una struttura familiare e pertanto le figure dell'imprenditore e i manager presenti sono rilevanti e preziose per la loro conoscenza del business. Per tale ragione la maggior parte delle operazioni viene realizzata assegnando ai manager una quota di minoranza; in

questo modo si crea un meccanismo di incentivazione che li fa passare da semplici manager e imprenditori di loro stessi detenendo una quota dell'azienda. In diverse operazioni si è anche assegnato all'imprenditore, ex socio di maggioranza, una quota di minoranza come stimolo ad un'attiva vita aziendale, continuando ad apportare la sua conoscenza del business.

Le operazioni di MBI invece sono caratteristiche delle aziende nelle quali la figura dell'imprenditore e quella del manager coincidono. In queste occasioni l'imprenditore è impossibilitato a continuare a gestire l'azienda o per ragioni dimensionali o per ragioni d'età (spesso si verificano situazioni del genere durante il ricambio generazionale). In questi casi il fondo acquirente inserisce il management nuovo incentivando l'ingresso e l'ottenimento di risultati attraverso l'assegnazione di quote partecipative.

In queste tipologie, sono pertanto molto rilevanti alcuni aspetti assenti nelle classiche operazioni di buy out che riguardano i rapporti tra le parti e che ci limitiamo a citare, dedicandone una descrizione più approfondita nei capitoli seguenti: il patto parasociale tra il manager e l'investitore, che tutela i reciproci interesse; gli accordi di incentivazione; gli accordi di way out.

Si rileva inoltre che negli anni precedenti alla crisi, la quasi totalità (92%<sup>7</sup>) delle operazioni venivano svolte mediante l'utilizzo della leva finanziaria e che pertanto oltre all'investitore, il manager ed eventualmente l'imprenditore, vi era un altro importantissimo soggetto: l'istituto o gli istituti finanziari finanziatori, che per loro tutela hanno una serie, a volte molto complessa, di meccanismi di garanzia, primi fra tutti i *covenants di comportamento, informativi, finanziari*, ovvero degli obblighi che limitano le libertà dei gestori e non permettono di ledere gli interessi dei finanziatori.

---

<sup>7</sup> L'impatto economico dei management leveraged buy out – AIFI (2001)

## 2. IL MERCATO E LE TENDENZE

### 2.1 Il mercato mondiale del PE

#### **Mercato globale:**

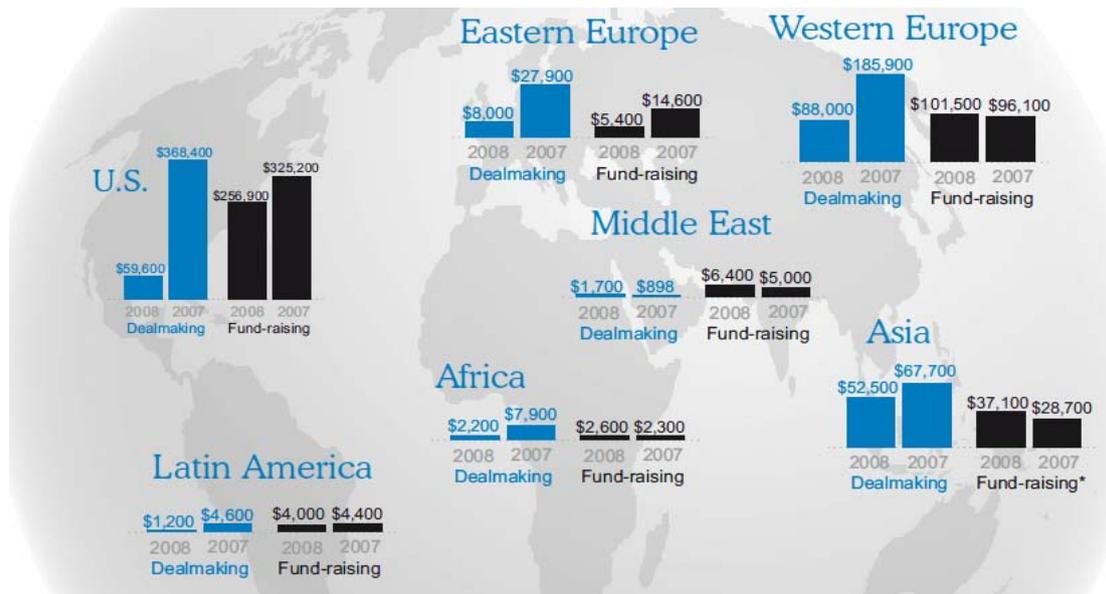
Il mercato globale del PE, è stato caratterizzato da una lenta crescita fino al nuovo millennio; nel 2000, a causa della crisi delle dot-com, ha avuto una moderata discesa fino al 2003, anno in cui ha è tornato a crescere a ritmi sempre maggiori fino al 2007, anno record per gli investimenti e le raccolte in tutti i paesi. A partire dall'inizio della crisi, quasi tutti i mercati hanno subito una brusca frenata tanto da far tornare i livelli a quelli del 2003. Da segnalare è il fatto che i mercati statunitense ed europeo hanno sofferto la crisi dei mercati finanziari in misura maggiore, facendo registrare delle cadute del 50-60% negli investimenti e del 30% nel fundraising; i mercati emergenti invece, non hanno avuto nessuna ricaduta per quanto riguarda il fundraising mentre hanno avuto solo una leggerissima flessione, nell'ordine del 6%, negli investimenti. Anche in questo settore, si registra la rilevanza del mercato cinese che nel fundraising del 2008 ha quasi quadruplicato il risultato del 2007 mentre si è mantenuto stabile negli investimenti.<sup>8</sup>

Per una visione d'insieme della situazione globale successiva alla crisi, riportiamo un grafico che rappresenta i valori di fundraising e dealmaking di tutte le macroaree geografiche più significative.

E' da sottolineare quanto accennato riguardo la tenuta dei mercati emergenti, in particolare quelli asiatici e mediorientali che fanno registrare, a dispetto dei mercati europei e statunitense, dati stabili o addirittura positivi. Ci teniamo inoltre a riflettere sul fatto che i migliori dati si sono registrati nel medioriente nonostante la brusca caduta del mercato del petrolio, motore dell' economia di quella zona.

---

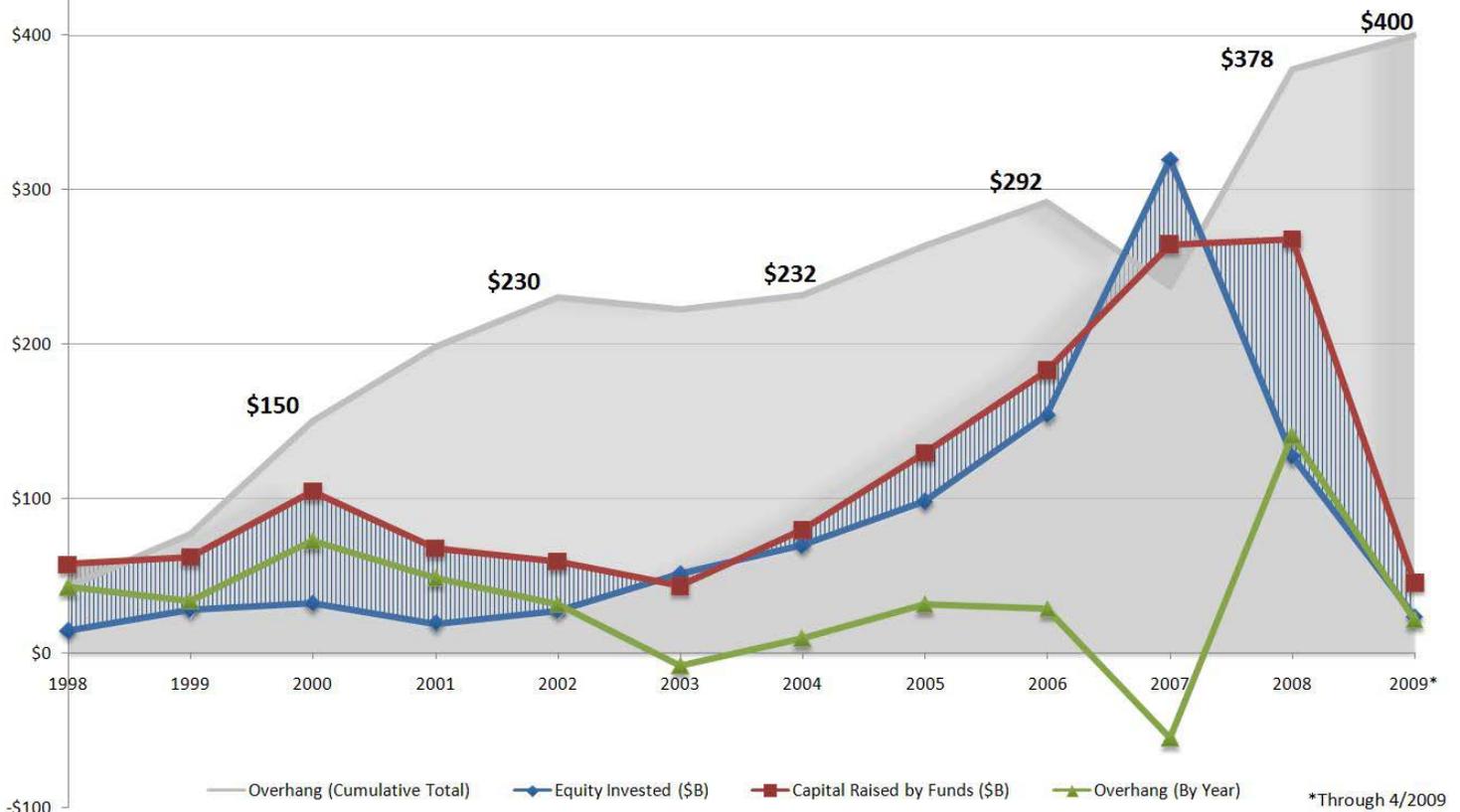
<sup>8</sup> Fonte dati: EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association – Industry statistics (july 2009 )



Fonte: Daw Jones PE Analyst – 2008 Review & Outlook 2009

### Mercato statunitense

Dopo un trend molto positivo che ha caratterizzato gli anni novanta, il mercato del PE statunitense ha avuto un lieve calo a cavallo del nuovo millennio con la crisi del 2000, che ha riguardato in particolare il mercato delle dot-com e che ha coinvolto una discreta parte dei Venture Capitalist esposti su quel fronte.

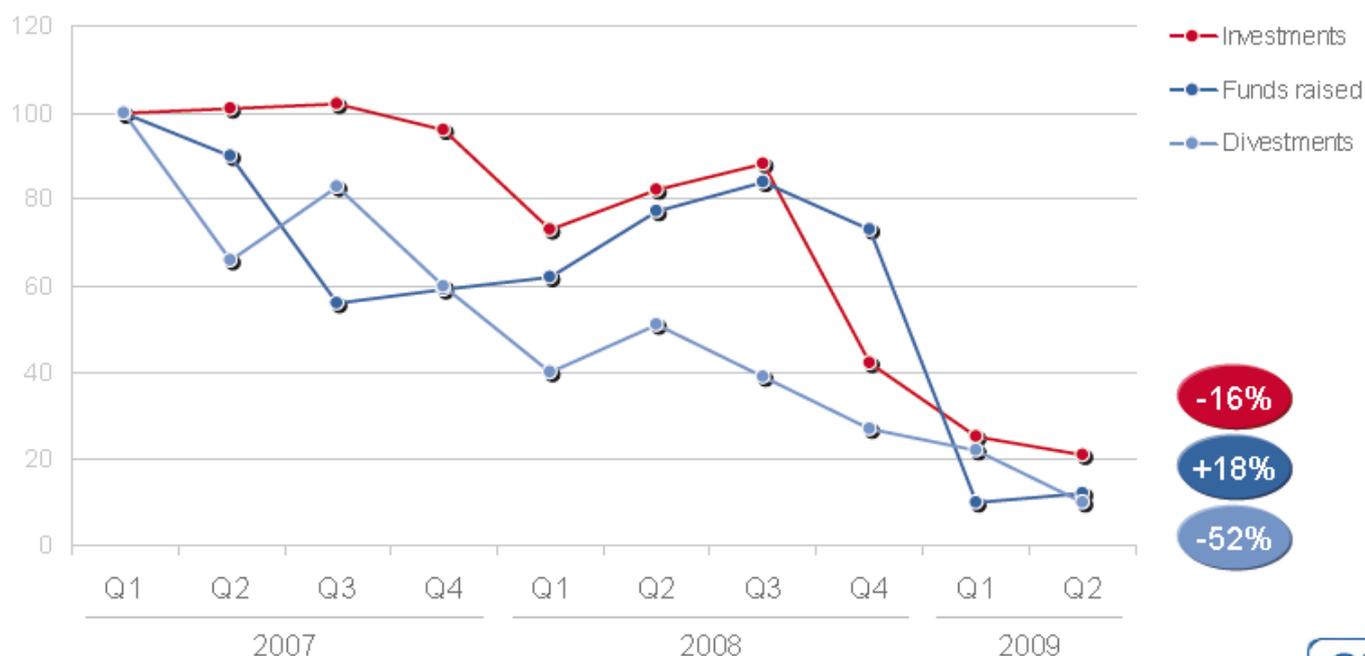


Fonte: PitchBook Data, Inc. (www.pitchbook.com)

Successivamente, il mercato si è ampiamente ripreso tanto da far registrare una vertiginosa crescita dei capitali raccolti passando dai 50 billion del 2003 ai 250 billion del 2007, anno record per il mercato del PE mondiale. La crisi ha tuttavia azzerato i progressi e la crescita degli ultimi 7 anni riportando gli investimenti e la raccolta ai minimi storici raggiunti nel 2003.

### Il mercato europeo:

Il mercato europeo ha subito un durissimo colpo dalla crisi finanziaria mondiale, dal grafico seguente è facilmente deducibile che per tutte e tre le grandezze considerate, si è perso circa l'80% del valore. L'unica nota positiva è che nel secondo trimestre di quest'anno si sono avuti i primi segni di ricrescita con un aumento del 18% del fund raising rispetto al primo trimestre, ma che purtroppo ancora non è stato seguito da una ripresa degli investimenti.



Note: The percentage change mentioned on the right refers to the evolution of the current quarter versus the previous quarter



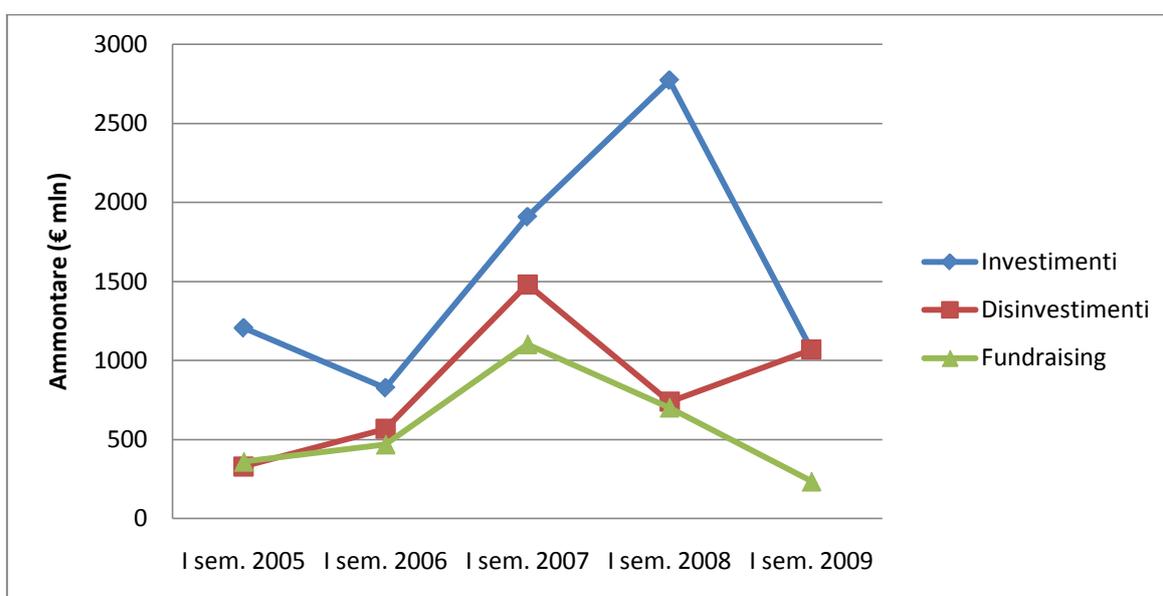
Fonte: EVCA – Perep\_analistics (agosto 2009)

### 2.2 Il mercato Italiano

È un mercato in veloce espansione e che ha registrato un aumento degli operatori (iscritti all'AIFI) del 70% in 5 anni; tra i maggiori investitori per ammontare

troviamo in primis le SGR (protagoniste anche per numero di operazioni), a seguire gli investitori pan-europei e i country fund; per quanto riguarda il numero di operazioni, troviamo invece gli operatori regionali o pubblici, i fondi di early stage e le banche italiane.

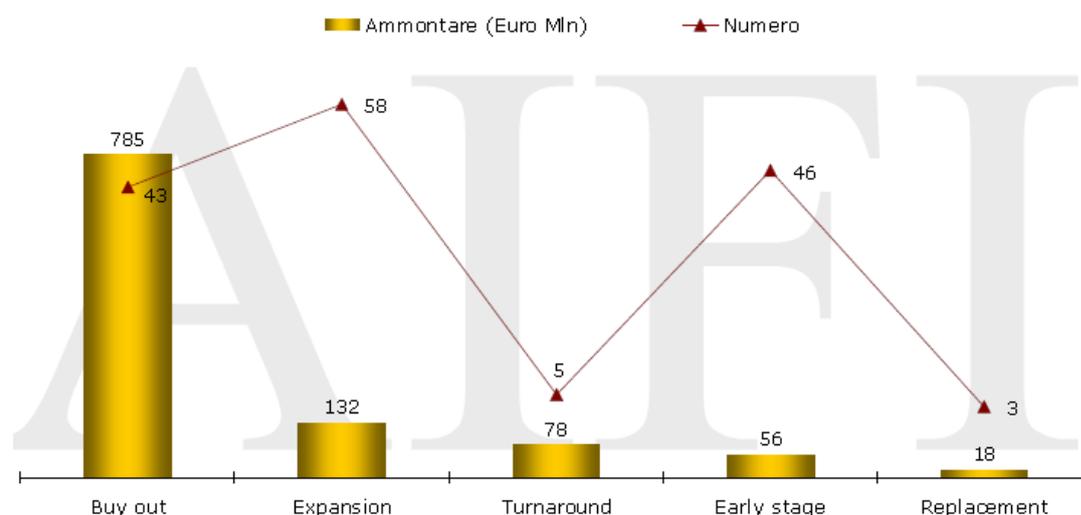
Il mercato italiano ha subito tendenzialmente gli stessi andamenti del mercato europeo, raggiungendo il record di raccolta nel 2007 e il record di investimenti nel primo semestre del 2008, quando la crisi nel nostro paese non si era ancora manifestata con tutta la sua drammaticità. Tra il secondo semestre del 2008 e il primo del 2009 anche il nostro paese ha avuto un tracollo tornando alla raccolta del 2003 e diminuendo gli investimenti del 60%.



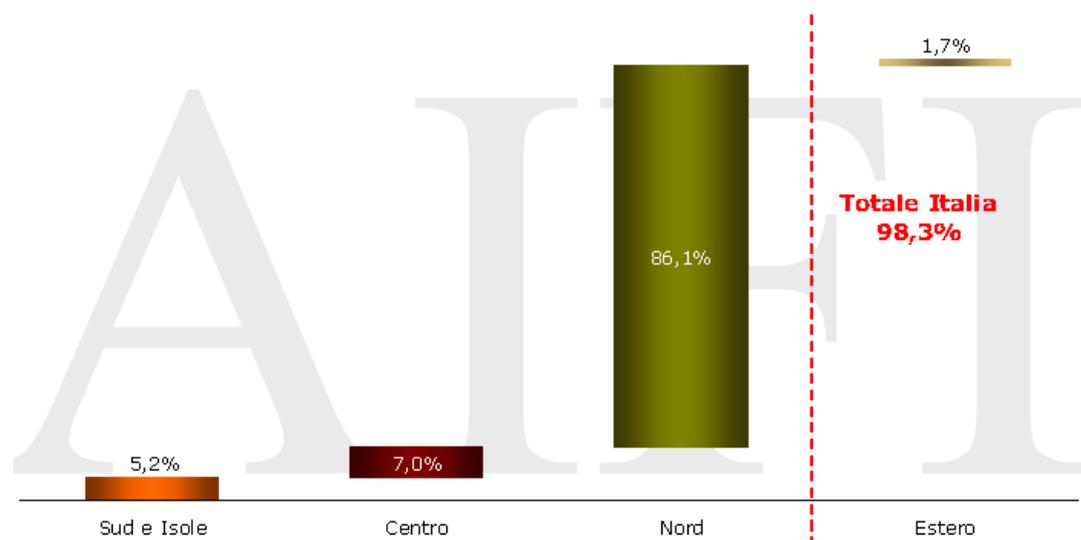
Fonte: AIFI – Mercato italiano del PE e VC – I semestre 2009

L'analisi delle tipologie di investimenti, come si evince dal grafico sottostante relativo alle operazioni del 2008, attesta il netto vantaggio delle operazioni di buy-out per ammontare investito; per quanto riguarda il numero, notiamo che le operazioni di *Expansion* e *Early stage* sono le più numerose, questo risultato si spiega intuitivamente considerando che le seconde sono normalmente operazioni di più piccole dimensioni. Le operazioni di *Turnaround* sono una minima parte ma sono in aumento da quando si è manifestata la crisi; altro dato negativo da segnalare

a tal proposito, è l'aumento impressionante dei fallimenti (*write off*) che si sono manifestati nel 54% dei disinvestimenti.

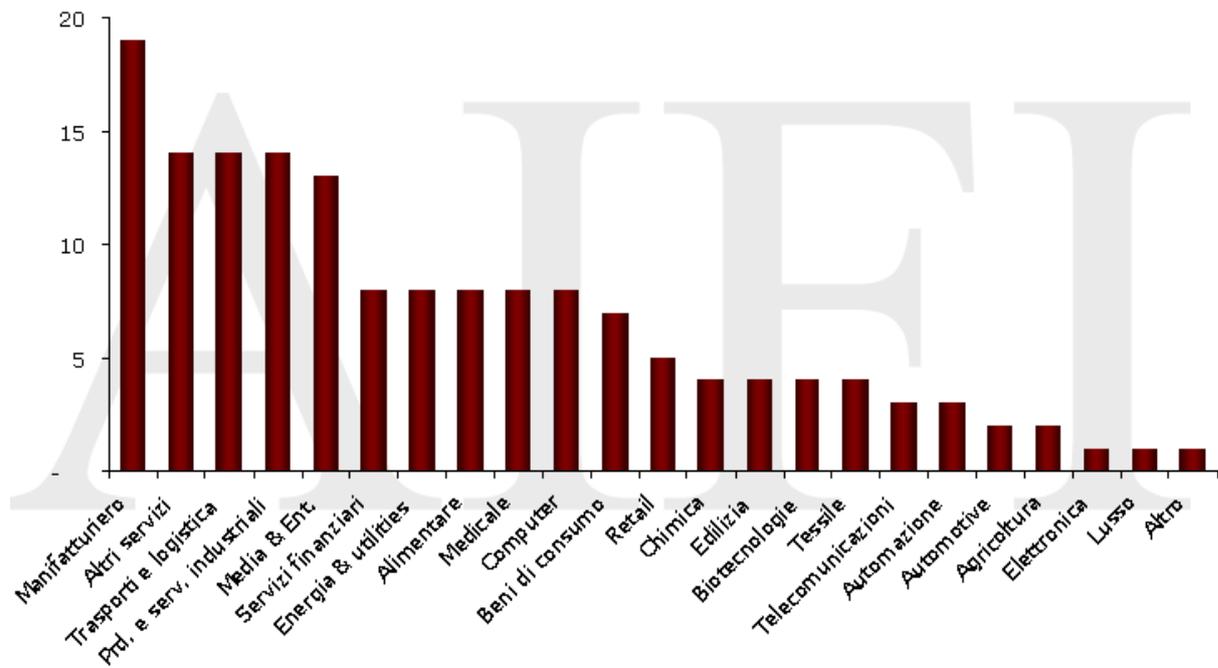


La distribuzione geografica dell'ammontare degli investimenti attesta l'indiscusso primato nel Nord Italia ed in particolare della Lombardia che raccoglie da sola il 32% degli investimenti nazionali.



Per quanto riguarda la distribuzione per classi dimensionali di aziende, il 65% di investimenti è rivolto ad aziende con meno di 100 dipendenti mentre il risultato totale per la PMI (<di 250 dipendenti) è dell'82,5% dei capitali totali investiti.

Gli investimenti si concentrano poi nel settore manifatturiero in primis, seguito da servizi, trasporti e logistica, prodotti e servizi industriali e media & entertainment.



Tutta questa sequenza di dati rivela la crisi in atto nel mercato del PE che segue gli andamenti molto negativi sia del mercato finanziario (poiché la maggior parte degli investitori dei fondi sono istituti operanti nella finanza che, anche se in minima parte, sono quasi tutti esposti alla crisi del mercato mobiliare) sia del mercato reale, che risente della stretta sia del canale creditizio delle PMI sia del crollo dei consumi. Emerge inoltre l'assenza del motore principale delle operazioni di buy out: le banche finanziatrici del debito, che nonostante gli operatori di PE abbiano garanzie e credibilità maggiori, non sono disponibili al finanziamento come negli anni passati.

### **2.3 Buy & Build Strategies**

Nei paragrafi precedenti abbiamo analizzato una serie di informazioni rilevanti riguardo il come il mercato del PE sia divenuto una realtà importante negli ultimi anni e, nel primo capitolo, di come avviene il meccanismo dell'investimento. A questo punto va tuttavia effettuata anche un'analisi più approfondita di cosa ha portato il PE alle imprese italiane ed europee. È interessante a tal proposito analizzare, soprattutto in Italia, come avviene il meccanismo del "passaggio del testimone" ovvero come e perché l'imprenditore accetti di vendere l'azienda ad un

investitore con cui non ha ancora sviluppato un rapporto consolidato. Spesso infatti gli investitori convincono l'imprenditore a cedere l'azienda, a cui in genere gli imprenditori si affezionano molto, garantendo un futuro sviluppo sia quantitativo che qualitativo. Le strategie *Buy and Build* rappresenterebbero un valido motivo per confutare l'ipotesi che i fondi di PE mirino alla sola speculazione e non allo sviluppo, caratteristica che viene sottolineata quando si parla delle normali operazioni di buy out. Rappresentano anche un rimedio alla competitività mancante alle imprese italiane, che per contrastare la globalizzazione devono cercare di crescere e sfruttare i vantaggi delle economie di scala. È da segnalare che in Italia è da poco presente il mercato delle M&A e di operatori specializzati, fatto che non aiuta di certo la crescita di strategie di acquisizioni per ingrandire la dimensione delle nostre numerose PMI.

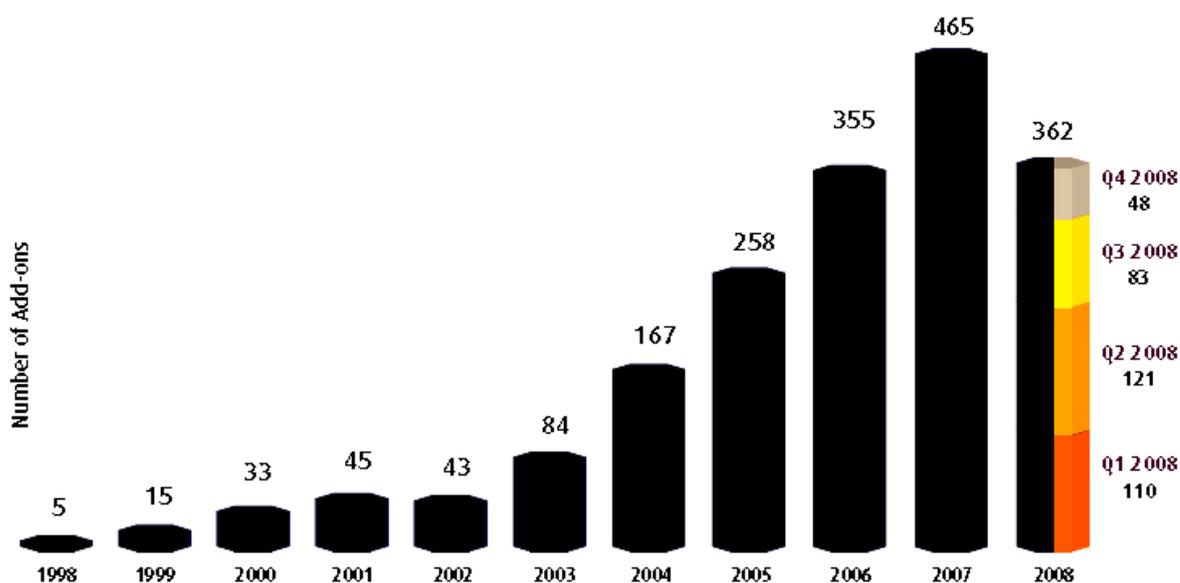
Dopo questa breve introduzione, ci avviciniamo all'oggetto del paragrafo seguente e cioè di presentare lo sviluppo delle strategie *Buy and Build*, che gli investitori spesso presentano agli imprenditori per descrivere le proprie strategie di sviluppo per la società. L'esame dell'estensione di queste strategie è stato effettuato per la prima volta da tre società europee di investimento/consulenza dal 2004 e quest'anno anche dall'Istituto di ricerca della Bocconi (CROMA – Center for Research in Organization and Management) che a luglio del 2009 ha presentato una dettagliata analisi.

Il primo studio era basato su un sondaggio che PPM Capital, in collaborazione con Silverfleet capital e Mergermarket, ha pubblicato per la prima volta nel 2004 (con dati a partire dal 1998) con il provocatorio titolo: *Rhetoric or Reality?*. Inizialmente questo sondaggio era stato fatto intervistando amministratori di società inglesi oggetto di operazioni di un valore maggiore di £10m. I risultati di questo primo sondaggio furono sconcertanti: solo 1 operazione su 10 aveva come obiettivo strategie B&B ma, dato ancor più significativo, solo il 25% delle acquisizioni (*build*) preventivate si realizzavano. Il sondaggio mostrava anche una certa indifferenza dei gestori dei fondi alla gestione delle aziende in portafoglio e che le poche strategie di B&B erano state lanciate per la maggior parte (79%) dalle aziende stesse e non dai

vertici dei fondi. La conclusione dello studio fu che le poche B&B si erano dimostrate vincenti per tre motivi in particolare: *Scale*, aumentavano le possibilità di uscita del fondo ampliando il mercato di appartenenza e creando opportunità di rifinanziamento o di secondary buy out; *Synergies*, aumentavano le efficienze derivanti dalla condivisione di risorse e dall'abbattimento di costi comuni; *Diversification*, intendendo in particolare la diversificazione geografica dei mercati.

A seguito di questo primo studio è stata pubblicata, nel 2008, la versione aggiornata e maggiormente dettagliata dalla quale sono nati interessanti spunti di riflessione.

Primo fra tutti il dato che le acquisizioni con strategie B&B sono cresciute sempre di più, tanto che nei quattro anni trascorsi tra i due sondaggi sono più che raddoppiate come si evince dal grafico sottostante. Tale dato è interessante soprattutto perché ha dimostrato la tendenza alla crescita nonostante il parallelo aumento degli accordi strategici e joint venture in tutti i settori.



In accordo con i dati relativi alla crisi mondiale, si rileva anche in questo caso un forte rallentamento, soprattutto nel corso del 2008 che ha visto ridursi sempre più i risultati trimestrali. È anche da sottolineare che la percentuale delle B&B sulle acquisizioni totali, pari al 35%, si è mantenuta stabile anche nel 2008.

Il nostro paese risulta in ritardo con l'implementazione di queste strategie e ha fatto registrare, tra il 1998 e il 2008, una media del 22% delle B&B sul totale delle operazioni. È da registrare che nel 2007 abbiamo superato la media europea arrivando al 37%, ma siamo tornati a livelli più bassi nel 2008 (26%).

Riguardano i settori di appartenenza delle nuove acquisizioni si registra che, nel 64% dei casi, si svolgono nel mercato domestico e che nel 90% dei casi hanno per oggetto aziende dello stesso settore. Altri dati interessanti riguardano la tempistica con la quale si effettuano gli investimenti collegati, nel 67% dei casi il primo viene svolto entro un anno ed il 55% delle volte è seguito da altri investimenti (meno di 6 nel 60% dei casi). Infine appare molto rilevante osservare che l'82% degli intervistati valuta la creazione di valore superiore alle aspettative e identifica tale ragione nell'ampliamento delle quote di mercato, nell'accesso a nuovi prodotti o tecnologie, o alla realizzazione di sinergie di costo/economie di scala.

La ricerca condotta dalla Bocconi, cerca di spiegare un altro risultato emerso dallo studio delle strategie di *Buy and Build* che mostra come le società in cui vengono adottate queste strategie riescano a raggiungere un rendimento medio annuo, in termini di tasso interno di rendimento lordo (Irr), pari al 48%, a fronte di un ritorno medio degli altri deal del 38%. I dati, relativi ad un campione di 1.011 buy out analizzate, hanno evidenziato un altro dato molto interessante. Secondo questo studio infatti, le crisi aumentano inevitabilmente il tasso di fallimento delle aziende, così molte quote di mercato vengono a mancare e sono facilmente aggredibili dalle aziende sopravvissute; tuttavia queste hanno la necessità di figure professionali dotate di risorse finanziarie e capacità gestionali che possano permettere uno sviluppo dimensionale, essendo inevitabilmente ridottosi il numero di competitor per la "selezione naturale" dovuta alla crisi.

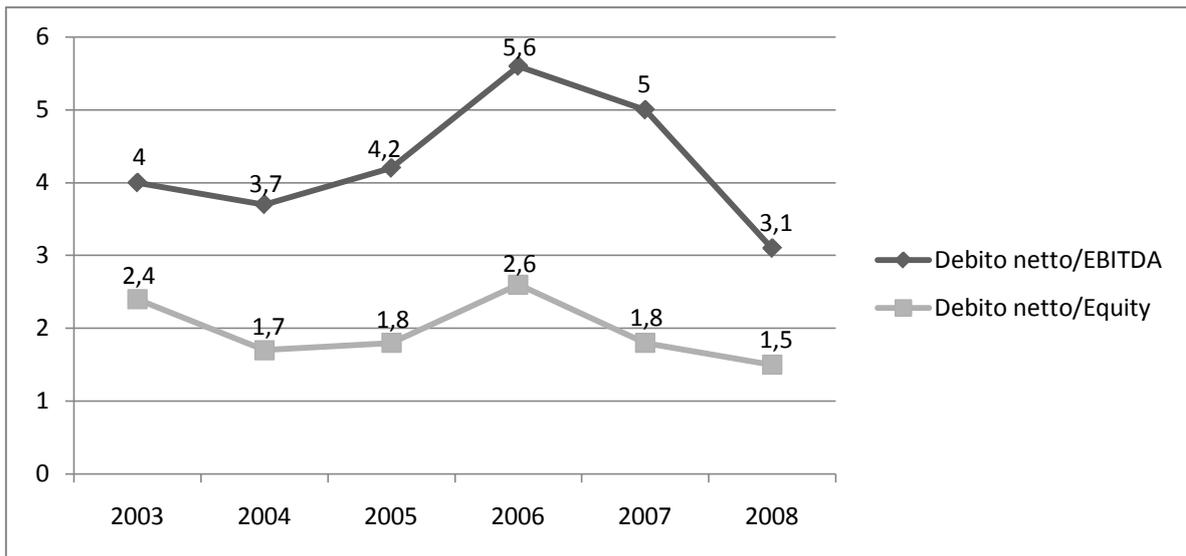
Pertanto, i fondi di PE rappresentano una risorsa importante per le aziende sopravvissute che, qualora adottino strategie buy and build, possono guadagnare quote di mercato, oppure penetrare nei mercati emergenti, in ogni caso aumentando in prospettiva futura la propria base clienti. Questa descrizione appare fin'ora semplicistica e limitata; l'implementazione di queste strategie in periodo di crisi,

presenta diverse difficoltà: in primis le risorse finanziarie che scarseggiano per la contrazione del mercato creditizio, inoltre risulta particolarmente difficoltoso valutare correttamente le aziende target. È infatti impossibile utilizzare il metodo dei multipli di mercato che, in periodo di crisi, sono particolarmente bassi; anche i flussi di cassa non sono facilmente stimabili per la turbolenza dei mercati e perché è impossibile stimare con adeguata probabilità la quota di mercati raggiungibile, in momenti così turbolenti non è attendibile una stima del posizionamento competitivo né determinare l'andamento dell'intero mercato d'appartenenza. Tuttavia lo studio, ha dimostrato come gli investitori che hanno perseguito strategie di buy and build in momenti di crisi, hanno ottenuto tassi di rendimento particolarmente positivi; ad esempio gli investimenti di buy and build iniziati nel 2000 hanno generato un Irr medio del 6%, a fronte di un -18% per gli altri deal; nel 2001 invece, in situazione non turbolenta, le differenze sono state meno marcate, 30% contro 27%.

#### **2.4 Capitale di sviluppo vs indebitamento (LBO)**

Il capitale di sviluppo rappresenta l'equity fornito direttamente dal fondo di PE con l'intenzione di sviluppare l'azienda. L'expansion, così viene definito questo segmento di mercato, come abbiamo già detto più volte, rappresenta una tendenza che si è manifestata negli ultimi anni e che ora, vista la difficoltà di reperimento del credito, sta aumentando sempre di più; secondo di dati AIFI questo rappresenta il segmento più dinamico essendo raddoppiato dal 2005 ad oggi ed avendo raggiunto nel 2006 un volume superiore del 150% rispetto al 2005. È da sottolineare che questo segmento ha subito in maniera minore le turbolenze del mercato perdendo una quota minima nel 2007 e riprendendosi già nel 2008. In questo segmento si sono rivelate altrettanto importanti sia le operazioni *initial* che quelle *follow on*.

Da segnalare è l'uso della leva finanziaria negli ultimi anni; il suo utilizzo è diminuito fino al 2006, anno in cui il mercato creditizio si è rivelato particolarmente disponibile per poi calare nuovamente per i motivi prima citati.



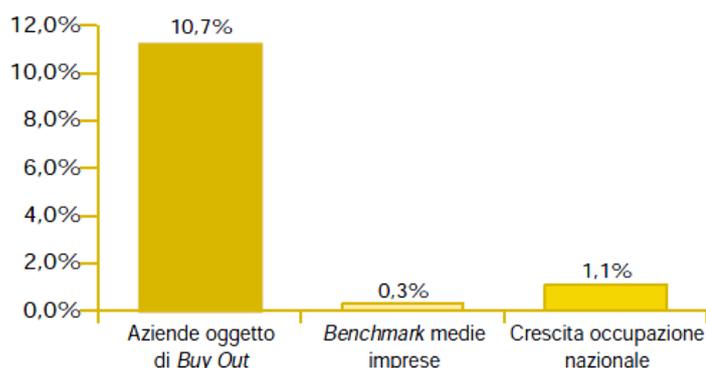
Le aziende italiane sono comunque molto indebitate e la ragione di ciò si può ravvisare nel fatto che la normativa fiscale ha premiato e continui a premiare l'indebitamento rispetto al capitale di rischio. Ciò è possibile grazie alla possibilità di dedurre gli oneri finanziari da un lato e imponendo una doppia tassazione sostanziale e non totale dei dividendi dall'altro.

### 3. CAPITALE DI SVILUPPO E CREAZIONE DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI MBO/MBI

Fino ad ora abbiamo parlato di come siano strutturate le operazioni e come il mercato del PE sia cresciuto negli ultimi anni.

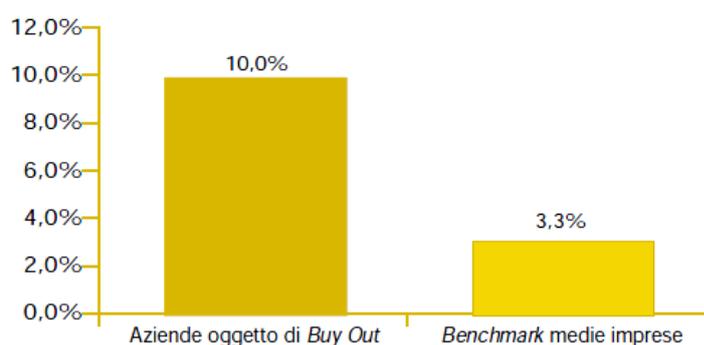
Ora invece ci proponiamo di analizzare la crescita delle aziende oggetto di acquisizione da parte dei fondi. A tal proposito riteniamo doveroso presentare alcuni dati particolarmente significativi per dimostrare come le aziende in oggetto riescano a crescere in misura maggiore rispetto alle altre.

Crescita annua dell'occupazione



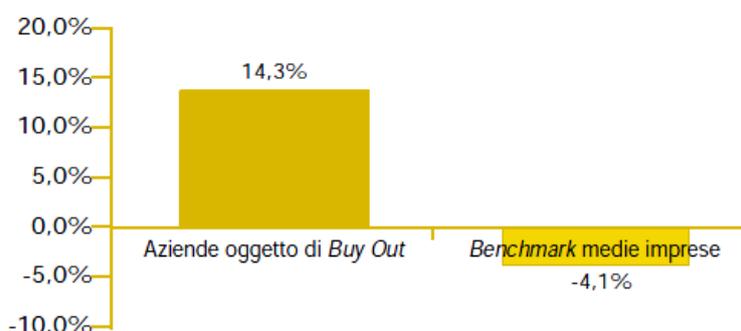
Fonte: AIFI e PricewaterhouseCoopers

Crescita annua dei ricavi



Fonte: AIFI e PricewaterhouseCoopers

Crescita annua del margine operativo lordo



Fonte: AIFI e PricewaterhouseCoopers

I grafici presentati<sup>9</sup> mostrano chiaramente che, a livello aggregato, le aziende oggetto di Buy Out crescono in maniera molto maggiore rispetto alle aziende non oggetto di tali operazioni.

<sup>9</sup> Grafici tratti da: *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy – PriceWaterHouseCoopers and AIFI (2006)* basato su dati raccolti tra il 2002 e il 2004

Tali dati quindi, sono particolarmente importanti per affermare come il PE riesca a creare valore nelle aziende acquisite. E soprattutto che l'incremento di valore si basa su grandezze reali (aumento dell'occupazione, dei ricavi e del margine operativo), e non solo finanziari legati alla speculazione.

Dopo un breve paragrafo dedicato ad alcune riflessioni sulle difficoltà comunicative delle PMI e del delicato rapporto tra manager e investitori, ci concentreremo sulla creazione di valore e sul contributo dell'investitore.

### **3.1 Comunicazione e asimmetrie informative**

In questo paragrafo, ci proponiamo di analizzare il problema della comunicazione e delle asimmetrie informative e delle loro implicazioni nella scelta tra MBO o MBI. Riteniamo molto importante questo argomento poiché, essendo il capitale umano una variabile fondamentale nella creazione di valore, è necessario riflettere su alcuni aspetti del delicato rapporto manager/investitore.

Nelle PMI italiane, prevalentemente in quelle che operano nei settori tradizionali, è facile riscontrare modalità alquanto riduttive di concepire il ruolo della comunicazione economico-finanziaria<sup>10</sup>. Le cause di questa mancanza possono essere individuate: sotto un profilo soggettivo, nella diffidenza da parte dell'imprenditore di diffondere informazioni giudicate riservate; sotto il profilo oggettivo, nella mancanza di un numero consistente di stakeholders interessati a tali informazioni. Tuttavia è da sottolineare che, secondo l'ampia letteratura a riguardo<sup>11</sup>, l'informazione economico-finanziaria è fondamentale nel rapporto con i soggetti che apportano capitale di credito e di rischio. Queste mancanze, provocano delle asimmetrie informative che alterano le condizioni del rapporto che si instaura tra il management aziendale e coloro che apportano all'impresa risorse finanziarie a vario titolo, per i seguenti principali motivi: 1- l'investitore deve assumere decisioni in condizioni di maggiore incertezza, in quanto non dispone di tutte le informazioni di cui l'altra parte è in possesso (tale fenomeno è noto nella letteratura anglosassone

---

<sup>10</sup> Paola Demartini - Superare le asimmetrie informative tra PMI e operatori del private equity – Economia & Management N.2 - marzo-aprile 2002

<sup>11</sup> Ricordiamo solo alcuni lavori ormai noti come classici. Fra gli economisti citiamo Stiglitz e Weiss (1981); fra gli studiosi di finanza citiamo Leland e Pyle (1977).

come *adverse selection problem*); 2- il management che dispone di maggiori informazioni potrebbe farne un uso non corretto, allo scopo di perseguire interessi opportunistici (tale fenomeno è noto nella letteratura anglosassone come *moral hazard problem*).<sup>12</sup> Le asimmetrie informative si rivelano decisive soprattutto nella fase precontrattuale della decisione del prezzo, poiché le informazioni potrebbero essere incomplete, tuttavia nel corso degli ultimi anni la comunicazione è migliorata e, soprattutto, le indagini approfondite (Due Diligence) vengono fatte da intermediari esperti ed indipendenti in grado di verificare la veridicità e la completezza delle informazioni. È da sottolineare in questo senso l'evoluzione delle normative che riguardano le informazioni da comunicare e il controllo da effettuare sulle stesse (ad esempio da Società di revisione, organismi di vigilanza, comitato e responsabili per il controllo interno, ecc); oltre a queste necessità normative, nei contratti di acquisizione si specificano delle clausole a garanzia dei nuovi entranti e delle banche finanziatrici.

Un'altra necessità che riguarda le asimmetrie informative relative ai dati da comunicare, è la predisposizione di adeguati meccanismi di pianificazione, controllo e reporting che possono aiutare la management company del fondo a seguire e monitorare l'ordinaria gestione delle aziende in portafoglio. Tali implementazioni nei sistemi informativi sono caratteristiche delle operazioni di acquisizione e spesso vengono messe in luce dalle Due Diligence dei sistemi informativi di cui abbiamo parlato nel paragrafo dedicato alle indagini da closing.

Il secondo motivo che può causare le asimmetrie informative, è da ricollegare al ruolo del management e dei possibili interessi opportunistici che potrebbe perseguire. Questa seconda motivazione è particolarmente rilevante nelle acquisizioni MBO/MBI poiché il manager è presente come parte attiva della cessione/acquisizione. La fase precontrattuale, in questo caso, è rilevante poiché in quel momento la posizione del manager interno potrebbe incidere sul delicato problema della determinazione del prezzo. Non è difficile affermare che il manager abbia diversi strumenti per evidenziare i pregi o i difetti dell'azienda, soprattutto

---

<sup>12</sup> Paola Demartini - Superare le asimmetrie informative tra PMI e operatori del private equity – Economia & Management N.2 - marzo-aprile 2002

quando è necessario fare una stima di valori per natura incerti (trend di vendita, crescita, tendenze di mercato, tecnologie, esigibilità dei crediti, ecc), e per questo motivo si può supporre che, in alcuni casi, il suo atteggiamento possa dipendere dal suo futuro lavorativo e dai premi e/o stock option concordati. È evidente quindi come gli equilibri tra le parti siano molto influenzabili da facili conflitti d'interesse o accordi extracontabili. Ad esempio si può supporre che un manager uscente possa essere liquidato dall'imprenditore uscente in maniera diversa a seconda del prezzo di vendita, che a sua volta dipende dell'ampia soggettività delle stime.

Alla luce delle evidenti asimmetrie informative, è pertanto fondamentale e da considerare determinante, riuscire a trovare un equilibrio nell'uso delle diverse leve quali: la liquidazione, le stock option da attribuire, gli stipendi, i premi, ecc. E' altrettanto importante valutare il grado di competenza del manager esistente, che avrà raggiunto un notevole know-how dell'azienda e del settore.

Conclusa la doverosa trattazione di questo argomento particolarmente rilevante ma raramente preso in seria considerazione, veniamo all'approfondimento delle varie risorse apportate.

### **3.2 La creazione di valore e le risorse tangibili ed intangibili**

“La presenza di un investitore professionale nel capitale di rischio di un'impresa può favorire l'accelerazione dei programmi di crescita dell'impresa stessa, elevare l'affidabilità finanziaria e può fornire una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale apportando, oltre alle risorse finanziarie, anche competenze manageriali ed organizzative.

Per raggiungere il suo scopo, infatti, il fondo esercita un'azione tendente ad incrementare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa partecipata, anche, se necessario, richiedendo l'introduzione di sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali”<sup>13</sup>

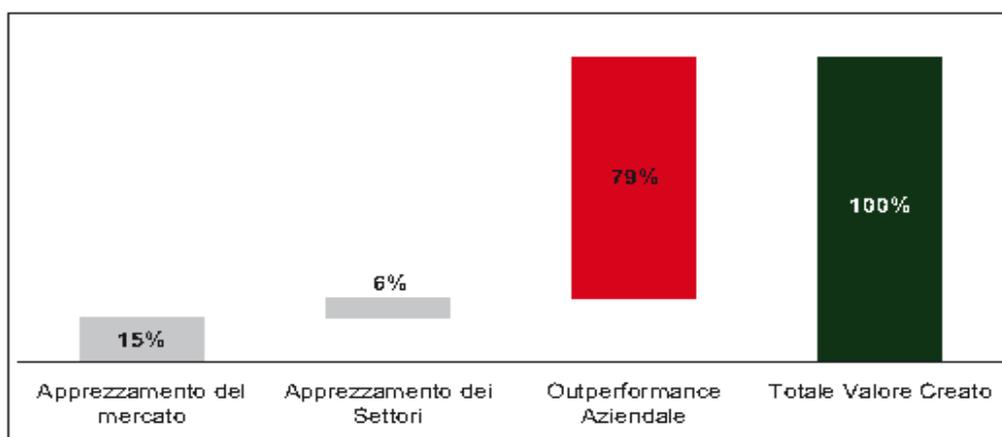
---

<sup>13</sup> Fonte: Alcune Domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity – AIFI (2008)

Questa spiegazione ci è sembrata la più completa per descrivere come i fondi di PE possano aiutare le aziende oggetto d'acquisizioni nello sviluppo delle risorse e capacità.

A tal proposito è necessario analizzare la creazione di valore da due lati: uno è quello dell'investitore del fondo e l'altro è quello dell'azienda. Nel primo caso si rileva come gli investimenti in un fondo di PE rappresentino una valida alternativa d'impiego rispetto ad altri investimenti alternativi caratterizzati da un rapporto rischio/rendimento simile, ovvero: gli Hedge Funds ed il Real Estate. Questa considerazione è vera soprattutto nel mercato Nord Americano dove i rendimenti dei tre tipi di investimento sono molto simili. In Europa invece, gli investimenti in Real Estate rappresentano l'investimento più redditizio seguiti dagli Hedge Funds, gli investimenti in PE rappresentano nel nostro continente un'alternativa meno redditizia rispetto al mercato statunitense. Tuttavia è da sottolineare come tali investimenti siano strategici nella diversificazione di portafoglio data la loro minore correlazione e sensibilità ai mercati finanziari. Perciò, secondo le stime dell'EVCA, l'allocazione ottima di patrimonio nel PE in Europa è una percentuale compresa tra il 5 e il 10%, leggermente minore rispetto agli Stati Uniti. Secondo i dati McKinsey inoltre, il valore creato per l'investitore è formato in primis dalla performance aziendale e poi, per un valore non trascurabile (21%) dall'apprezzamento del mercato e dei settori.

### ***La creazione di valore in un'operazione di private equity***



*Fonte: McKinsey Excellence in Private Equity Initiative.*

Dal lato dell'impresa invece, la creazione di valore rappresenta un argomento spinoso. Negli ultimi venti anni abbiamo assistito a un crescente aumento del divario tra il valore di mercato delle imprese e il loro valore contabile. Di conseguenza dalla prima metà degli anni '90 si è cominciato a parlare con insistenza di nuovi approcci per la misurazione e la gestione del valore di un'azienda, con l'obiettivo di superare i tradizionali modelli contabili. Si è iniziato così a prendere in considerazione il patrimonio intangibile, il cosiddetto capitale intellettuale, ovvero la componente di risorse intangibili che determina l'aumento del valore totale oltre quello contabile.

In questa sede ci interessa analizzare come il PE possa aiutare la creazione di valore ed in particolare come contribuisca all'incremento della risorsa tangibile del capitale finanziario e di quelle intangibili rappresentate dal capitale intellettuale. Queste ultime, per loro funzione, “fanno aumentare il valore prodotto dai processi operativi attuati dall'impresa, rendendo più efficiente e/o più efficace l'utilizzazione delle risorse tangibili”<sup>14</sup>.

Rimandando la trattazione del capitale finanziario al paragrafo dedicato, ci interessa dare un quadro generale di cosa sia il capitale intellettuale.

Il capitale intellettuale ha rappresentato l'oggetto di studio di molti studiosi che hanno dato vita ad una copiosa letteratura in materia a partire dagli anni 80. A riguardo non esiste una linea univoca ma una serie strumenti diversi atti alla valutazione del cosiddetto bilancio intellettuale, che considera i valori intangibili dell'azienda, e proposti da diversi autori ed enti. I principali metodi di valutazione possono essere raggruppati in quattro grandi categorie :

- *Metodi Scorecard*: ogni componente degli assets intangibili è misurato da un indicatore, per giungere ad attribuire un valore non monetario.
- *Direct Intellectual Capital*: viene attribuito un valore monetario alle singole componenti degli *intangibile*, che quindi possono essere valutate singolarmente o in forma aggregata.

---

<sup>14</sup> Franco Fontana e Matteo Caroli – Economia e gestione delle imprese, McGraw-Hill (2009)

- Metodi basati sulla capitalizzazione di mercato: il valore degli asset immateriali è determinata dalla differenza tra valore di mercato e valore contabile dell'impresa
- Metodi basati sul ritorno degli asset (ROA): La misurazione avviene confrontando le performance dell'impresa (asset tangibili) e quelle del settore, derivando per sottrazione e il valore degli asset intangibili.

Di seguito riportiamo un grafico che rappresenta i principali metodi di valutazione:

<b>Categorie di appartenenza</b>	
Metodi Scorecards (SC)	<i>Balanced Scorecard (BSC)</i> <i>Intangible Assets Monitor (IAM)</i> <i>Skandia Navigator™ (SN)</i> <i>IC-Index (IC)</i>
Metodi Diretti di Capitale Intellettuale (DIC)	<i>Technology Broker (TB)</i> <i>Citation-Weighted Patents (CWP)</i>
Metodi basati sulla Capitalizzazione di Mercato (MCM)	<i>Tobin's Q Ratio (Q)</i>
Metodi basati sul ritorno degli Asset (ROA)	<i>Economic Value Added™ (EVA)</i>

Fonte: Metodi di misurazione del capitale intellettuale – Amministrazione & finanza (2007)

Nonostante la letteratura in materia, questi metodi sono poco utilizzati nella pratica se non da parte di grandi imprese multinazionali e non in relazione a cessioni. I fondi di PE ed in generale gli operatori finanziari, rimangono legati al solo valore contabile; non sono pertanto disposti a pagare un prezzo maggiore che tenga conto del valore del bilancio intellettuale, ritenuto troppo rischioso da valutare. Tuttavia, in sede di analisi dell'operazione e nelle due diligence, viene implicitamente fatto un esame delle prospettive di creazione di valore che tengono conto anche degli aspetti intangibili quali il capitale umano, le relazioni con i clienti (soprattutto in imprese industriali che lavorano su commesse), l'organizzazione dei processi e dei controlli, ecc .

Queste valutazioni fanno inevitabilmente capo a tre principali componenti del capitale intangibile: il capitale relazionale, il capitale strutturale ed il capitale umano.

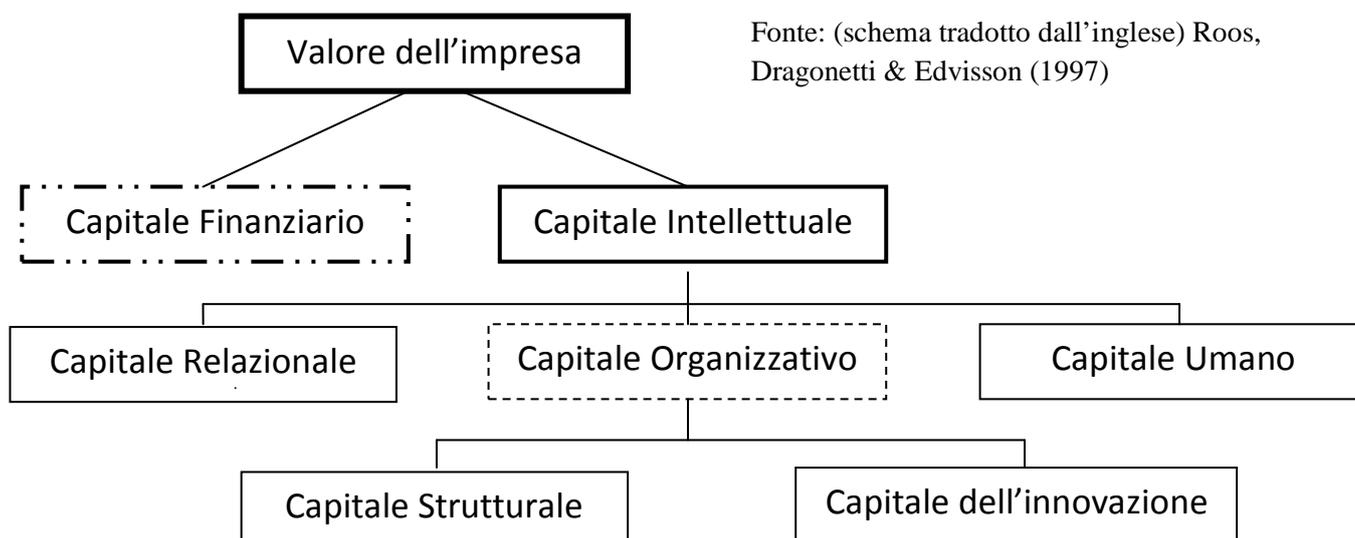
I metodi prima presentati valutano in maniera diversa questi tre generici asset intangibili che in ogni metodo vengono definiti in maniera diversa. Di seguito riportiamo un grafico che sintetizza le definizioni dei cinque metodi più utilizzati.

	<b>Capitale umano</b>	<b>Capitale strutturale</b>	<b>Capitale relazionale</b>
<i>Balanced Scorecard</i>	Prospettiva Apprendimento & Crescita	Prospettiva dei Processi Interni	Prospettiva Cliente
<i>Intangible Assets Monitor</i>	Competenze del Personale	Struttura Interna	Struttura Esterna
<i>Skandia Navigator</i>	Capitale Umano	Capitale Strutturale	(incluso nel Capitale Strutturale)
<i>IC-Index</i>	Capitale Umano	Capitale Organizzativo	Capitale Cliente e Relazionale
<i>Technology Broker</i>	Human-Centred Assets	Proprietà Intellettuale e Asset Infrastrutturali	Asset di Mercato

Fonte: Metodi di misurazione del capitale intellettuale – Amministrazione & finanza (2007)

Nella nostra analisi non ci proponiamo di analizzare i metodi nel dettaglio o esaminare gli indicatori per effettuare i vari indici. Ci limiteremo ad effettuare delle considerazioni riguardo le valutazioni preliminari che vengono fatte in sede di analisi e all’apporto di risorse dal fondo di PE.

La nostra analisi avrà un metodo molto simile a quello dell’IC-Index, che consideriamo il più affine alle principali considerazioni che vengono comunemente effettuate dagli investitori, soprattutto in merito al capitale relazionale. Secondo questo metodo infatti l’indice del capitale intellettuale è composto da tre aree: relazionale, organizzativo (strutturale e dell’innovazione) e umano.



Di seguito riportiamo i principali indicatori caratteristici di ogni area:

<p style="text-align: center;">Relationship Capital Index</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Crescita nel numero di relazioni</li> <li>- Aumento della fiducia</li> <li>- Ritenzione di clienti</li> <li>- Canali distributivi, produttività, qualità</li> </ul>	<p style="text-align: center;">Human Capital Index</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Esecuzione dei fattori critici di successo</li> <li>- Valore creato per dipendente</li> <li>- Efficienza ed efficacia della formazione</li> </ul>
<p style="text-align: center;">Infrastructure Capital Index</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Efficienza</li> <li>- Efficacia</li> <li>- Utilizzo dei fattori critici di successo</li> <li>- Efficienza della distribuzione</li> </ul>	<p style="text-align: center;">Innovation Capital Index</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Abilità nella creazione di nuovi business</li> <li>- Abilità nella creazione di nuovi prodotti</li> <li>- Crescita</li> <li>- Abilità nel migliorare la produttività</li> </ul>
<p>(*) Van Den Berg H. A., <i>op.cit.</i>, pag. 10.</p>	

Fonte: Metodi di misurazione del capitale intellettuale – Amministrazione & finanza (2007)

“L’IC-Index è il documento risultante dallo sviluppo del modello, che rileva tutti gli indici considerati e l’indice singolo che ne deriva. È una misura specifica dell’impresa, che utilizza variabili di *stock* e di flusso; mette in luce un’impresa diversa da quella percepita all’esterno, tipicamente basata sull’esame degli *asset* fisici”<sup>15</sup>. A differenza del metodo Skandia questo metodo ritiene molto rilevante il capitale relazionale, il suo indice infatti tiene in considerazione un numero più consistente di indicatori che lo riguardano. Inoltre questo metodo permette una valutazione non monetaria ritenendo difficile e poco attendibile attribuire un valore monetario a grandezze del tutto intangibili.

### 3.2.1 Il capitale finanziario

Il capitale finanziario è ritenuta la principale risorsa apportata dal fondo. Nonostante la maggior parte delle operazioni (anche MBO/MBI) venga fatta con l’utilizzo della capacità di indebitamento delle aziende, riteniamo, come più volte evidenziato, che l’utilizzo indiscriminato del debito non possa ritenersi accettabile. Il numero di fallimenti delle aziende in portafoglio degli investitori di PE ci sta dimostrando quanto venga indebolita in questo modo la solidità delle imprese, incapaci di fronteggiare la crisi a causa della struttura delle proprie fonti.

<sup>15</sup> Mario Pagliacci e Pamela Terenziani - Metodi di misurazione del capitale intellettuale – Amministrazione & finanza (2007)

È necessario in primo luogo distinguere le macrocategorie delle più comuni fonti di finanziamento: i contratti di finanziamento e le operazioni di *capital market* (emissioni di obbligazioni, *corporate bond*, a tasso fisso o variabile)

La trattazione completa sarebbe troppo complessa, ci limiteremo quindi a descrivere i principali contratti di finanziamento considerando che l'utilizzo di obbligazioni è quasi assente nelle PMI a causa del costo dell'emissione e della carenza di mercati adatti alla sottoscrizione.

I principali contratti di finanziamento sono:

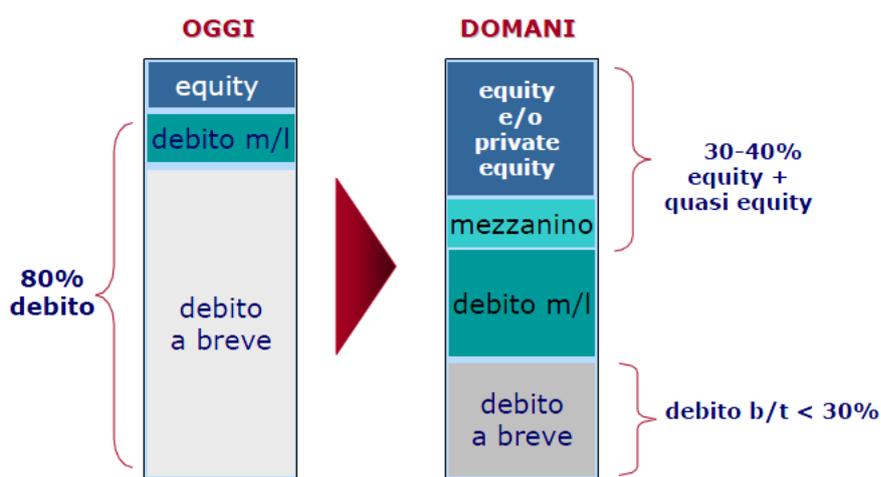
- Il *senior debt*: è il finanziamento per eccellenza e viene erogato da banche o *pool* di banche; è definito *senior* in quanto è privilegiato in sede di rimborso di quote di capitale e rappresenta, in media, circa il 50% dei mezzi finanziari utilizzati per finanziare operazioni straordinarie. L'ammontare massimo finanziabile è in funzione della capacità del business di generare cassa per il rimborso del finanziamento stesso. Occorre distinguere tra *acquisition loan* e *working capital loan*, o *revolving line*. Il primo è utilizzato nell'ambito di un'operazione di acquisizione per il pagamento di una parte o di tutto il prezzo d'acquisto, ovvero sostituisce il debito a medio-lungo termine presente nella target al momento dell'acquisizione. Il suo rimborso è normalmente suddiviso in tranche determinate in funzione dei flussi di cassa della società target, queste tranche possono essere ammortizzate o rimborsate in un'unica soluzione. Il costo di questo debito è stimato in base all'azienda e al grado di rischio. Le linee *revolving* o *working capital*, finanziano il capitale circolante dell'azienda, che costituisce il parametro chiave per la definizione dell'ammontare massimo della linea e delle modalità di utilizzo della linea stessa. Il prezzo del finanziamento (interesse) è costituito dal costo interbancario del denaro (Euribor) più uno *spread*, calcolato in base al profilo di rischio. Oltre al costo degli interessi, nella remunerazione del finanziamento, ci sono da calcolare anche le commissioni: per l'organizzazione dell'operazione, per la remunerazione del rischio delle banche sottoscrittrici, le commissioni d'agenzia ed infine le commissioni per la linea di fido non utilizzata. Le garanzie tipiche del *senior debt* sono tipicamente rappresentate da ipoteche, pegno e privilegio

sulle azioni della società target. Il finanziatore, nella pratica, impone contrattualmente alla società affidata il rispetto di alcuni vincoli (*covenants*), correlati ai flussi di cassa, che garantiscano la solvibilità dell'azienda; il monitoraggio di questi vincoli avviene attraverso l'obbligo di comunicazioni periodiche.

- I prestiti *stand by* e le altre forme di finanziamento a medio termine: i primi sono strumenti di finanziamento a breve termine attraverso i quali viene messa a disposizione della società target una linea di credito di importo e durata predefiniti con facoltà di utilizzo in più soluzioni parziali, gli utilizzi avvengono di solito per un periodo da uno a sei mesi; vengono pagate le commissioni sia su quanto utilizzato sia sulla quota della linea messa a disposizione e non utilizzata; nel caso in cui la durata del contratto non venga predeterminata, ma sia a revoca, questo strumento viene definito *evergreen*. Il finanziamento *bridge*: è una forma temporanea di finanziamento con scadenza da 6 a 18 mesi dall'erogazione che permette alla target di far fronte a esigenze di cassa; viene utilizzato in casi di limitate carenze di liquidità per anticipare prossime entrate di cassa derivanti da smobilizzi, vendite o emissioni di obbligazioni.
- Il finanziamento mezzanino: è uno strumento di finanziamento molto utilizzato negli ultimi anni e che comprende un insieme di svariati strumenti finanziari, che possono anche presentare caratteristiche differenti tra loro, generalmente riconducibili a forme ibride di finanziamenti che si caratterizzano perché sono una via di mezzo tra gli investimenti in capitale di rischio e quelli in capitale di debito garantito, e perché percepiscono una remunerazione in parte fissa ed in parte variabile, legata alla crescita di valore della società. Le caratteristiche di flessibilità del prodotto lo rendono particolarmente indicato per le operazioni di natura straordinaria, quali le MBO/MBI. Essendo subordinato al *senior debt* ed essendo molto flessibile ed incerto, ha un costo maggiore rispetto agli altri strumenti di finanziamento, ma il grado di rischio e la generazione di cassa determina la "vicinanza" al costo del capitale di credito o a quello di finanziamento. La remunerazione potrà variare in funzione della composizione tra interesse *cash/PIK*, ovvero la componente di reddito predeterminato

corrisposta periodicamente, ed *equity kicker*, ovvero la componente integrativa rappresentata da strumenti diversi come *warrants* o opzioni sui titoli rappresentativi del capitale di rischio.

Il mercato del credito mezzanino in Italia ed in Europa è cresciuto sensibilmente negli ultimi anni tanto che nel nostro paese tra il 2005 ed il 2006 è raddoppiato<sup>16</sup>. Inoltre il rapporto tra il debito e il reddito operativo, come abbiamo evidenziato nel paragrafo relativo alle operazioni di LBO, è diminuito negli ultimi anni. Questa semplice analisi permette di concludere che nei prossimi anni avremo una diminuzione dei debiti finanziari a fronte di un aumento dell'equity.



Fonte: Associazione Italiana Private Banking e AIFI (2007)

### 3.2.2 Il capitale relazionale

Il capitale relazionale, secondo il modello che abbiamo scelto di seguire (IC-Index), è un'importante componente del capitale intellettuale. A tal proposito vengono valutati indicatori appartenenti a quattro macroaree: la crescita del numero di relazioni; l'aumento della fiducia; la ritenzione dei clienti; i canali distributivi, produttività e qualità.

Per quanto riguarda l'oggetto della nostra analisi, i primi due aspetti sono i più importanti. È evidente infatti come, a seguito dell'ingresso del fondo, il numero di possibili relazioni possa aumentare sensibilmente. Le aziende in portafoglio hanno

<sup>16</sup> Fonte: S&P Icd, Fitchratings (2007)

indirettamente accesso al network formato sia dagli azionisti, che come abbiamo più volte evidenziato sono generalmente grandi imprenditori o istituzioni finanziarie, sia al network delle altre aziende in portafoglio.

Nel nostro caso, è anche da sottolineare l'importanza del capitale relazionale dei singoli manager; è un argomento particolarmente importante soprattutto quando ci troviamo di fronte alle operazioni oggetto della nostra analisi, le MBO/MBI. Tra le considerazioni relative ai vantaggi e svantaggi dei due tipi di operazione, trova posto la valutazione delle relazioni di cui gode attualmente l'azienda e soprattutto se queste facciano parte del capitale relazionale dell'azienda, del manager o dell'imprenditore. Analogo discorso deve essere fatto quando si ritenga opportuno un ricambio al vertice dell'azienda, in questo caso, oltre alla conoscenza del settore, è opportuno valutare anche il network di relazioni del manager entrante. Nelle operazioni di MBI è abbastanza comune che si cerchi un manager proveniente da un'azienda dello stesso settore ma di più grandi dimensioni, questa scelta viene normalmente fatta con l'obiettivo di aumentare la dimensione dell'azienda attraverso strategie di espansione ed in questi casi la rete di contatti è fondamentale. È quindi evidente come in momenti di transizione, come nell'esempio proposto, sia necessario valutare attentamente il network di relazioni attuali e soprattutto se faccia parte del patrimonio di relazioni dell'azienda o del manager; i risultati di questa valutazione potrebbero essere determinanti nella scelta di operazione da effettuare.

Altro aspetto da valutare è l'inserimento dei manager e dell'azienda in associazioni che garantiscano un certo network ed una certa visibilità; il riferimento è sia alle associazioni di categoria, sia a quelle che svolgono promozione di marchi specifici, sia associazioni culturali o club ai quali l'azienda e i manager sono iscritti e che permettono di aumentare la propria attività di lobbying, molto importante soprattutto per i manager della management company.

Il secondo aspetto che ci proponiamo di analizzare è la risorsa fiducia, che si manifesta nel capitale reputazionale dell'impresa. Le componenti del capitale reputazionale da prendere in considerazione sono molteplici: risultati economici e stabilità finanziaria, responsabilità sociale dell'impresa, emozioni suscitate, qualità

consolidata, qualità dell'ambiente e vision e leadership<sup>17</sup>. Il primo elemento è il più importante per la nostra analisi: la fiducia derivante dai risultati economici e dalla stabilità finanziaria è incrementata notevolmente dall'ingresso del fondo di PE, soprattutto con riguardo alla fiducia degli istituti di credito. Con il canale creditizio il fondo gode infatti di un canale privilegiato, che soprattutto in questo momento di crisi può rivelarsi particolarmente utile. I fondi godono di questi privilegi perché rappresentano un intermediario qualificato che si inserisce tra la banca e l'azienda, e garantisce con il suo track record ed con il patrimonio raccolto le notevoli capacità manageriali. Altro aspetto che la management company dovrà valutare sono i valori condivisi all'interno dell'azienda e la fiducia che i dipendenti ripongono nella proprietà (o management); questa banale riflessione porta a mettere in luce gli equilibri e gli eventuali attriti con i dipendenti (sindacati) che si potrebbero dimostrare decisivi in caso di razionalizzazioni.

### **3.2.3 Il capitale organizzativo**

Secondo il modello che vogliamo seguire, il capitale organizzativo è costituito da due componenti distinte a cui vengono associati due indici diversi: il capitale strutturale e il capitale dell'innovazione.

Nell'analisi del primo è determinante il supporto di esperti consulenti che siano in grado di valutare la struttura produttiva dell'azienda e la sua efficienza. L'ingresso del fondo in questo caso non contribuisce a sviluppare questo capitale se non avvalendosi dell'aiuto di un professionista. Tuttavia può essere utilissimo il supporto dei vertici della management company che, con la propria capacità ed esperienza, possono consigliare le scelte strategiche da effettuare in relazione ai fattori critici di successo e ai canali di approvvigionamento/distribuzione. In quest'ultimo caso l'azienda, utilizzando la nuova dimensione acquisita ed il network dell'investitore, potrebbe scegliere godere di nuove forme di approvvigionamento/distribuzione più redditizie, talvolta sfruttando un maggior potere contrattuale.

---

<sup>17</sup>Franco Fontana e Matteo Caroli – Economia e gestione delle imprese, McGraw-Hill (2009)

Per quanto riguarda il capitale dell'innovazione, sarà determinante il giudizio dei nuovi investitori riguardo gli sviluppi in nuovi business o la crescita della gamma offerta. Queste decisioni vengono generalmente prese in considerazione già a partire dai business plan e dai piani finanziari di investimento nei quali vengono pianificate eventuali acquisizioni.

### **3.2.4 Il capitale umano**

Il capitale umano, nonostante la sua rilevanza, è tenuto in scarsa considerazione e non è destinato ad essere analizzato come dovrebbe. Questo avviene principalmente per una scarsa cultura in materia ma anche per i ridotti tempi che non permettono un'analisi approfondita. I fondi, a causa del loro breve periodo d'investimento, si trovano a dover fare operazioni velocemente dedicando un approfondimento solo con le analisi economico-finanziarie. Queste tematiche sono fondamentali soprattutto nelle operazioni oggetto del nostro studio, dove il manager è parte attiva nel turnover. Il fondo deve fondamentalmente poter valutare se è il caso di investire con il manager già presente (MBO) oppure decidere chi potrebbe essere il manager da far entrare (MBI). Per effettuare questa analisi il fondo deve fare un'analisi approfondita che mira ad avere:

- ✓ Una fotografia chiara del contenuto professionale dell'organigramma
- ✓ Il livello di imprenditorialità presente in azienda
- ✓ La mentalità, la comprensione e le eventuali resistenze della struttura rispetto alla nuova operazione e ai nuovi azionisti di riferimento
- ✓ Le figure chiave su cui puntare per il successo dell'operazione
- ✓ Gli elementi necessari per comprendere il legame con l'azionista dell'azienda target (imprenditore) valutandone la reazione nel cambio di riporto della proprietà
- ✓ La presunta tempistica dell'operazione

L'analisi si deve pertanto rivolgere sia al top management sia al middle management di cui sarà necessario appurare sia le conoscenze sia le posizioni nei riguardi dell'eventuale cambio al vertice aziendale e riguardo il nuovo investitore, con le sue strategie.

Nelle operazioni di buy-out si devono inoltre prendere in considerazione anche quella serie di delicati equilibri che possono scaturire dalle asimmetrie informative di cui abbiamo parlato. Nelle operazioni di MBO/MBI che ci siamo proposti di analizzare, appare pertanto evidente che le valutazioni sul manager appaiono fondamentali per il ruolo attivo nell'operazione. Nel caso delle MBO è importante valutare anche il legame manager/imprenditore e valutare la posizione del vertice rispetto al nuovo assetto proprietario. Nel caso di MBI invece è importante valutare i fattori critici che possono condizionare la scelta e le decisioni del nuovo manager.

In ogni caso, il manager che avrà deciso di coinvestire, deve dimostrare la propria imprenditorialità. Questo tema, che riteniamo così rilevante da farne il titolo dell'elaborato, è la necessaria base attraverso cui si potrà avere un proficuo rapporto tra manager e fondo. L'operazione e l'ingresso del manager nella proprietà segna il deciso cambiamento del manager che diventa imprenditore di se stesso, investendo le sue energie e capacità per giungere all'ottenimento di obiettivi comuni con gli altri investitori.

L'analisi del capitale umano che abbiamo descritto rappresenta l'analisi minima che deve essere compiuta. Le valutazioni ulteriori dipendono molto dal tipo di azienda. Nel mercato manifatturiero, la componente dei costi del personale è minore (20-30%) e pertanto normalmente le analisi approfondite vengono tralasciate perché ritenute poco utili e troppo costose. Nelle aziende dove la componente umana è più marcata (ad esempio nelle aziende di servizi), sarebbe auspicabile che i fondi espandessero l'analisi anche ai livelli più bassi dell'organigramma aziendale. Un'analisi approfondita, come quella necessaria secondo il modello proposto, dovrebbe prendere in considerazione una serie di indicatori che mirano alla valutazione dei progetti di formazione e alla misurazione del valore creato da ogni dipendente.

#### **3.2.4.1 Le problematiche di entrata e uscita dalla gestione.**

Le fasi oggetto d'analisi sono particolarmente delicate e significative all'interno della vita aziendale. Nei casi di MBO normalmente non si rivelano così significative poiché il fondo entrante trova un'azienda sulla quale non si devono fare particolari

cambiamenti organizzativi nel middle o top management nel primo periodo, con la possibile eccezione del CFO, che di regola è espressione dell'investitore. La questione diventa rilevante quando ci siano da porre in essere processi di razionalizzazione. In queste situazioni sono da valutare attentamente le scelte in modo da non sconvolgere gli equilibri esistenti.

Nei casi di MBI invece, queste problematiche possono risultare particolarmente rilevanti. Il nuovo top manager dovrà inserirsi in un ambiente nuovo e poco conosciuto, pertanto andrà valutata la necessità di essere coadiuvati o meno da un'altrettanto nuova classe di middle managers. È pertanto fondamentale cercare di capire le posizioni dei vari dirigenti all'interno dell'azienda ed evitare eventuali conflitti che possano minare gli equilibri.

In fase di uscita le problematiche si dimostrano simili. È prassi comune che il topmanager rimanga per un periodo da sei mesi ad un anno con la nuova proprietà per non interrompere la continuità aziendale. Nelle operazioni di *secondary buy out*, generalmente, è richiesta la continuità aziendale e quindi l'assenso del manager è fondamentale per la determinazione del prezzo finale.

#### **3.2.4.2 Analisi costi/benefici**

L'impronta data dalla management company del fondo è rilevabile in misura maggiore nelle operazioni di MBI rispetto a quelle di MBO; nelle prime infatti il ruolo ed il potere di indirizzo della management company è più marcato poiché è in grado di esercitare un potere di indirizzo maggiore tramite il management entrante che si dimostra indipendente dalla vita dell'azienda e libero da qualsiasi vincolo "morale" che ne limiterebbe il potere (ci riferiamo in questo caso a manager emotivamente coinvolti nell'azienda e pertanto non del tutto oggettivi e razionali nelle proprie decisioni); al contrario nelle operazioni di MBO, la management company deve attentamente valutare la posizione del manager e le sue oggettive ed indipendenti capacità decisionali.

È determinante valutare da un lato le capacità del manager presente, i suoi legami con l'azienda e con l'imprenditore, e la sua conoscenza del mercato, dall'altro lato è

da determinare se l'ingresso di un nuovo manager possa colmare eventuali mancanze del manager presente e se si possa dimostrare abbastanza esperto ed in grado di integrarsi ed avere una forte leadership all'interno dell'azienda.

Il problema fondamentale è che queste valutazioni devono essere fatte in un breve lasso di tempo e vengono sottovalutate da gran parte degli investitori. Il quesito maggiore è rappresentato dal fatto che esiste un'anomalia non indifferente nelle tempistiche: l'operazione viene presentata, si effettuano le varie valutazioni economiche, si determina il prezzo, ci si impegna ad investire anche se con margini d'elasticità, si effettuano le ultime DD per la determinazione del prezzo finale. Il problema che si deve rilevare è che la DD approfondita sul capitale umano, quando viene fatta, è successiva alla determinazione del prezzo e delle analisi economiche. Questo aspetto non è da sottovalutare e riteniamo che sia la dimostrazione della superficialità di molte acquisizioni. Da quanto spiegato nasce il problema che, qualora si ravvisassero delle necessità di cambiamento (nel middle o top management), queste problematiche dovranno essere risolte nel brevissimo tempo che trascorre tra le DD economico-finanziarie ed il closing dell'operazione.

### **3.3 Rapporti fra le parti e corporate governance**

Nell'esaminare i rapporti tra le parti è essenziale identificarne i ruoli, gli obblighi e di diritti di ognuno.

Le parti da analizzare sono essenzialmente quattro: il fondo di PE, il manager, l'istituto finanziatore e l'eventuale imprenditore (qualora rimanga attivo nella vita aziendale).

Abbiamo già detto che la maggior parte delle operazioni di buy-out avviene attraverso l'utilizzo del debito, conseguentemente è evidente che l'istituto o il pool di istituti finanziari hanno un ruolo importante nella vita aziendale. Nell'approfondire questo tema ci ricollegiamo ad alcuni argomenti già trattati nei paragrafi relativi al capitale finanziario. Il primo tema da analizzare è quello dei *covenants* di natura comportamentale, informativa e finanziaria. Per *covenants di comportamento* si intendono le principali obbligazioni poste normalmente a carico del soggetto finanziato riguardo il divieto di ledere i diritti del finanziatore cedendo

la propria partecipazione, modificando la natura dell'attività finanziata, facendo operazioni straordinarie senza preavviso, costituendo garanzie reali sui beni della società, interrompendo coperture assicurative, non comunicando inadempienze o stipulando nuovi finanziamenti con altri istituti. I *covenants informativi*, particolarmente significativi nel descrivere i rapporti tra le parti, che riguardano le informazioni da comunicare al finanziatore per monitorare la situazione della società: bilanci, relazioni, ordini del giorno delle assemblee ordinarie e straordinarie, ed altri eventuali documenti periodici. I *covenants finanziari*, che riguardano sostanzialmente gli indicatori finanziari che la target deve rispettare per mantenere le condizioni di finanziamento e quei limiti che l'azienda non deve superare per non essere dichiarata inadempiente e quindi portare alla risoluzione del contratto di finanziamento ed al rimborso anticipato degli importi ancora dovuti.

Altro elemento fondamentale nell'analisi dei rapporti tra le parti, riguarda le garanzie e le dichiarazioni. Registriamo che nella maggioranza dei contratti di finanziamento, queste sono previste in relazione a diverse circostanze: valida costituzione del soggetto finanziato, esistenza di poteri agli organi definiti, validità delle obbligazioni non in contrasto con norme imperative, assenza di controversie o procedimenti giudiziari, assenza di ipoteche o pegni, veridicità delle informazioni societarie, contabili ed economiche, inesistenza di situazioni che potrebbero determinare una immediata risoluzione del contratto.

Il secondo tema che dobbiamo analizzare è il rapporto tra l'imprenditore e/o manager e l'investitore. Abbiamo già parlato delle asimmetrie informative e di quanto sia importante analizzare a fondo il tema del capitale umano; ora ci proponiamo di analizzare i principali vincoli che regolano la corporate governance. L'investitore finanziario deve tutelare la sua posizione, per fare questo vengono posti in essere diversi meccanismi:

1. *Lock-up*: il socio di minoranza (ex imprenditore e/o manager) si impegna a non cederla per un determinato periodo di tempo. In questo modo è garantita l'attività del soggetto nella vita aziendale.
2. *Earn-out*: il prezzo della partecipazione ceduta, nel caso in cui il manager e/o l'imprenditore partecipino attivamente alla vita aziendale, viene aggiustato in

funzione dei risultati raggiunti. Questa clausola tutela l'investitore dal mancato raggiungimento di obiettivi troppo ambiziosi contenuti nel business plan.

3. *Stock option*: le analizzeremo nel paragrafo dedicato all'incentivazione.
4. *Management by objectives (MBO)*: come il precedente, verrà analizzato nel paragrafo dedicato all'incentivazione
5. *Exit ratte*: tale accordo prevede che, se nel momento del disinvestimento si siano realizzati determinati incrementi di valore, vengano riallocate le partecipazioni incrementando, secondo l'incremento di valore, le partecipazioni dei soci.
6. *Clausola di prelazione*: alla scadenza della clausola di lock-up, il socio di maggioranza ha diritto di acquistare la partecipazione del socio di minoranza cedente in via prioritaria.

Spesso inoltre, i manager del fondo sono parte attiva degli organi societari della target ricoprendo cariche di consiglieri di amministrazione o presidente per mantenere più marcato il proprio ruolo attivo, a tutela degli interessi del fondo e dei suoi azionisti.

### **3.3.1 Gli accordi di incentivazione**

Questo argomento risulta particolarmente sensibile alle politiche fiscali vigenti, è evidente che gli strumenti di remunerazione variano a seconda dei trattamenti fiscali più vantaggiosi. Ci limitiamo pertanto ad analizzare i due strumenti prima citati: le *stock option* ed il *management by objectives*.

Le *stock option* rappresentano la possibilità per il manager di esercitare un'opzione *call* sulle azioni della società con un determinato *strike price*. L'esercizio di tale opzione è normalmente subordinato al raggiungimento di determinati obiettivi o a vincoli temporali. L'incentivazione si basa sul fatto che in questo modo il manager avrà interesse a far crescere il valore della società in modo da massimizzare i suoi profitti, dati dalla differenza tra *strike price*, ovvero il valore assegnato inizialmente alle azioni, e valore di mercato delle azioni. In questo modo la partecipazione del manager potrebbe sensibilmente aumentare di valore al momento della cessione,

determinando una plusvalenza. È da segnalare che il trattamento fiscale ha subito numerosissimi cambiamenti a partire dal 2000; il D.L. 25/06/2008, n. 112 infine ha abrogato il regime fiscale agevolato specificando che: “la differenza tra il prezzo pagato al momento della assegnazione e il valore normale delle azioni al momento dell'opzione costituisce reddito di lavoro dipendente da tassare nell'esercizio in base alle aliquote progressive Irpef.”<sup>18</sup>

Il secondo strumento che ci siamo proposti di analizzare è il *management by objectives*, ovvero basare determinati bonus al raggiungimento di obiettivi pronosticati nel business plan. Questo meccanismo è utile su due fronti: stimola il manager a redigere un business plan realistico in fase preliminare e a raggiungere gli obiettivi previsti dallo stesso.

Nelle operazioni di MBO/MBI che ci siamo proposti di analizzare, riteniamo che le stock option non rappresentino più il sistema migliore. Il successo delle stock option era giustificato principalmente dal trattamento fiscale agevolato di cui godevano e che ora hanno perso, essendo tassate come reddito Irpef. Oltre a questo, è da registrare che i bonus legati al raggiungimento dei risultati sono dipendenti dalla sola gestione operativa, mentre il valore delle stock option dipende dallo spread rispetto al valore di mercato che, come sappiamo, dipende da una serie di variabili esogene tra cui l'andamento del mercato, dei multipli, delle prospettive di settore, ecc. Fatte queste considerazioni, è importante riflettere sul fatto che i bonus sono certi nel valore ma sono strettamente dipendenti dal business plan, che perciò deve essere particolarmente accurato; le stock option invece sono incerte nel loro valore e sono dipendenti da variabili esogene che rendono impossibile determinare ex-ante il valore che raggiungeranno, sia da parte dell'investitore sia da parte del manager. Oltre a questo è da valutare anche il fatto che le azioni che il manager avrebbe maturato, sono vendibili sul mercato solo nel caso in cui avvenga una quotazione, altrimenti il manager è obbligato ad attendere la dismissione del socio di maggioranza e tentare di venderle allo stesso acquirente. Perciò, i problemi caratteristici delle stock option nella determinazione del loro valore, e

---

<sup>18</sup> Fonte: Eurocons Consorzio di Imprese per la Consulenza Aziendale

conseguentemente delle azioni da assegnare, si rivelano oggi ancora più rilevanti per la mancanza del trattamento privilegiato; riteniamo perciò non conveniente continuare ad utilizzare tale meccanismo.

### **3.3.2 I patti parasociali**

Con “patti parasociali” vengono normalmente intesi i patti o sindacati attraverso cui più soci creano gruppi di controllo o gestione obbligandosi a portare in assemblea decisioni prese in apposite assemblee esterne. Comunemente esistono due tipi di sindacati: quelli di voto che abbiamo citato ora, e quelli di blocco, mediante i quali i soci si impegnano a cedere la partecipazione solo dopo la rinuncia alla prelazione degli altri soci.

Questi patti sono tipici di aziende con azionariato diffuso; lo scopo dell’elaborato invece è di analizzare le operazioni MBO/MBI che riguardano aziende PMI con pochi soci, e che in genere non hanno bisogno di ricorrere a questo genere di patti. Tuttavia risultano rilevanti i patti parasociali che vengono posti in essere tra l’investitore istituzionale ed il manager, che nei casi analizzati rappresenta anche il socio di minoranza.

Questi patti, detti “Accordi di investimento e di gestione”, solitamente sono articolati tra il manager e gli investitori in riguardo a tre gruppi di previsioni, tra loro connessi e dipendenti:

- Patti volti alla regolamentazione dell’investimento iniziale nella società (per esempio la NEWCO) che realizzerà l’acquisizione della target, nonché a regolamentare i rispettivi rapporti al momento del disinvestimento da parte dell’investitore.
- I patti volti a regolamentare gli impegni di carattere gestionale facenti capo al manager, nonché la sorte delle azioni detenute dal manager nel caso di uscita anticipata.
- I patti aventi oggetto l’eventuale incremento della partecipazione detenuta dal manager nella NEWCO ( piano di incentivazione).

Del primo gruppo fanno parte gli obblighi in fase di investimento e quelli in fase di disinvestimento. Inizialmente il patto prevede l’impegno a co-investire,

regolamentando le quote che verranno assegnate al manager una volta effettuato l'acquisto della target. In questo gruppo di patti sono spesso inserite le clausole che riguardano il disinvestimento. Le più comuni sono le clausole *tag along* e quelle *drag along*. La prima riguarda l'obbligo per cui il socio di maggioranza che decide di cedere la partecipazione, dovrà garantire che il nuovo investitore rilevi la partecipazione detenuta dal manager. La seconda tutela del socio di maggioranza, e prevede che qualora lo richieda, il manager (socio di minoranza) sia obbligato a vendere la sua partecipazione al nuovo investitore (sulla base delle stesse condizioni d'acquisto del socio di maggioranza).

Il secondo gruppo di patti riguarda essenzialmente la regolamentazione del potere gestionale del manager. A tutela del proprio investimento infatti, il socio di maggioranza porrà in essere dei limiti alla gestione aziendale da parte del manager, non delegando alcune attività, ma riservando all'organo collegiale le decisioni su determinati argomenti. In particolare i patti regolamentano le circostanze per le quali il manager possa essere sostituito; nel dettaglio si dovrà indicare i casi in cui il manager venga sostituito per volontà propria o dell'investitore ed in particolare chi manterrà la proprietà delle azioni del manager. In genere si indicano i casi di *good leaver*, ovvero quelli per cui il manager receda unilateralmente per comportamenti illegittimi dell'investitore o per sostituzione da parte dell'investitore senza giusta causa, e i casi di *bad leaver*, ovvero i quelli in cui il manager venga allontanato per giusta causa dall'investitore oppure il manager receda unilateralmente il rapporto senza adeguata motivazione o a favore della concorrenza. Nel primo caso (*good leaver*) le azioni rimangono in capo al manager oppure possono essere riacquistate dagli investitori a valore di mercato e senza penalizzazioni, nel secondo (*bad leaver*) le azioni vengono rivendute all'investitore con uno sconto predeterminato e sfavorevole al manager.

Altre fattispecie previste da questo gruppo di patti sono quelle relative alle clausole di lock-up, di cui abbiamo già parlato precedentemente, e all'impegno di non concorrenza da parte del manager nei casi di recesso anticipato.

## 4. IL CASO ECO

Dopo aver approfondito le metodologie di analisi, l'evoluzione del mercato e le risorse che vengono apportate, ci proponiamo di analizzare nel dettaglio un caso pratico. È stata scelta l'operazione e l'azienda ECO perché rappresenta un esempio di eccellenza tra le operazioni di MBI/MBO e che ha visto protagonista una tipica media impresa italiana, con grande potenziale ma in attesa di un investitore e di un manager che potessero avviare il processo di internazionalizzazione e sfruttare l'alto grado di tecnologia presente. Inoltre è sembrato un esempio adatto per descrivere le strategie *Buy & Build* che abbiamo trattato nel secondo capitolo.

### 4.1 La storia

ECO è una società costituita nel 1972 a Pocenia, un piccolo comune vicino Udine. La famiglia fondatrice Locatelli, ha gestito l'azienda per trent'anni facendola crescere nel mercato italiano ma non riuscendo ad avviare il processo di internazionalizzazione. L'azienda era caratterizzata da un ottimo grado di redditività e da un alto livello di tecnologia non pienamente sfruttato nel solo mercato nazionale.

Nel 1999 i soci fondatori decisero quindi di cedere la società ad una cordata di investitori attivi nel PE di cui parleremo più avanti nel dettaglio. Il core business dell'azienda è rappresentato dalla produzione di scambiatori di calore per il settore del condizionamento e refrigerazione dell'aria ad uso civile ed industriale.. In particolare attualmente è leader europeo nella produzione di scambiatori di calore a pacco alettato.

La prima operazione è stata fatta nel 1999 quando una cordata di investitori decise di comprare l'azienda dalla famiglia fondatrice. Questa cordata era guidata dal fondo di ABN Ambro, gestito del futuro team di PM&Partners (nel 2001 ABN Ambro sarà sostituito dal fondo Emerald), e da altri due investitori attivi nel settore: BS Private Equity e BNL Investire Impresa. Ruolo chiave è stato rappresentato dal manager Carlo Alberto Marsiletti che è stato coinvolto nell'investimento poiché già attivo nel settore, coadiuvato da nuove altre figure nell'alta direzione. Nell' *holding*

*period* (fino al 2004) si è attuata una crescita per linee esterne e uno sviluppo di nuove politiche commerciali che hanno permesso di aggredire nuovi mercati europei, soprattutto in Spagna, arrivando a raddoppiare il fatturato dai 100 milioni del 1999 ai 200 milioni del 2004. Questa prima fase è stata caratterizzata fondamentalmente dalle strategie di espansione commerciale e dall'aumento della qualità, con ingenti investimenti per le certificazioni UNI EN ISO 90001 e UNI EN ISO 14000. Queste strategie hanno portato a risultati notevoli sia nell'aumento del fatturato, sia nell'aumento dei dipendenti (da 1000 a 1500).

Terminato l'*holding period*, per la cordata di fondi è stato necessario disinvestire. La strategia di disinvestimento è stata quella dell'asta competitiva da cui è emersa la configurazione dell'operazione come *secondary buy out*, di cui è stato protagonista il fondo di private equity Compass Partners International, investitore caratterizzato da competenze specifiche e da investimenti nello stesso settore, che avrebbero permesso delle significative sinergie.

L'operazione ha comportato la cessione integrale da parte della precedente cordata. Il management ha mantenuto la propria partecipazione pari a circa il 10% (caratterizzando quindi questa operazione come MBO) dando continuità alle strategie aziendali di internazionalizzazione che hanno portato la crescita degli impianti da 5 a 9, e l'ingresso nel mercato svedese, statunitense e cinese. L'ingresso del fondo Compass ha comportato il conferimento di una società dello stesso settore già posseduta dal fondo (Coiltech) e l'acquisizione di altre due società negli USA (Astro Air LP, Texas) e in Cina (Wuxi Eco Coils & Coolers). L'ingresso nei nuovi mercati e le politiche legate all'efficienza hanno portato il fatturato a 325 milioni nel 2006 e la forza lavoro incrementata ancora del 50% (arrivando a 2500)

Ultima tappa nella storia della ECO è stata nel 2007 quando il gruppo è stato comprato dalla Luvata, azienda leader mondiale nel settore e controllata dal fondo svedese Nordic Capital. L'azienda purtroppo ha registrato un crollo del fatturato a seguito della crisi finanziaria, il crollo degli ordini nel 2009 ha determinato la chiusura di uno dei tre stabilimenti italiani ed il licenziamento di 150 dipendenti.

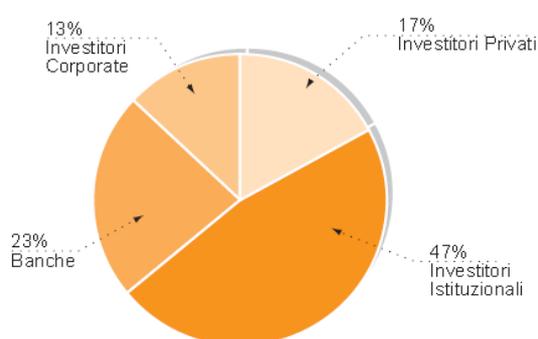
## 4.2 L'operazione

Ai fini dell'elaborato, riteniamo interessante analizzare la prima delle operazioni descritte. La prima operazione è infatti un caso di MBI molto utile ai fini didattici poiché rappresenta il tipico caso di media impresa italiana che riesce a creare valore attraverso l'apporto di capitale finanziario e capitale intellettuale dal fondo di PE. In particolare intendiamo analizzare nel dettaglio le fasi che abbiamo approfondito maggiormente nella parte teorica e cioè: lo sviluppo dell'operazione a partire dalle fasi preliminari, la ricerca e selezione del manager, le strategie adottate per l'internazionalizzazione e la conseguente creazione di valore, il disinvestimento.

### 4.2.1 Gli investitori e le fasi preliminari

Come abbiamo già accennato, nella prima operazione, gli investitori erano costituiti da una cordata di operatori di PE, guidati dall'*advisor* italiano PM&Partners (precedentemente a capo dell'area investimenti di ABN Ambro), uno dei principali operatori italiani nel settore del PE che promuove e realizza l'acquisizione di partecipazioni, di maggioranza e di minoranza, in medie imprese italiane. Il fondo Emerald di cui è consulente PM, è operativo dal 2001 e conta su risorse finanziarie pari ad oltre 215 milioni di euro messe a disposizione da primari investitori istituzionali e privati. L'analisi degli investitori del fondo è importante per valutare

#### Sottoscrittori Fondo Emerald



il capitale relazionale e reputazionale di cui può godere, in particolare elenchiamo gli istituti italiani più prestigiosi: Banca Intesa, Gruppo MPS, Gruppo San Paolo IMI, Gruppo Banca Lombarda, Gruppo BPU e Gruppo Allianz. Per valutare il network di relazioni che hanno permesso lo sviluppo europeo dell'azienda, è interessante elencare anche gli investitori

europei del fondo: Hermes Investment Management Limited, principale gestore dei fondi pensione di British Telecommunications e delle Poste Britanniche; Parallel Ventures Managers: gestore di fondi per conto di British Gas, British Aerospace,

Sunlife e altri investitori istituzionali britannici; PPM Ventures, gruppo assicurativo Prudential; Proventure, fondo di fondi con base principalmente scandinava, Fondamenta, fondo di fondi gestito da Mediolanum State Street ed il grande gruppo industriale svizzero CATISA (4 bln \$ di fatturato).<sup>19</sup>

#### **4.2.2 Analisi dell'operazione e dell'azienda**

Dopo una prima fase gestita assieme ad un temporary manager, è stato nominato il manager definitivo: Carlo Alberto Marsiletti, già attivo nel settore. Dopo i primi sei mesi di gestione temporanea, il nuovo manager si è inserito nella vita aziendale studiando le criticità dell'azienda ed iniziando ad incidere sull'efficienza dei processi.

Le prospettive reddituali e di generazione di cassa, hanno permesso di effettuare l'operazione attraverso l'ottimizzazione della leva finanziaria. L'*Enterprise Value*, pari a 108 milioni, era composto dal 36 di equity. Il rapporto EV/EBITDA era pari a 5 ed il debito/equity pari a 2, in linea con le tendenze del mercato.

Nel 2001, il management team di ABN Ambro diventa *advisor* del fondo Emerald (con il nome di PM&Partners) e contemporaneamente viene ceduta la quota dal primo al secondo investitore, con un IRR già significativo per ABN Ambro.

Con l'ingresso di PM&Partners si apre una nuova stagione di crescita ed investimenti. Viene investito un totale di circa 17 mln di euro per rilevare la quota di ABN Ambro (15%) ed una parte di quella di altri investitori (Efibanca, Intesa BCI, Interbanca Gestione Investimenti) arrivando al 37,5%.

L'azienda rilevata aveva già avviato alcune politiche commerciali in ambito internazionale che le avevano permesso di superare la soglia del 50% del fatturato proveniente dall'estero. Tuttavia la crescita (CAGR) del 7% del fatturato e la quota di mercato europeo del 13% fatte registrare nei tre anni precedenti (1998-2001) non era ancora ritenuta adeguata al potenziale dai brevetti e dal livello tecnologico. Erano già attivi ed a pieno regime i tre stabilimenti: Pocenia (Udine), San Vito di

---

<sup>19</sup> Fonte dati e grafico: Barabino & Partners, comunicati stampa (2004)

Tagliamento (Pordenone) e quello Austriaco in Carinzia; tuttavia si era raggiunto il limite di produzione. Anche le politiche commerciali erano da migliorare, puntando sui servizi e sui contratti esclusivi.

### **4.2.3 Il management e l'incentivazione**

Come abbiamo spiegato, il ruolo del capitale umano nella gestione di un'azienda è fondamentale. Il ruolo del management è ancor più determinante nelle operazioni MBI, nelle quali il manager si deve integrare in un'azienda già avviata e con equilibri che vanno considerati. Pertanto la management company di un fondo, deve trovare un manager adatto al ruolo e con un adeguato know-how del settore oltre a doti relazionali che lo rendano capace di integrarsi con il personale esistente.

Per questo la selezione del CEO e delle figure dell'alta direzione che lo devono accompagnare risulta fondamentale. Come abbiamo già accennato, la prima operazione si è conclusa senza aver identificato un manager effettivo, pertanto si è dovuto affidare la gestione ad un manager temporaneo. Sono stati necessari altri 6 mesi per identificare la figura ideale per guidare l'impresa, individuata in Carlo Alberto Marsiletti. Il curriculum vitae del nuovo CEO era particolarmente adatto: dal 1982 al 1987 era stato CEO della CGA, azienda italiana facente capo alla famiglia Nocivelli, produttore di evaporatori in alluminio ad altissima efficienza per la refrigerazione domestica (pannelli di raffreddamento per frigoriferi); dal 1987 al 2000 era stato CEO del gruppo EPTA, il cui *core* business è la progettazione, realizzazione ed installazione di banchi frigoriferi, centrali e celle frigorifere. Con il CEO entrarono a far parte della nuova gestione anche altre figure dell'alta direzione in grado di affiancare il nuovo manager nell'internazionalizzazione dell'azienda. In particolare venne inserito un nuovo CFO, che comunemente è espressione dell'investitore, e venne valorizzato il ruolo del Direttore Commerciale.

I piani di remunerazione, destinati sia al CEO che ad alcune altre figure dell'alta dirigenza, erano basati sull'assegnazione di *stock option* e sul *management by objectives (MBO)*, strumenti che abbiamo già visto nel paragrafo dedicato, e che risultano particolarmente adatti al perseguimento di obiettivi in linea con le esigenze della società e con la creazione del valore per gli investitori. Le *stock option* in

questo caso venivano assegnate anno per anno in relazione ai risultati raggiunti; inoltre sarebbero state assegnate ulteriori opzioni in relazione all'IRR raggiunto dagli investitori al momento del disinvestimento. Questo doppio meccanismo di assegnazione ha reso possibile motivare il management al raggiungimento sia degli obiettivi di breve periodo prefissati, sia alla creazione di valore nel lungo periodo (il prezzo di cessione dipende sia dalla situazione corrente sia dalle prospettive future).

#### **4.2.4 Capitale umano e Corporate Governance**

Al momento dell'operazione, oltre al CEO ed al CFO, gli investitori scelsero di inserire all'interno del CdA un membro non esecutivo indipendente. Questa prassi, come abbiamo già avuto occasione di scrivere, è spesso utilizzata per tutelare l'investimento dei fondi: il ruolo del consigliere indipendente è solo di garanzia e non partecipa alla vita operativa dell'azienda se non come tramite con gli investitori.

Nel nostro caso gli investitori, sotto la guida dell'*advisor*, hanno provveduto a modernizzare e rendere più adatta all'internazionalizzazione la struttura dell'impresa.

Per questo, oltre all'inserimento dei nuovi CEO e CFO, è stato necessario inserire sistemi di pianificazione e controllo del tutto assenti per la natura familiare della struttura aziendale. È stato quindi ritenuto indispensabile introdurre l'intero sistema di budgeting e controllo di gestione e rendere più aggiornata la contabilità di bilancio, attraverso il conto economico mensile e lo stato patrimoniale trimestrale.

Il processo di modernizzazione ha riguardato anche il sistema informativo e comunicativo rivolto agli stakeholders, nello specifico è stata introdotta la metodologia "vision 2000" per l'ottimizzazione dei processi e dei flussi informativi verso terzi e verso i dipendenti.

#### **4.2.5 La crescita e la strategia *Buy&Build***

A partire dal 2001 l'azienda è cresciuta a ritmi molto elevati, questi risultati sono stati resi possibili dalle nuove strategie aziendali, fondate su tre fattori:

- Nuove politiche commerciali. Nel corso degli anni si è puntato su nuove fasi della catena del valore che prima erano trascurate, si è infatti provveduto a stringere accordi e contratti esclusivi con grandi clienti, che riguardavano non solo la fase di produzione, ma anche quella di progettazione ed ingegnerizzazione. L'orientamento al cliente raggiunto con queste strategie, ha permesso, nel corso degli anni, di stringere importanti accordi con gruppi multinazionali operanti nell'*air treatment industry* che hanno portato, in alcuni casi, all'assegnazione in outsourcing alla ECO dell'intera produzione di scambiatori per il mercato europeo.

L'orientamento al cliente e l'estensione dei servizi offerti ha portato ad una "customizzazione" di nuovi prodotti, che per ECO consiste nella produzione di nuove geometrie per gli scambiatori. Questo aumento della produzione porta ogni anno circa 6.000 nuovi codici prodotto. La "customizzazione" non sarebbe però possibile tuttavia senza un R&D Department adeguato, che negli anni in analisi consisteva in ben 44 ingegneri in costante collaborazione con i clienti.

- Investimenti nella qualità. L'evoluzione industriale e la globalizzazione hanno portato alla certificazione degli standard in molte fasi della produzione industriale. In particolare le certificazioni ENI EN ISO 9001 e UNI EN ISO 14000 sono state considerate indispensabili per accedere a nuovi mercati con un'immagine forte. Oltre a questo sono stati fatti importanti investimenti finalizzati alle problematiche ambientali, ed in particolare è stato ottimizzato il processo di recupero dei solventi usati nella produzione con soluzioni d'avanguardia tecnologica.
- Contrastare la ciclicità. A fronte del business fortemente ciclico dei refrigeratori, la società ha investito molte risorse in innovazione ed in particolare nell'*energy saving*, conscia della necessità di operare proponendo servizi integrati e anticipando i bisogni dei clienti, sempre più sensibili all'impatto ambientale dei propri investimenti.
- Investimenti esteri. La necessità di internazionalizzazione ha portato all'investimento in nuovi stabilimenti esteri in Spagna. Nel 2001 infatti è stato

comprato lo stabilimento di Guadalajara, vicino Madrid, che ha portato alla nascita della nuova divisione spagnola “ECO Refrigeration Iberica”.

La necessità di diversificare sfruttando sinergie, ha invece portato all’acquisto nel 2003 della nuova Business Unit italiana “System” proprietaria del marchio ISC System, con l’utilizzo dell’indebitamento. L’azienda, già attiva da circa 10 anni nel settore, produce una vasta gamma di attrezzature da officina destinate ad effettuare la carica e la manutenzione degli impianti di condizionamento degli autoveicoli, dei mezzi per il trasporto pesante, per l'agricoltura e la nautica, consentendo il recupero e il riutilizzo dei fluidi frigorigeni ed evitando la loro dispersione nell'atmosfera. L’azienda era presente con l’impianto di Amaro (Udine), che ha portato a tre gli stabilimenti italiani del gruppo oltre ai due esteri in Austria e Spagna.

L’analisi storica degli investimenti effettuati ci dimostra che la strategia degli investitori sia stata di *Buy & Build*. Nel precedente paragrafo dedicato a queste strategie, abbiamo descritto come queste si rivelino più redditizie delle altre. L’analisi dei dati sulle performance delle ECO ci dimostrerà la veridicità di quelle affermazioni.

Nel 2000 il fatturato dell’azienda era di circa 100 milioni di euro, al momento del disinvestimento (2004) i ricavi erano arrivati a 200 milioni. La crescita è stata significativa e frutto delle politiche commerciali e, soprattutto, delle acquisizioni di quegli anni.

La crescita del valore è dimostrata anche dal fatto che la quota di mercato europeo è passata dal 13% al 17%, con l’intensificarsi dei ricavi esteri che hanno raggiunto il 58% del fatturato complessivo.

I grandi investimenti nelle acquisizioni sono stati accompagnati da una crescita del reparto R&S che ha raggiunto le 44 unità di ingegneri, altrettanto importante è stato l’investimento in capitale umano, che ha fatto quadruplicare il rapporto tra spese di formazione e fatturato.

È anche interessante notare come, conseguentemente alle acquisizioni, sia cresciuto il gruppo in termini di occupazione, passando da 926 dipendenti a 1593.

Dal punto di vista finanziario, il livello dei ricavi netti è aumentato grazie alle acquisizioni, nella tabella seguente, sono stati inseriti i dati relativi alla parte *core* del gruppo, che quindi non comprende la *business unit* ISC acquistata nel 2003.

A partire dal fatturato di 96 milioni di euro del 2001, prima dell'acquisto dell'azienda iberica, si è arrivati ai 154 milioni del 2001. Il 2002 purtroppo è stato un anno molto negativo per il settore, a livello europeo il mercato dell'*air conditioning* ha subito un decremento del -20% rispetto al 2001, mentre quello della refrigerazione è diminuito del -5%. Considerata l'esposizione del gruppo su entrambi i mercati, la flessione negativa della ECO del -3% può essere considerata positiva.

Dal punto di vista delle passività, i debiti finanziari netti (NFD) rappresentavano una quota importante delle fonti. Tuttavia, in linea con quanto pianificato preliminarmente, l'azienda ha mantenuto un alto grado di redditività e di generazione di cassa, questo ha reso possibile una costante diminuzione del debito. In particolare, l'acquisizione dell'azienda spagnola ha permesso di sfruttare sinergie e conseguenti riduzioni dei costi che hanno portato alla vendita di fabbricati non dedicati all'attività *core* di produzione. La cessione ha fatto registrare una consistente entrata finanziaria, che ha permesso di velocizzare la riduzione del debito.

€ mln	2001	2002	2003
<b>Net Revenues</b>	<b>154</b>	<b>149</b>	<b>200</b>
<i>Growth %</i>		-3,1%	+33%
<b>EBITDA</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>33</b>
<i>EBITDA Margin</i>	16,4%	15,6%	N/D
<b>NFD (Debt)</b>	<b>(36)</b>	<b>(13)</b>	<b>(24)</b>

Nonostante la battuta d'arresto del 2002, nel 2003 il mercato ha dato segni di ripresa facendo registrare una lieve crescita del 3,6% dei ricavi netti.

Le vendite del primo trimestre, rispetto a quelli degli anni precedenti, hanno fatto registrare dati molto positivi (+12,3%) anche rispetto a quanto preventivato nel budget (+3,2%).

L'acquisizione di ISC dal gruppo DeLonghi (azienda aveva registrato nel 2002 un fatturato di 42 milioni e un EBITDA di 5) è stata ritenuta strategica dal management per eliminare importanti concorrenti italiani e ha comportato un impegno significativo di ordini da parte del cedente.

Il bilancio consolidato del 2003 ha infine fatto registrare un fatturato di circa 200 milioni ed un EBITDA di 33. Questo dato è significativo per valutare la politica di espansione e dimostra come si siano generati ricavi per un 4% in più rispetto al 2003, considerando che nel 2002 le due aziende separatamente avevano registrato un totale di 192 milioni. Per quanto riguarda l'EBITDA, confrontando lo stesso scenario ipotetico del 2002, si è registrato un aumento da 29 a 33 milioni.

### **4.3 Il disinvestimento**

La strategia di disinvestimento è stata quella dell'asta competitiva, gestita dall'*advisor* Crédit Agricole Indosuez, da cui è emersa la configurazione dell'operazione come *secondary buy out*. Il protagonista dell'operazione è stato il fondo di private equity Compass Partners International, investitore paneuropeo con sede a Londra, caratterizzato da competenze specifiche e da investimenti nello stesso settore.

Cross Border e Freshfield Bruckhaus Deringer sono stati *advisor* finanziario e legale per Compass. Calyon e Pavia e Ansaldo hanno invece ricoperto il ruolo di *advisor* finanziario e legale dei venditori.

La scelta di questo investitore è stata determinata dal fatto che era già presente nel settore con un'altra impresa: la Coiltech, e aveva quindi maturato un adeguato know-how del mercato. La presenza dell'azienda in portafoglio, che ha consentito di sfruttare le sinergie tra le due società, è stata ultimata nel 2004. In questo modo è stato raggiunto un altro mercato importante quale quello svedese, dove la Coiltech ha sede.

Dal punto di vista finanziario, il gruppo ECO è stato ceduto a Compass per 210 milioni, pari a 1,1 il fatturato e 6,4 volte l'EBITDA.

Nell'operazione è stato determinante il ruolo del manager il quale, come spesso accade nelle operazioni di *secondary buy out*, è stato mantenuto al comando. Per effetto delle *stock options* e della richiesta di rimanere nella società, il CEO ha mantenuto la quota del 10% maturata nel corso della prima operazione.

## Conclusioni

Ripercorrendo l'elaborato, riteniamo di essere riusciti a dimostrare come il settore del PE, in costante crescita, sia una grande risorsa per l'industria italiana. Abbiamo evidenziato come tuttavia sia necessaria un'evoluzione del mercato che possa segnare la fine dell'epoca del *financial engineering* e dell'uso indiscriminato del debito a favore di un aumento dell'impegno nella gestione operativa delle aziende da parte degli investitori.

Abbiamo tuttavia registrato il fatto che la crescita del mercato è stata motivata da una serie di fattori, alcuni dei quali sono discutibili. In particolare abbiamo visto come fino al 2004, le strategie di sviluppo (*Buy&Build*) non fossero particolarmente utilizzate, mentre veniva privilegiato il solo ritorno finanziario frutto di politiche aziendali, più legate alla speculazione ed all'ingegnerizzazione finanziaria che alla crescita di valore reale.

Il dato positivo, in termini di creazione di valore, è emerso dall'analisi dei dati relativi agli ultimi 5 anni. In questo periodo infatti, sono aumentate considerevolmente le grandezze reali (occupazione, fatturato, ricavi), frutto di diversi fattori, e le strategie di sviluppo sono state attuate con successo.

L'uso della leva finanziaria rimane un argomento particolarmente spinoso. Dopo un uso indiscriminato del grado di indebitamento, negli ultimi anni, ad eccezione del 2006, si è tornati a valori accettabili. Tuttavia pensiamo che la crisi del mercato creditizio e l'aumento dei *write off* possano segnare un necessario riequilibrio nelle politiche sulle fonti di finanziamento. Conseguentemente, per riuscire a mantenere una buona redditività, sarà necessario modificare le strategie di investimento privilegiando la qualità alla quantità e investendo più energie nella selezione e nella gestione delle imprese in portafoglio.

Nei mercati globalizzati nei quali la concorrenza è diventata agguerrita e la flessibilità e dinamicità sono d'obbligo, la capacità di selezionare aziende con

buone prospettive non potrà essere misurata dai soli dati economico-finanziari. Per questo abbiamo scelto di analizzare il capitale intellettuale che, a nostro giudizio, dovrà essere oggetto di una valutazione approfondita.

Il manager dovrà essere selezionato e valutato attentamente non solo per il suo curriculum, ma anche per le risorse intangibili detenute. È anche necessario stimolare le sue capacità di far crescere l'azienda attraverso un'adeguata remunerazione, che però non deve premiare risultati positivi nel breve periodo ma la creazione di valore nel lungo termine.

Riteniamo che il caso delle MBO/MBI sia l'esempio migliore di come si possa stimolare l'imprenditorialità dei managers, fornendo un'adeguata motivazione alla crescita personale ed aziendale.

Il caso ECO che abbiamo scelto di analizzare rappresenta un esempio di eccellenza che ha partecipato, con altre 8 operazioni, alle selezioni per il Premio Claudio Dematté sponsorizzato da AIFI e Ernst&Young. Rappresenta un modello di riferimento, grazie al quale si è potuto confermare la tesi che con questo elaborato si è cercato di dimostrare: e cioè che le medie imprese italiane possono trovare nel fondo di PE un importante partner con il quale crescere e competere a livello internazionale.

## **Bibliografia:**

AIFI – Deloitte, Il Private Equity nelle crisi d’impresa, 2009

AIFI, Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity, 2008

AIFI, il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital (relazioni semestrali dal 2005 al 2009)

AIFI, L’impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out, 2001

AIFI, L’incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell’imprenditore, 2004

APAX PARTNERS, Private Equity in the public eye, 2007

BVCA/PRICE WATERHOUSE COOPERS , A guide to Private Equity, 2003

BANCA ALETTI/AIPB/AIFI, Il Private Equity nel quadro del family business, 2008

CAROLI MATTEO, Economia e gestione delle imprese internazionali, McGraw-Hill, 2009

CARLOTTI MATTEO, Tecniche di private equity, Egea 2006

CROMA (Center for research in organization and management), Il Private Equity del b&b, 2009

DAW JONES Private Equity Analyst, 2008 Review & 2009 Outlook, 2009

DEL GIUDICE ROBERTO e DONADONIBUS JONATHAN, Il portafoglio italiano del private equity : analisi e considerazioni, Egea, 2009

DELOITTE, Italy Private Equity Confidence Survey, II° semestre 2009

DEMARTINI PAOLA, Superare le asimmetrie informative tra PMI e operatori del PE, Economia & Management, Marzo-Aprile 2002

EMPEA (Emerging Market Private Equity Association), Annual Report 2009

EMPEA, EM PE Industry Statistics 2009

EVCA, Private equity Found Structures in Europe, 2006

FONTANA FRANCO E CAROLI MATTEO, Economia e gestione delle imprese, McGraw-Hill, 2009

GAGLIARDI GIOVANNI, Il processo decisionale di investimento nei fondi di Private Equity ,Egea, 2008

GAUDINO IGOR, Presentazione Università di Torino - Private Equity and venture Capital, 2006

GERVASONI ANNA, L'impatto economico delle operazioni di private equity e venture capital, 2008

GERVASONI ANNA, Manuale del Management buy out, Bancaria Editrice, 2008

GERVASONI ANNA, Private equity e venture capital : manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerrini Studio, Milano, 2008

GRANT THORNTON, Private equity for 2008 in the main centres of activity in Europe, 2009

KMPG, Rapporto M&A, 2008

KPMG, 2008: Italian Private Equity and Ventures Capital market: 2008 performances

PAGLIACCI MARIO e TEREZIANI PAMELA, Metodi di misurazione del capitale intellettuale, Amministrazione & finanza Oro (2007)

PEM (Private Equity Monitor), Comunicati stampa e statistiche, 2007-2009

PEM, Rapporto annuale, 2008

PPM Ventures, Buy & Build: Rhetoric or Reality?, 2004

SILVERFLEET, Buy & Build Monitor, 2008

SARTORI MASSIMILIANO, Problematiche di benchmarking per il settore del  
Private Equity (2008)

RUSSELL RESEARCH, Survey on Alternative Investing, 2008

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.aifi.it](http://www.aifi.it)

[www.pm-partners.it](http://www.pm-partners.it)

[www.ecogroup.com](http://www.ecogroup.com)

[www.iscspa.it](http://www.iscspa.it)

[www.barabino.it](http://www.barabino.it)

[www.pitchbook.com](http://www.pitchbook.com)

[www.mergers.com](http://www.mergers.com)

[www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com)

[www.cpil.co.uk](http://www.cpil.co.uk)

[www.luvata.com](http://www.luvata.com)

[www.cgaspa.it](http://www.cgaspa.it)

[www.eptarefrigeration.com](http://www.eptarefrigeration.com)

[www.columbia.edu](http://www.columbia.edu)