

Dipartimento di **IMPRESA & MANAGEMENT**

Cattedra di **OPERAZIONI STRAORDINARIE E
VALUTAZIONE D'AZIENDA**

**LA CREAZIONE DI VALORE NELLE PRIVATE
EQUITY BACKED COMPANIES: IL CASO WISE
SGR S.P.A – OPENJOBMETIS S.P.A**

Relatore
Professor Eugenio Pinto

Correlatore
Professor Alessandro Musai

Candidato
Fabrizio Maria Bertusi
Matricola n. 708501

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INDICE

ABSTRACT	2
CAPITOLO 1. L'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO	5
1.1 VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY: ASPETTI DEFINITORI ED INQUADRAMENTO TEORICO	6
1.2 ORIGINI DEL MERCATO EUROPEO ED ITALIANO: QUADRO STORICO E NORMATIVO....	9
1.3 LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO	16
1.4 GLI OPERATORI: I VEICOLI DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO	20
CAPITOLO 2. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO E L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY. UNA PANORAMICA SUL MERCATO EUROPEO E ITALIANO.....	32
2.1 IL MERCATO EUROPEO.....	33
2.2 IL MERCATO ITALIANO.....	47
2.3 L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY	63
2.4 I MULTIPLI DI MERCATO E I <i>DRIVER</i> DELLA CRESCITA	71
CAPITOLO 3. IL CASO WISE SGR S.P.A. – OPENJOBMETIS AGENZIA PER IL LAVORO S.P.A.	84
3.1 OVERVIEW DELLA OPENJOBMETIS S.P.A E DELL'OPERAZIONE.....	85
3.2 L' <i>INVESTMENT THESIS</i> E LE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA.....	90
3.3 I <i>KEY FACTOR</i> DEL <i>VALUE CREATION PLAN</i>	97
3.4 LA CREAZIONE DI VALORE	111
CONCLUSIONI.....	126
BIBLIOGRAFIA.....	128
SITOGRAFIA.....	135
ALLEGATO N° 1 – STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO OJM (2001-2019)	136
ALLEGATO N° 2 – CONTO ECONOMICO OJM (2001-2019).....	137
ALLEGATO N° 3 – <i>CASH FLOW STATEMENT</i> OJM (2001-2019)	138

Alla mia famiglia

ABSTRACT

L'interesse per i fondi di *private equity* è stato suscitato durante il semestre di studio svolto all'estero (*Faculdade de Economia – Universidade do Porto*), dove si è avuta la possibilità di partecipare ad un ciclo di conferenze attinenti al funzionamento dei fondi e alle operazioni poste in essere dagli operatori del mercato del capitale di rischio che hanno promosso il personale interesse per tale *asset class*.

In Italia, l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital ha definito l'attività di *private equity* come “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua *dismissione* entro un periodo di medio lungo termine”.

Del che è cresciuta la convinzione di cimentarsi nella stesura del presente elaborato con l'intento di fornire un quadro quanto più completo ed esaustivo possibile in merito a tale argomento.

Posto quanto sopra, si è deciso di segmentare la struttura dell'elaborato in due parti principali: una prima parte di natura tecnica e teorica ed una seconda parte di natura empirica che si sostanzierà nell'analisi del *case study* selezionato.

Il primo capitolo di carattere introduttivo, e prodromico ai temi trattati nel prosieguo, è teso a fornire un quadro completo degli aspetti definatori dell'attività di investimento nel capitale di rischio. Si procederà pertanto a svolgere una *review* della più autorevole letteratura nell'ambito, al fine di pervenire ad una definizione dell'attività di investimento nel capitale di rischio, operando una distinzione delle operazioni poste in essere dagli investitori specializzati in funzione del ciclo di vita in cui si trovano le società *target*. Successivamente si è deciso di ripercorre l'*excursus* storico e normativo, a livello nazionale ed europeo, che ha permesso la nascita dei fondi di *private equity*. Da ultimo, sarà oggetto di scrutinio l'architettura e la forma statutaria dei veicoli di investimento nel capitale di rischio, il loro

funzionamento, i meccanismi di retribuzione e di allineamento degli interessi fra il *management* ed i finanziatori del fondo.

A parere di chi scrive, l'analisi tecnica e teorica che sarà esperita nel primo capitolo risulterà fondamentale per comprendere appieno le logiche sottostanti le operazioni poste in essere dagli operatori nonché indispensabile per procedere con consapevolezza all'analisi di quanto in seguito sarà trattato.

Sulla scorta delle conoscenze acquisite si procederà alla stesura del secondo capitolo. Quest'ultimo si sostanzierà nello studio, condotto a livello europeo e nazionale, del mercato del capitale di rischio. Il livello di accertamento perseguito sarà analitico e rigoroso: lo studio sarà infatti teso all'individuazione degli aggregati principali del mercato (*fundraising*, investimenti e disinvestimenti), sia a livello nazionale che europeo. Ad entrambi i livelli, nazionale ed europeo, si procederà ad effettuare un'analisi di *trend* delle grandezze in esame, identificando gli eventi di natura esogena che ne hanno influenzato i risultati, nonché un approfondimento dei più recenti sviluppi. Di talché successivamente all'analisi del mercato di riferimento – necessaria alla comprensione della rilevanza strategica di tale *asset class* – si provvederà ad analizzare l'impatto, a livello aggregato, delle operazioni di *private equity* sulle società partecipate ed a identificare i *key factor* del processo di creazione di valore per la c.d. *backed company*. Lo studio in parola sarà frutto della rielaborazione dei dati rilevati dai principali istituti statistici europei, mondiali e nazionali in tale ambito.

Il terzo capitolo, come anticipato, si sostanzierà nell'analisi del *case study* selezionato: il caso Wise SGR S.p.A – Openjob Metis S.p.A. Si procederà preliminarmente a fornire una *timeline* degli eventi e delle operazioni poste in essere a far data dall'ingresso dell'investitore nella compagine azionaria della società fino all'anno di uscita. Successivamente, coerentemente con quanto rappresentato nei capitoli precedenti, si perverrà alle prime conclusioni in merito alle tipologie di interventi realizzati dall'investitore. In seguito, saranno definite l'*investment thesis* e le opportunità di crescita individuate, e si enucleeranno chiaramente i *key factor* del *value creation plan*. Da ultimo, si procederà a quantificare il valore creato per la società e per il fondo di *private equity* nonché ad individuarne le componenti.

Le conclusioni cui si perverrà troveranno fondamento nell'analisi delle informazioni e dei dati desunti dal database di *Bloomberg*, opportunamente rielaborati ai fini della stima svolta, nonché dei documenti contabili ufficiali della Openjobmetis S.p.A. per il periodo oggetto di studio.

CAPITOLO 1. L'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO

Il presente capitolo, di carattere introduttivo e prodromico all'analisi che verranno condotte nel prosieguo dell'elaborato nonché alle conclusioni a cui si è pervenuti, si propone di fornire un quanto più esaustivo inquadramento degli aspetti teorici e definatori sottostanti all'attività di investimento nel capitale di rischio.

Di talché, successivamente ad un primo paragrafo definitorio dell'attività in parola, in cui sarà operata una prima distinzione tra l'attività di *private equity* (nel prosieguo anche solo "PE") e di *venture capital* (in seguito anche "VC") - come raccomandato dalla più autorevole dottrina in merito all'argomento - verrà brevemente delineato l'*iter* storico nonché l'evoluzione del contesto normativo, comunitario e nazionale, che ha contribuito allo sviluppo del mercato del capitale di rischio sin all'assetto odierno. Nel terzo paragrafo, sulla scorta delle classificazioni compiute a livello internazionale dagli operatori, dagli istituti di ricerca e dai principali centri studi per fini statistici, sarà realizzata una distinzione degli operatori del mercato del capitale di rischio sulla base delle tipologie di investimento da quest'ultimi attuate, in funzione della fase del ciclo di vita in cui si trovano le società *target*, a seconda del quale, in tal senso, corrisponderà un differenziato profilo di apporto in termini di capitale e *know-how*. Da ultimo, si illustrerà l'architettura e la forma statutaria dei veicoli di investimento nel capitale di rischio, delineando le caratteristiche della fattispecie di veicolo finanziario più utilizzato in ambito europeo e nazionale, con particolare attenzione agli schemi ed i meccanismi di allineamento degli interessi degli attori che ne costituiscono

la compagine sociale ed amministrativa, nonché perfezionando ulteriormente la segmentazione degli operatori realizzata nel paragrafo che precede.

1.1 VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY: ASPETTI DEFINITORI ED INQUADRAMENTO TEORICO

Il complesso di attività di consulenza e assistenza nelle problematiche di finanza di impresa e di organizzazione delle operazioni volte al reperimento di fondi, a titolo di capitale di rischio e di capitale di credito, indipendentemente dalla fase del ciclo di vita delle imprese a cui tali servizi si riferiscono, è generalmente individuato nel vasto macrosettore delle attività di *merchant banking*¹.

L'ampio alveo di attività riconducibili al sopracitato macrosettore dei servizi propri delle *merchant banks* ha di fatto creato, negli anni addietro, una frequente confusione di natura terminologica fra il macrosettore (per le appunto, l'intera gamma di servizi ed attività di consulenza in materia finanziaria) ed i suoi segmenti, in particolare l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio.

In particolare, da un punto di vista prettamente terminologico, nel corso del tempo le mutate caratteristiche di investimento nel capitale di rischio da parte di investitori specializzati, in funzione del sistema imprenditoriale nonché del grado di sviluppo dei mercati e delle società *target*, hanno contribuito ad ampliare la varietà delle forme di intervento. Il comune denominatore alla base di tali interventi resta la sottoscrizione di quote di partecipazione delle società *target*, in un'ottica di medio lungo termine, al fine di conseguire, al termine del periodo di investimento, una plusvalenza sulla vendita delle partecipazioni precedentemente

¹ La nascita dell'attività di *merchant banking* viene fatta risalire all'Inghilterra dei primi anni del '700, quando alcuni ricchi mercanti di caratura internazionale, impegnati in varie attività commerciali prevalentemente nel campo di importazione di materie prime decisero di estendere la loro attività, fino ad allora prevalentemente commerciale, anche al campo finanziario.

sottoscritte. La dottrina maggiormente diffusa negli USA² definisce, nella sua accezione globale, le operazioni di investimento nel capitale di rischio effettuate da investitori istituzionali qualificati quali “*Attività di private equity*”, le quali a loro volta vengono suddivise, a seconda della tipologia dell’operatore che le realizza tra:

- *Venture Capital Funds*
- *Buy-out Funds*³

In dettaglio, a far data dei primi anni ‘80⁴, con l’espressione *venture capital* ci si riferiva all’apporto di capitale di rischio “*equity*” o alla sottoscrizione di titoli convertibili in capitale azionario da parte di investitori istituzionali, effettuata in imprese non quotate, con ampie potenzialità di crescita (*high grow companies*) in termini di nuovi prodotti o servizi nonché tecnologie e concezioni di mercato. La partecipazione al capitale di rischio, solitamente veniva sottoscritta in un orizzonte temporale di medio-lungo termine, pertanto intesa come temporanea, minoritaria ed altresì finalizzata allo sviluppo dell’impresa *target* e all’aumento del suo valore, per mezzo dell’apporto congiunto di *know-how*, non solo di natura finanziaria, apportato dall’ingresso dell’investitore istituzionale, al fine di conseguire in sede di dismissione un elevato *capital gain*⁵. A riguardo, si parla infatti di *early stage financing* con riferimento alle operazioni tese all’apporto di liquidità tramite la sottoscrizione di quote di capitale sociale in imprese nei loro primi stadi di vita, e di *expansion financing* espressione con la quale, al contrario, si indicano gli interventi effettuati in imprese ormai sviluppate e mature, nelle quali l’apporto di risorse permette di consolidare la crescita.

A livello europeo, gradualmente nel corso degli anni, si è assistito ad un processo di adattamento terminologico nonché metodologico agli *standard* di matrice statunitensi, precedentemente riepilogati. Di talché, appare sempre più consolidata in letteratura la distinzione tra *private equity*, espressione che perimetra l’intera gamma di operazioni di

² Cfr. W. Bygrave, J.A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.

³ A livello metodologico, l’analisi del mercato statunitense del *private equity* e *venture capital* viene oggi comunemente ripartita tra attività realizzata dai *venture capital funds* e quella posta in essere dai *buy out funds*. Cfr. NVCA, 1999, Annual Report, Venture One, San Francisco, 1999.

⁴ Si veda anche, tra gli altri, “L’attività di Venture Capital e Private Equity”, in AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999.

⁵ S. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hapshire, 1992.

sottoscrizione del capitale di rischio effettuate dagli investitori specializzati su fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale, e di *venture capital* inerente invece alle operazioni tese al finanziamento dell'avvio dell'impresa e dunque di apporto di capitale in società che si trovano nei loro primi stadi di vita e che presentano elevate potenzialità di sviluppo. Da qui il tratto distintivo delle due tipologie di operatori, l'attività di VC si concentra in investimenti volti all'avvio del ciclo imprenditoriale, al sostentamento dell'impresa nella fase particolarmente delicata nonché avventurosa di avvio – del che la definizione per l'appunto di “Capitale di ventura” – a riguardo della quale ricorrono le espressioni di *seed capital* e *start-up capital*. Con riferimento, invece, alle operazioni di investimento di *private equity*, per quanto concerne un'impresa ormai ben avviata, tese allo sviluppo e al consolidamento della crescita di quest'ultima ricorre l'espressione di *expansion capital*. Sempre in riferimento agli stadi del ciclo di un'impresa, relativamente agli interventi, focalizzati su cicli straordinari e patologici della stessa, quali ad esempio la ristrutturazione aziendale, quest'ultimi prendono il nome di *turnaround investments*.

Più in generale, come nel prosieguo della trattazione verrà ampiamente dissertato, gli operatori delle iniziative sin qui menzionate vengono generalmente definiti quali *venture capitalists*, fatto salvo, come rilevato, alla luce della più recente distinzione terminologica operata fra VC e PE, un odierno maggior utilizzo dell'espressione *private equity investors*, con riferimento agli operatori focalizzati sugli stadi più avanzati del ciclo di vita di un'impresa.

In Italia, l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (nel prosieguo, anche solo “AIFI⁶”) ha definito l'attività di PE come “*attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine*”⁷. Del

⁶ L'AIFI nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare, e rappresentare in sede istituzionale i soggetti attivi sul mercato italiano nel *private equity* e *venture capital*. Rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Sono soci AIFI le società finanziarie di partecipazione, le società di gestione di fondi chiusi italiani, le *advisory companies* di fondi chiusi internazionali, le banche italiane e internazionali con una divisione dedicata all'attività di *private equity*, le finanziarie regionali, le società pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali. Sono inoltre associati AIFI, in qualità di aderenti, associazioni, enti, istituti di ricerca, studi professionali, società di revisione e consulenza, interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio.

⁷ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

che, a partire da tale definizione e dai tratti distintivi delle due attività precedentemente enucleati, è evidente come più generalmente l'attività di *private equity* si configuri quale un *genus* del quale l'attività di *venture capital*, in virtù della specificità delle caratteristiche che la contraddistinguono, costituisce una *species*.

Generalmente, e come verrà approfondito nel corso dell'elaborato, il capitale apportato dall'investitore istituzionale nella società *target* è teso:

- Allo sviluppo e miglie di nuovi prodotti e tecnologie;
- All'espansione del circolante;
- Al finanziamento di acquisizioni;
- Al rafforzamento e all'ottimizzazione della struttura finanziaria della società;
- Alla risoluzione di problemi connessi con l'assetto proprietario di un'impresa.

1.2 ORIGINI DEL MERCATO EUROPEO ED ITALIANO: QUADRO STORICO E NORMATIVO

Data l'ampiezza dell'argomento sorge la necessità di delimitare il perimetro all'interno del quale si muoverà l'analisi oggetto dell'elaborato, del che nel presente paragrafo verrà fornito un *excursus* di carattere storico e normativo circoscritto al solo continente europeo e più in dettaglio, in seguito, al mercato nazionale italiano.

A livello europeo la nascita del mercato del *venture capital* e del *private equity* è direttamente riconducibile all'evoluzione che il settore in oggetto ha vissuto nel Regno Unito, contesto il quale appare pacifico, anche alla più autorevole dottrina in ambito finanziario, definire quale la “*culla*” del mercato dei servizi finanziari in ambito internazionale, ad oggi rappresentante poco meno del 50% dell'intero mercato continentale dell'investimento istituzionale del capitale di rischio, nonostante il grado di sviluppo dello

stesso nei primi anni '80 fosse da considerarsi circa un quarto di secolo addietro all'esperienza americana⁸, distanza sensibilmente ridotta negli ultimi decenni.

Ad esclusione dei primi interventi di successo, realizzati già nel corso dell'800, da fondi comuni di investimento britannici (*investment trusts*) nella realizzazione delle prime ferrovie statunitensi (*American Railways*)⁹, la nascita di un vero e proprio mercato del *venture capital* e *private equity* viene fatta coincidere con i primi interventi formali¹⁰ e normativi volti alla regolamentazione del mercato del capitale di rischio, sulla scorta di alcune iniziative intraprese in tal senso dalle istituzioni comunitarie. Di talché, inizialmente, nel 1980, il Consiglio Europeo, a fronte dell'evidente necessità dello sviluppo di nuove tecnologie, riconoscendo la strategicità e la rilevanza del mercato del capitale di rischio nonché la sempre più crescente difficoltà manifestate dagli imprenditori di piccola dimensione nell'accesso allo stesso, promosse l'istituzione del *Venture Capital Liaison Office*, demandando a tale struttura con sede a Bruxelles le funzioni di coordinamento e collegamento fra i diversi operatori del mercato del capitale di rischio nel panorama continentale. Pochi anni dopo, nel 1983, gli organi comunitari, sulla scia dell'iniziativa precedentemente intrapresa, sponsorizzarono e supportarono la creazione della *European Venture Capital Association*¹¹ (nel seguito, anche solo "EVCA"), il cui obiettivo principale era garantire la cooperazione fra i vari operatori europei al fine di promuovere lo sviluppo del mercato del capitale di rischio, facendo leva sulla crescita tanto quantitativa quanto qualitativa degli operatori da un lato e degli imprenditori dall'altro.

Da un punto di vista squisitamente qualitativo, è opportuno rilevare come mentre nei primi anni '80, in virtù delle iniziative avviate e precedentemente menzionate, appariva ormai evidente e stabile l'affermarsi di un mercato europeo quanto più simile e speculare a quello statunitense, nei primi anni '90 quest'ultimo si caratterizzava per un elevato livello di

⁸ Si veda T. Lorenz, *Venture Capital Today*, Woodhead – Faulkner, Cambridge, 1985.

⁹ Successivamente a tali primi interventi, nel 1945, la *Bank of England* ed alcuni fra i principali istituti di credito britannici fondarono la 3i – *Investing in Industry* – con lo scopo di fornire risorse finanziarie, sotto forma sia di capitale di rischio che di capitale di debito a medio lungo termine, ad imprese con elevate prospettive di crescita. Oggi, la 3i rappresenta una delle più importanti istituzioni operanti sul mercato del *venture capital* e *private equity*, potendo contare, a fine 2013, su un capitale direttamente gestito di circa 2,3 miliardi di euro, destinato ad investimenti in imprese localizzate in tutti i principali paesi europei (cfr. www.3i.com).

¹⁰ W.D. Bygrave, M. Hay, J.B. Peeters, *Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, London 1994.

¹¹ Nel suo primo anno di vita l'EVCA contava su un totale di 40 membri, 11 dei quali di origini britanniche. La ripartizione geografica dei 40 membri prevedeva infatti, oltre agli 11 investitori britannici, 10 francesi, 6 olandesi, 4 belgi, 3 irlandesi, 3 tedeschi, 2 italiani ed 1 danese.

instabilità, principalmente ascrivibile a fattori esogeni macroeconomici quali la generale contrazione del ciclo economico, da cui, rispettivamente, derivarono:

- I. Ritorni sugli investimenti sensibilmente inferiori alle aspettative;
- II. Difficoltà nell'individuazione di modalità ed opportunità di disinvestimento a condizioni favorevoli.

Parallelamente, in tale periodo, si è registrato un sempre più accentuato calo negli investimenti in imprese di piccola dimensione o in fase di avvio a favore di realtà imprenditoriali maggiormente consolidate e di maggiori dimensioni alla ricerca di capitali per lo sviluppo¹², poi culminato nella seconda metà degli anni '90 con una sempre più conclamata tendenza agli investimenti in imprese tecnologiche, successivamente scemata a far data del 2001.

Parimenti, da un punto di vista quantitativo, l'affermazione ormai consolidata di una più matura cultura dell'investimento nel capitale di rischio negli anni '90 ha indubbiamente rappresentato terreno fertile per la nascita di nuovi operatori e, grazie anche all'affluenza di ingenti capitali da oltreoceano (USA), ha garantito un percorso di sensibile crescita che ha coinvolto omogeneamente sia i processi di raccolta fondi che di investimento e disinvestimento. Del che, alla luce della richiamata fase di crescita, il decennio 1996-2006 si contraddistingue quale periodo nel quale si è fatto registrare un esponenziale incremento delle risorse raccolte dagli operatori di *private equity* che sono passate da 8 a più di 112 miliardi di euro.

In Italia, in maniera del tutto analoga a quanto rilevato per il Regno Unito, la nascita e l'avvio del settore del *private equity* e del *venture capital* prende le proprie mosse a seguito dei primi interventi formali volti a dare una comune voce istituzionale all'omogenea volontà degli operatori di costruire un mercato del capitale di rischio. In dettaglio, generalmente, si ritiene quale anno di avvio di tale processo di sviluppo del mercato del capitale di rischio il 1986, anno nel quale alcune finanziarie private e di derivazione bancaria hanno dato all'AIFI.

¹² Cfr. L. Cary, *The Venture Capital Report. Guide to Venture Capital in the UK & Europe*, Management Today, London, 1993.

Successivamente, il contesto istituzionale che ha costituito lo scenario all'interno del quale gli operatori del mercato del capitale di rischio hanno esercitato la loro attività ha subito un processo di continua evoluzione, imputabile, principalmente, agli interventi normativi susseguitisi nel tempo i quali hanno da una parte mutato ed innovato il profilo degli operatori del mercato e dall'altro le relative possibilità di intervento, portando all'assetto odierno.

A tal riguardo risulta indispensabile, proprio al fine di apprezzare e valutare l'odierno assetto del mercato del capitale di rischio, ripercorrere l'*iter* nonché il contenuto dei principali interventi normativi susseguitisi a far data del 1987.

Fino al 1987, per gli istituti di credito e bancari di categoria era tassativamente vietata, in virtù della normativa all'ora in vigore, l'attività di investimento nel capitale di rischio di società non quotate. Solo successivamente, nel febbraio 1987 con la delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (nel prosieguo, anche solo "CICR") – nonché con la circolare della Banca d'Italia del marzo del medesimo anno – gli istituti di credito ottennero finalmente l'abilitazione ad operare nel capitale di rischio per mezzo di società di intermediazione finanziaria (anche solo "SIF"), all'uopo costituite, il cui perimetro operativo si sostanziava nella sottoscrizione temporanea di obbligazioni, azioni e titoli similari di società al fine di parteciparne il capitale di rischio in via minoritaria. L'emanazione della delibera del CICR contribuì inevitabilmente alla nascita di svariate SIF, e ancorché solo una minoranza di queste ebbe carattere operativo, il loro avvento sancì l'importanza della funzione di intermediazione finanziaria da quest'ultime svolta.

Il quadro normativo nazionale rimase pressoché immutato negli anni avvenire e specificatamente sino all'emanazione del nuovo Testo Unico in materia bancaria e creditizia nel 1993. L'intervento normativo in parola evidenziò l'ormai conclamato intento del legislatore di modificare ed innovare l'intero assetto regolatorio in ambito bancario – superando la legge del 1936¹³ – con l'introduzione del principio della despecializzazione

¹³ Era così definito il testo normativo (R.D.L. 375/1936) che ha regolato il sistema bancario italiano dal 1936 al 1993: è stato quasi del tutto abrogato dal Testo Unico in materia bancaria e creditizia (D.Lgs. 385/1993) che ha lasciato in vita solo pochi articoli. Il R.D.L. 375/1936 prevedeva una netta distinzione fra *i*) aziende di credito, che operavano la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito a breve termine e *ii*) istituti di credito speciale, che operavano la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito a medio lungo termine. Tale struttura, pur con inevitabili modifiche ha disciplinato l'intera regolamentazione bancaria sino agli anni '90 quando, con l'apertura delle frontiere comunitarie ed il recepimento delle numerose direttive comunitarie è stata avvertita l'esigenza di superare tale netta specializzazione istituzionale, operativa e temporale. Si è così giunti

temporale e funzionale e del modello organizzativo della “Banca universale”¹⁴. Del che, la novellata normativa in ambito bancario permise di far rientrare l’attività posta in essere dalle SIF riconducibili ad un gruppo bancario - e dunque in proprio le operazioni di investimento in partecipazione del capitale di rischio in imprese non finanziarie - tra le fattispecie compiutamente disciplinate dal Testo Unico in materia bancaria e creditizia, il quale inoltre operò una netta distinzione fra *i*) banche e gruppi bancari, *ii*) banche e gruppi abilitati e *iii*) banche specializzate, definendo stringenti limiti¹⁵ tesi alla conservazione di una parziale separazione fra banca e impresa.

Ulteriore innovazione normativa che senza dubbio ha ampliato la possibilità di intervento nel capitale di rischio, è stata la Legge 14 agosto 1993 n. 344 la quale ha istituito i fondi di investimento mobiliare chiusi, ampliando l’orizzonte finanziario italiano, seppur tardivamente rispetto al panorama comunitario. La Legge in parola ha tuttavia subito riscontrato nell’attuazione evidenti limiti principalmente ascrivibili ad alcuni divieti inseriti nella stessa, i quali hanno minato l’efficienza operativa del veicolo di intermediazione appositamente costituito. I limiti attuativi evidenziati, sono stati, negli anni a seguire (1997), oggetto di opportune modifiche le quali hanno permesso l’eliminazione degli ostacoli che impedivano, in un certo qual senso, al mercato nazionale di porsi in condizioni di parità competitiva rispetto gli operatori europei ed internazionali.

all’approvazione del TU bancario che ha sancito il definitivo recepimento anche nel nostro ordinamento del modello della c.d. “banca universale.

¹⁴ La c.d. banca universale è un particolare modello organizzativo di banca che svolge tutte le attività di raccolta e di impiego del risparmio, di intermediazione finanziaria e di esercizio del credito specializzato. Prima del recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 89/646/CE il sistema bancario italiano era imperniato su una rigida specializzazione dell’attività creditizia a carattere *i*) istituzionale, in quanto esistevano diverse categorie di banche, *ii*) temporale, in quanto alcune banche esercitavano il credito a breve termine mentre altre a medio e lungo termine, *iii*) operativo, in quanto alcune attività erano riservate esclusivamente ad alcune categorie di banche. Con l’emanazione del D.Lgs. 481/1992, poi confluito nel D.Lgs 385/1993, si è proceduto verso una despecializzazione bancaria introducendo il modello della banca universale tedesca che opera in tutti i settori dell’attività creditizia.

¹⁵ Sulla base di tale normativa, rispetto alla categoria delle banche e dei gruppi bancari cosiddetti “ordinari”, le banche ed i gruppi bancari abilitati sono rappresentati da istituti di primaria importanza con un patrimonio di vigilanza non inferiore agli allora 2.000 miliardi di lire, mentre le banche specializzate sono istituti caratterizzati da una prevalente raccolta a medio termine, anch’essi aventi un patrimonio di vigilanza non inferiori agli allora 2.000 miliardi di lire. Nel dettaglio, il limite complessivo si riferisce a quanto, rispetto al patrimonio di vigilanza, una banca può complessivamente investire in partecipazioni non finanziarie, il limite di concentrazione a quanto, rispetto allo stesso aggregato, si può investire in una singola partecipazione e, infine, il limite di separatezza fa riferimento a quanto un istituto di credito può detenere del capitale di una singola società.

Nel 1998, con l’emanazione del Testo Unico della Finanza¹⁶ (anche solo, TUF) viene riformata l’intera disciplina dell’intermediazione finanziaria: oltre ad essere abrogata la Legge 344/93, di cui precedentemente si è fornito i contenuti salienti, è stata introdotta la figura del “gestore unico del risparmio” attraverso la struttura delle Società di Gestione del Risparmio (nel prosieguo, “SGR”). A completare l’*iter* normativo che ha portato all’odierno assetto istituzionale vi sono il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio¹⁷ (2005) e le norme regolamentari emanate dalla Banca di Italia e dal Ministero del Tesoro che hanno contribuito a rinnovare il quadro strutturale dei fondi chiusi di diritto nazionale, innovandone i tratti principali, garantendo a quest’ultimi maggiore flessibilità e adeguatezza all’ambiente finanziario internazionale.

A perfezionamento del sintetico *excursus* normativo realizzato, sono da rilevare i più recenti interventi quali:

- La riforma del Titolo V del Testo Unico Bancario 2010;
- La Direttiva UE sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (nel seguito, anche solo, AIFMD) del luglio 2011; ed infine
- Il Regolamento EuVECA recante la disciplina in merito ai fondi di VC operanti in ambito comunitario, le quali costituiscono l’attuale normativa di riferimento per il mercato.

La direttiva AIFM¹⁸ trova la propria *ratio* nell’intento conclamato ed omogeneo delle istituzioni europee di dettare una disciplina comunitaria tesa alla limitazione di rischi sistemici derivante dall’esercizio dell’attività dei gestori di fondi alternativi nonché a garantire una maggior integrazione nell’attività di gestione del risparmio. La direttiva in parola definisce pertanto le disposizioni di riferimento in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori (GEFIA) che gestiscono o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA) nell’UE. *Pari passu* all’introduzione della Direttiva

¹⁶ D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58.

¹⁷ Provvedimento Banca di Italia del 14 aprile 2005.

¹⁸ Le norme dell’AIFMD sono state dettagliate dalle misure di esecuzione contenute nel Regolamento Delegato (UE) n. 231 della Commissione del 19 dicembre 2012 e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell’UE del 22 marzo 2013.

Comunitaria di cui sopra, la Commissione ha sviluppato la proposta di un regolamento unicamente dedicato ai fondi di VC, del che nel 2013 viene introdotto il Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio per i fondi di *venture capital* (Regolamento EuVECA¹⁹). Il fine ultimo, del provvedimento in oggetto, è la creazione di un mercato uni per i fondi di VC per via di un rilascio di un passaporto europeo che una volta ottenuto permetta ai fondi “EuVECA” di attivarsi per la raccolta di capitali all’interno dell’UE con unica autorizzazione, più semplicemente rispetto a quanto definito dalla AIFMD.

Nel quadro sinottico sottostante, per completezza espositiva, sono riepilogati gli interventi normativi enucleati in precedenza:

Anno	Intervento Normativo
1987	Delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR)
1993	Emanazione del Testo Unico in materia Bancaria e Creditizia (D.lgs. 385/1993)
1993	Emanazione della Legge 344/1993 - Istituzione dei fondi di investimento mobiliare chiusi
1998	Emanazione del Testo Unico della Finanza - TUF (D.lgs. 58/1998)
1999	Emanazione del Decreto del Ministero del Tesoro n.228
1999	Emanazione del Provvedimento Banca di Italia
2003	Emanazione del Decreto del Ministero del Tesoro n.47
2005	Emanazione del Provvedimento di Banca di Italia
2010	Riforma del Titolo V del Testo Unico Bancario
2011	Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativa - AIFMD
2015	Recepimento della Direttiva UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)
2015	Attuazione del Regolamento EuVECA sui fondi europei di <i>venture capital</i>

Tabella 1: Interventi normativi (1987-2015)

Illustrati i principali interventi normativi, che come anticipato, hanno inevitabilmente contribuito alla creazione e allo sviluppo del mercato del capitale di rischio, è opportuno proseguire evidenziando sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo l’evoluzione degli operatori di tale mercato a livello nazionale.

Tornando agli anni '80 è opportuno evidenziare come, in un contesto che si caratterizzava - come visto - per un elevato disinteresse normativo, l’insieme degli operatori era per lo più costituito da soggetti di emanazione privata, che per il tramite di una finanziaria di

¹⁹ Il Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea del 25 aprile 2013.

partecipazione, hanno iniziato a sottoscrivere quote partecipative di piccole e medie imprese tramite la raccolta di capitali presso un numero ristretto di soci. Successivamente, nel corso del decennio ('80-'90), anche in virtù degli interventi normativi in ambito bancario che - come evidenziato - hanno in un certo qual modo affrancato gli istituti di credito da previsioni normative particolarmente stringenti, questi ultimi, tramite società specializzate nonché tramite divisioni specializzate delle banche stesse, iniziarono ad affacciarsi al mercato del capitale di rischio. A far data della prima metà degli anni '90, è così che si è rilevata una sempre più crescente presenza in Italia sia di *advisors* di fondi internazionali, sia di fondi chiusi di diritto italiano. Nello specifico, a tal riguardo, rilevazioni AIFI del 2013 certificano che le SGR di fondi chiusi di diritto nazionale, assieme alle *investment company*, rappresentavano il 55% del totale soci dell'AIFI la quale, come illustrato in precedenza, riunisce ormai la quasi totalità degli operatori. Di talché, quanto sin qui rappresentato, non può che essere sintomatico di un processo di riallineamento avvenuto nel corso del tempo, di carattere normativo ed istituzionale, alla prassi internazionale ed ai sistemi più evoluti, nei quali è indubbio che i fondi chiusi rappresentino il veicolo principale attraverso il quale perfezionare operazioni di investimento nel capitale di rischio.

Alla luce di quanto esposto, giungendo ad un giudizio di sintesi in merito alla nascita e lo sviluppo del mercato del capitale di rischio italiano, appare pacifico evidenziare come lo sviluppo di quest'ultimo possa essere definito del tutto "tipico" se confrontato anche con quanto avvenuto nel Regno Unito e nei paesi finanziariamente più evoluti.

1.3 LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

Il presente paragrafo illustrerà, sulla scorta di quanto accennato al paragrafo 1.1. del medesimo capitolo, le principali tipologie di investimento operate dagli investitori specializzati a seconda delle diverse fasi del ciclo di vita di un'impresa.

A tal riguardo è opportuno precisare che la seguente segmentazione realizzata fra gli operatori del mercato di capitale di rischio è ampiamente riconosciuta dalla più autorevole

letteratura in ambito finanziario, proprio in ragione del fatto che a seconda della fase ciclo di vita in cui si trovano le società *target*, saranno diverse le esigenze e le prospettive di sviluppo societarie, rendendosi in tal senso necessaria una diversa combinazione delle due leve chiave in tale attività di investimento:

- I. Il *know-how*;
- II. Il capitale.

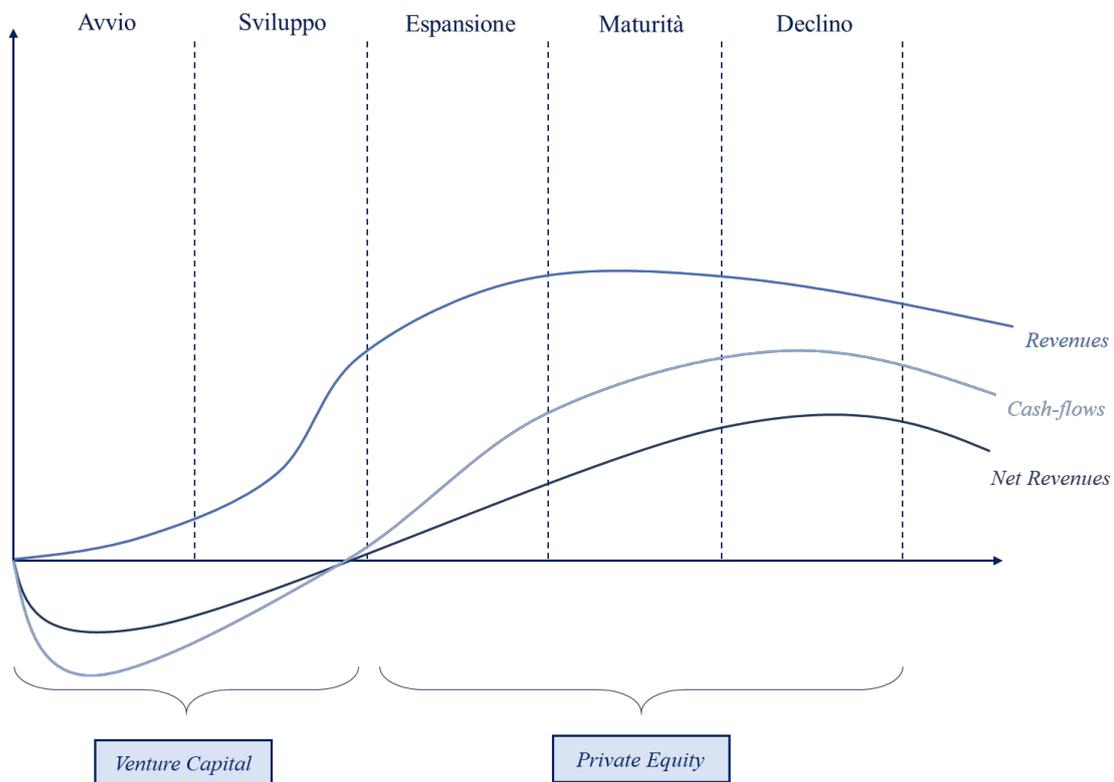


Figura 1: Le fasi del ciclo di vita di un'impresa - Ricavi, Flussi di cassa ed Utile. Fonte: elaborazione propria su F. Perrini, "Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana, evidenze empiriche delle PMI", Egea, Milano, 1999.

Di talché appare chiaro come la *ratio* sottostante a tale segmentazione risieda nel fatto che a diverse fasi del ciclo di vita della realtà aziendale corrispondono, come detto, differenti esigenze e che dunque, di conseguenza, anche l'operazione attuata dall'investitore specializzato debba necessariamente essere coerente con le medesime.

A tal proposito, in dettaglio, venendo alla fase di avvio della realtà di impresa e al finanziamento della stessa, si parla di *seed* e *start-up financing*, i quali rientrano nel più ampio alveo delle operazioni cosiddette di *early stage*.

Al contrario invece ricorre l'espressione di *expansion capital* o *development capital* con riguardo all'investimento effettuato dall'operatore specializzato teso al supporto della fase di crescita e di sviluppo di realtà aziendali già esistenti.

Fra le operazioni di *buy out* rientrano tutte quelle tipologie di investimento che nella fase di maturità del ciclo di vita dell'impresa mirano al cambiamento dell'assetto proprietario. Tali operazioni sono accumulate dall'uso della leva finanziaria quale strumento di acquisizione – di qui, la locuzione di *leveraged buy out*. Inoltre, con l'espressione *replacement capital* si suole indicare quelle operazioni di investimento volte non tanto all'incremento del capitale sociale dell'impresa bensì alla sostituzione (*replacement*) della compagine azionaria ormai non più interessata all'attività aziendale.

Infine, più specificatamente, ricorrono le operazioni di *turnaround* e di *bridge financing* riconducibili a fasi del ciclo di vita di un'impresa di natura non ordinaria e dunque interventi rispettivamente tesi alla ristrutturazione aziendale e all'accompagnamento della società target alla quotazione sul mercato regolamentato.

Quanto sin qui riportato, viene riepilogato nel quadro sinottico sottostante:

Fase del ciclo di vita	Tipologia Investimento	Quota Acquisita	Leva Finanziaria	Rischio	Ratio	Obiettivo
Avvio	Seed	Min/Mag	*	Molto elevato	Creazione di un nuovo business	Testare la <i>business idea</i>
	Start-up	Min/Mag	*	Molto elevato	Lancio di una nuova società	Iniziare le vendite
Sviluppo	Expansion	Min	*	Elevato	Sviluppo di un nuovo business	Incremento capacità produttiva Attività di M&A Internazionalizzazione
Maturità	Buy out	Mag	✓	Moderato	Ricambio generazionale	Soluzioni per far fronte ad un piano di successione
					Volontà degli azionisti di vendere	Riorganizzazione della struttura aziendale
	Replacement	Min	*	Moderato	Azionista di minoranza non più interessato all'impresa	Mantenimento della compagine azionaria che è allineata sullo sviluppo aziendale
Declino	Turnaround	Mag	*	Molto elevato	Situazione di crisi	Risanamento aziendale

Tabella 2: Le fasi del ciclo di vita e le tipologie di operazione. Fonte: A. Gervasoni (A cura di), "Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice", Risk Books, London, 2014.

La classificazione, così come sopra riportata, nonostante venga adottata a livello internazionale dagli operatori, dagli istituti di ricerca e dai principali centri studi per fini statistici, appare troppo rigida ed eccessivamente segmentata alla luce dei labili confini fra una tipologia di operazione e un'altra, ed ancor più tenuto conto della ormai sempre crescente difficoltà, data la complessità dei c.d. settori "merceologici", di individuare le singole esigenze e prospettive delle diverse imprese che vi operano che l'investitore professionale si pone di soddisfare.

Pertanto, appare nella prassi più consono ripartire e raggruppare le tipologie di intervento da parte degli operatori professionali del capitale di rischio come di seguito rappresentato:

- I. Finanziamento dell'avvio dell'impresa (*Venture Capital*);
- II. Finanziamento dello sviluppo (*Expansion Capital*);
- III. Finanziamento del cambiamento dell'impresa (*Buy Out*);

solitamente, le operazioni di cui alle categorie I e II si riconducono alla più ampia classe delle operazioni di VC, tese alla sottoscrizione di quote di minoranza dell'*equity* di un'impresa, al contrario, le operazioni di cui alla categoria III rientrano fra le operazioni di *buy out* che si sostanziano nell'acquisizione di quote di maggioranza.

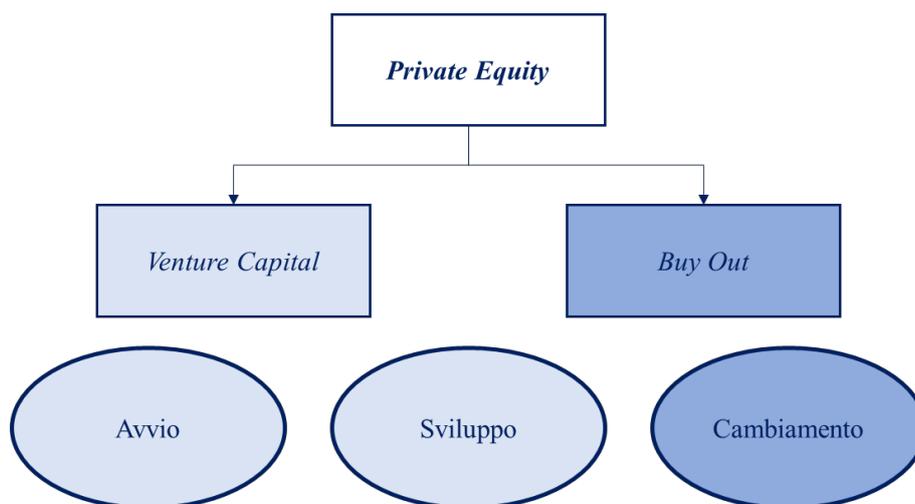


Figura 2: Le principali categorie di investimento nel capitale di rischio. Fonte: elaborazione propria.

1.4 GLI OPERATORI: I VEICOLI DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO

Gli interventi normativi precedentemente illustrati, nonché la segmentazione operata alla luce delle operazioni poste in essere dagli operatori del mercato del capitale di rischio, hanno indubbiamente contribuito all'articolazione di un mercato quanto più variegato ed eterogeneo, del che si rende necessario, nel presente paragrafo, pervenire alla definizione dei veicoli di investimento maggiormente utilizzati dagli operatori nazionali ed europei, operando una distinzione di quest'ultimi sulla base della loro struttura giuridica ed organizzativa.

In dettaglio, in riferimento all'esperienza italiana ed europea, è possibile distinguere, in virtù della forma giuridica ed organizzativa assunta, le seguenti fattispecie di operatori:

- Fondi chiusi a carattere internazionale/sovrnazionale (*international o pan-European fund*);

- Fondi chiusi a carattere nazionale e locale (*nazionale/local fund*);
- *Investment company*, i quali operano per il tramite di un veicolo societario;
- Divisioni di banche commerciali e d'affari;
- *Corporate Venture Capitalist*;
- Operatori pubblici, istituzionali, fondi sovrani e loro emanazioni.

Nonostante le fattispecie elencate, le evidenze riscontrate rilevano che la maggior parte degli investitori, nazionali ed internazionali, benché differenziati dalle caratteristiche normative nazionali differenti, opera tramite la struttura del fondo di investimento mobiliare chiuso²⁰, promosso da una società di gestione. I fondi chiusi rappresentano pertanto il privilegiato veicolo di investimento utilizzato dagli operatori di *private equity*²¹.

Il processo di *fundraising*²² (raccolta di capitali) di tali fondi avviene tramite l'emissione di quote rappresentative il capitale sociale del fondo stesso, le quali, generalmente vengono sottoscritte da investitori istituzionali (quali fondi pensione, banche, fondi di fondi ecc.) o più raramente investitori individuali, di talché il gestore del fondo ha la possibilità di disporre stabilmente di un patrimonio il quale sarà utilizzato a sua volta per l'acquisto di titoli di non pronta liquidabilità, nello specifico - come anticipato nei paragrafi addietro - partecipazioni di società, non quotate, con alto potenziale di sviluppo.

²⁰ Si parla di fondi chiusi in quanto, a differenza dei fondi aperti, essi non consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma, di norma, soltanto alla scadenza prefissata dal regolamento, nonché per il differente profilo di rischio determinato dalla politica di investimento del fondo, orientata all'acquisizione di partecipazioni in imprese non quotate e pertanto, non prontamente liquidabili. Nei fondi chiusi non è inoltre consentito ai nuovi sottoscrittori di entrare una volta che la raccolta programmata è stata completata. Cfr. A. Gervasoni, *I Fondi di Investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.

²¹ Cfr. A. Gervasoni, A. Bechi, *I Fondi Chiusi di Private Equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna 2007.

²² Il processo di *fundraising* si articola in più fasi ciascuna di durata più o meno variabile, a seconda delle condizioni di mercato e dell'esperienza maturata dal gestore in precedenti iniziative. Una volta avviato il processo di raccolta richiede in genere dai 18 ai 24 mesi per essere portato a termine. I primi 6-9 mesi sono dedicati alla preparazione della documentazione e alla fase di *pre-marketing*. Idealmente, ha senso lasciare un periodo sufficiente (tra i 9 e i 12 mesi) tra il primo closing e la chiusura definitiva delle sottoscrizioni. In particolare, si possono identificare i seguenti passaggi fondamentali: i) la definizione degli obiettivi strategici dell'iniziativa e il *pre-marketing*; ii) la preparazione della distribuzione del materiale di *marketing*; iii) gli incontri con i potenziali investitori e la *duediligence*; iv) la negoziazione delle condizioni contrattuali; v) il *closing*. Il gestore dovrà quindi dimostrare le sue capacità di creazione di *deal flow* nonché il valore aggiunto che potrà creare nelle imprese acquisite adottando strategie di crescita e di efficientamento dei processi produttivi. Risultano premianti in questo contesto, le strategie focalizzate su settori e segmenti in cui il *management team* dimostra di aver maturato le proprie conoscenze e competenze. Cfr. A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2015.

Caratteristica propria, che accomuna i fondi di investimento mobiliare chiusi, noti internazionalmente come fondi di *private equity* e *venture capital*, è il *life cycle* solitamente di durata media pari a dieci anni. All'interno di tale orizzonte temporale è possibile individuare due sottoperiodi:

- I. Il periodo di investimento – noto anche come *investment period* – è il periodo nel quale il fondo inizia effettivamente ad operare, investendo il capitale raccolto nell'acquisizione di partecipazione delle società target. Generalmente, *l'investment period* ha una durata compresa fra un minimo di tre anni ed un massimo di sette.
- II. Il periodo di disinvestimento – anche noto come *divestment period* – nel quale il gestore del fondo procede alla liquidazione e monetizzazione delle partecipazioni detenute e durante il quale è possibile inoltre procedere con il rimborso parziale delle quote versate dai sottoscrittori iniziali. Qualora, a seguito di tensioni ascrivibili ad una congiuntura economica del mercato non favorevole il disinvestimento delle partecipazioni non fosse stato ultimato entro il *life cycle* previsto del fondo – fatto salvo il previo assenso della maggioranza degli investitori – la durata dello stesso potrà essere prorogata per un ulteriore periodo di due o tre anni (*grace period*).

Per quanto concerne il ciclo della liquidità di tali veicoli di investimento, differentemente da quanto previsto per altre fattispecie di strumenti finanziari (tra cui i c.d. fondi aperti), è previsto che il capitale sottoscritto dagli investitori non venga versato in un'unica soluzione al momento della sottoscrizione stessa, bensì in più *tranches*, nello specifico al manifestarsi delle richieste del gestore del fondo le quali perverranno ai sottoscrittori del capitale corrispondentemente al sorgere delle diverse opportunità di investimento (*draw down*).

La struttura statutaria, in ambito internazionale, maggiormente utilizzata è quella della *limited partnership* di matrice anglosassone²³ che trova fondamento nell'accordo (*limited partnership agreement*) stilato tra i *limited partner* (nel prosieguo anche solo “LP”), gli investitori in tale ambito, ed i *general partner* (anche solo, “GP”), ossia i gestori del fondo.

²³ Questa struttura giuridica è la più comune sia per la flessibilità del processo decisionale sia in quanto compatibile con i requisiti richiesti dalla normativa ERISA che i fondi pensione statunitensi, ovvero la principale classe di investitori in *private equity* a livello internazionale, devono rispettare, e anche in quanto struttura trasparente dal punto di vista fiscale e quindi non soggetta di per sé a tassazione. G. Fraser-Sampson, *Private equity as an Asset Class*, Wiley, London 2010.

In dettaglio, i *limited partner* - gli investitori nell'odierno schema oggetto di analisi - partecipano al rischio imprenditoriale limitatamente all'ammontare del capitale da loro sottoscritto, rinunciando all'attività di *governance* del fondo, di contro ai *general partner*, i quali sono invece chiamati a rispondere in solido con il loro patrimonio delle obbligazioni e dei debiti della società verso i terzi, è generalmente demandata l'attività di amministrazione del fondo e pertanto le attività di investimento, gestione e disinvestimento delle partecipazioni acquisite. In tale fattispecie statutaria, nonostante il labile confine tra la figura degli amministratori-gestori e degli azionisti che sancisce il rapporto fiduciario fra i *limited partner* ed i *general partner*, la differenziazione dei loro ruoli si realizza attribuendo a ciascuno di essi prerogative, come visto, nettamente differenti. Più generalmente, si ritiene che la scelta della più adeguata struttura giuridica di un fondo sia frutto di più variabili, concernenti il raggiungimento di un allineamento fra le prerogative degli investitori e quelli dei gestori sotto alcuni profili quali:

- l'efficientamento fiscale;
- la possibilità di gestire costi e benefici del quadro regolatorio, utilizzando strutture nazionali o internazionali;
- la capacità di gestire i rispettivi poteri di controllo e responsabilità.

Da un punto di vista spiccatamente negoziale e giuridico, pertanto, gli strumenti deputati all'allineamento degli interessi fra le due categorie, investitori e gestori, sono generalmente le clausole contrattuali contenute nel regolamento di gestione (*terms & conditions*)²⁴, il quale è oggetto di negoziazione durante il periodo di *fundraising*²⁵.

La prima fattispecie designata a garantire l'allineamento degli interessi fra GP e LP, nonché elemento di ampio scrutinio da parte degli investitori, è lo schema retributivo dei gestori del

²⁴ Il regolamento disciplina il rapporto tra il gestore e gli investitori. Le principali regole di un fondo, alla luce dell'ILPA *guidelines*, riguardano i seguenti aspetti: *i*) il periodo di investimento; *ii*) la durata totale del fondo; *iii*) la *management fee*; *iv*) il *carried interest*; le politiche di "richiamo" del capitale e distribuzione; *v*) le politiche di gestione degli scenari "patologici"; *vi*) le limitazioni agli investimenti (clausole che regolano la diversificazione del portafoglio). Cfr. M. Carloti, *Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2012.

²⁵ Generalmente, gli equilibri che regolano la definizione di tali condizioni contrattuali si modificano al mutare del contesto competitivo internazionale. Pertanto, quanto rappresentato a seguire è frutto delle più recenti evidenze empiriche. Cfr. Grant Thornton, *Keeping LPs Happy: It's a Whole New Ballgame for Private Equity*, 2013.

fondo. In dettaglio, il *carried interest*, anche detto *performance fee*, è stato il principale strumento utilizzato dall'industria per l'allineamento degli interessi fra le parti, ritenuto idoneo ad incentivare i gestori alla massimizzazione economica dell'iniziativa. In dettaglio, ai GP del fondo è generalmente riconosciuta, per l'appunto a titolo di *performance fee*, una percentuale mediamente pari al 20% del *capital gain* realizzato in sede di dismissione degli investimenti, al fine di garantire che gli stessi siano costantemente incentivati alla massimizzazione del profitto economico dell'investimento effettuato in un'ottica di medio-lungo termine. Tale meccanismo retributivo, *pari passu* all'evoluzione dell'industria, ha subito delle modifiche e ad oggi la prassi più recente è che il *carried interest*, venga riconosciuto al gestore del fondo:

- I. solo successivamente al superamento di un valore di rendimento minimo, precedentemente definito, compreso in un intervallo del 6-8%; e
- II. che agli investitori del fondo sia stato rimborsato l'intero capitale sottoscritto ed investito, oltre il suddetto rendimento minimo²⁶.

Quanto alla modalità con la quale viene maturato il diritto alla percezione del *carried interest*, è da rilevare l'intento degli investitori a far sì che quest'ultimo non si basi su un lasso di tempo eccessivamente limitato: del che in un tale scenario, gli stessi si esporrebbero al reale rischio che alcuni membri del *team* di gestione del fondo, una volta raggiunto il termine di tale periodo, avendo pertanto conseguito il diritto a ricevere quanto concordato, abbandonino il *team* stesso. Per quanto concerne il regime commissionale, ai gestori del fondo è corrisposta a titolo di *management fee* una commissione del 2% del valore del capitale sottoscritto. Anche tale aspetto è oggetto di ampio dibattito. Le più recenti evidenze empiriche rivelano la tendenza degli investitori ad esercitare forti pressioni al fine di contenere quanto più possibile le *management fee* asserendo che quest'ultime, piuttosto che finalizzate a garantire un margine di profitto ai gestori del fondo, debbano essere destinate precipuamente al sostentamento dei costi di gestione del fondo stesso. È inoltre, crescente la tendenza degli investitori, nel corso del periodo del *fundraising*, a richiedere sconti in luogo

²⁶ Questo meccanismo è raccomandato anche all'interno dei principi ILPA (*Institution Limited Partner Association*), l'associazione nordamericana dei *limited partners*. Il modello standard viene considerato quello del c.d. "All-Contributions-Preferred-Return-Back", che subordina la distribuzione ai gestori dell'extra-rendimento e del *carried interest* all'integrale restituzione ai partecipanti dei versamenti effettuati e del rendimento obiettivo. Cfr. ILPA, *Private Equity Principles*, version 2.0, gennaio 2011.

della loro fidelizzazione o della sottoscrizione di quote più elevate. Le ragioni sopra menzionate hanno indubbiamente contribuito alla riduzione del regime commissionale corrisposto ai gestori del fondo ed è così che – mediamente, a livello internazionale, negli ultimi anni – si è passati da una *management fee* pari al 2% del capitale sottoscritto a percentuali più ridotte nell'intervallo del 1,75-1,5%. A riguardo, è da rilevare che negli ultimi anni è stata modificata, senonché ridotta, la base di calcolo a cui imputare le percentuali sopra menzionate, di talché in luogo del 2-1,5% del capitale sottoscritto si è passati a regimi che prevedono a titolo di *management fee* la corresponsione del 1,5-1% del solo capitale investito.

Occorre sottolineare inoltre, la richiesta da parte dei LP di un livello di coinvolgimento economico all'iniziativa quanto più elevato del *management team* (nello specifico delle persone chiave i c.d. *key men*). Come infatti, alla luce della politica di remunerazione precedentemente illustrata, appare necessario che ogni componente del fondo sia motivata dal meccanismo di compartecipazione alla plusvalenza, è obiettivo degli investitori che, al contempo, il *team* stesso condivida la possibilità di un c.d. *down side* nel momento in cui il fondo non dovesse performare come prospettato. La scelta dei gestori del fondo trova, infatti, fondamento nelle competenze da questi acquisite nel corso della loro carriera professionale nei settori in cui effettueranno i loro investimenti, del che è ragionevole che i *limited partners* mirino ad ottenere quante più garanzie possibili in merito alla permanenza del *team* per tutto l'orizzonte temporale di vita del fondo corrente.

Quanto sin qui esposto trova riscontro in un'indagine condotta da Prequin (2013)²⁷ - su un campione significativo di investitori di fondi di PE - che ha individuato le aree principali in cui si necessita di un maggiore sforzo per garantire il riallineamento degli interessi dei GP e dei LP, e dunque:

- I. La *management fee*;
- II. La partecipazione economica del management all'iniziativa;
- III. La definizione ed i meccanismi di distribuzione del *carried interest*;

²⁷ Cfr. Prequin, *Global Private Equity Report*, Prequin 2013.

l'indagine in parola ha esposto quanto l'allineamento degli interessi fra le due categorie, gestori ed investitori, debba trovare il proprio fondamento in un coinvolgimento dei GP all'iniziativa economica quanto più reale ed ampio possibile. Infine, ulteriore aspetto degno di nota, rilevato dalla suddetta indagine è che se nel mondo pre-crisi la partecipazione dei gestori all'iniziativa economica si attestava nell'intorno del 1% del patrimonio del fondo, le rilevazioni più recenti hanno indicato un livello pari o superiore al 2%.

Ulteriore aspetto oggetto di confronto tra le parti, nonché elemento del *terms & conditions* del fondo, sono i limiti riconducibili all'eventualità di costituzione e raccolta in un fondo successivo. A tal proposito, è obiettivo degli investitori evitare che il *team* di gestione si focalizzi sul processo di raccolta di un fondo successivo prima di aver terminato il processo di investimento del primo fondo costituito. È prassi che la società di gestione, qualora il processo di investimento sia stato ultimato nel rispetto dei tempi previsti e sia stato ormai avviato con successo il *divestment* delle partecipazioni acquisite, promuova l'iniziativa di altri fondi. La soluzione di compromesso solitamente raggiunta, al fine di garantire agli investitori l'efficiente distribuzione del *team* di gestione nel corso del *life cycle* del fondo, prevede che i gestori possano intraprendere il processo di costituzione di un nuovo fondo allorché sia stata investita una quota fissa, compresa nell'intervallo del 60-70%, del fondo esistente.

Aspetto non trascurabile nell'architettura del sistema deputato a garantire l'allineamento degli interessi fra le parti è senz'altro l'attribuzione di diritti di governance, seppur limitati, agli investitori tramite la costituzione di un *Advisory Committee*, organo terzo ed indipendente, i cui membri vengono fra i rappresentanti ed i professionisti esterni da quest'ultimi designati. Solitamente tale organo di governance è composto dai rappresentanti degli investitori principali quali coloro che hanno sottoscritto il *ticket* più elevato, che hanno legami fiduciari di lunga data con il gestore o che sono portatori di conoscenze ed esperienze specifiche maturate nel corso della vita professionale di cui il gestore stesso si può avvalere nel corso dell'iniziativa. Come suggerito dai principi dell'*Institution Limited Partner Association* (ILPA), l'attuazione delle operazioni di investimento, nello specifico con parti correlate o in conflitto di interessi, dovrebbero essere per l'appunto oggetto di previa obbligatoria autorizzazione da parte dell'*Advisory Committee*, il quale inoltre, data la sua indipendenza rispetto al gestore del fondo, svolge funzioni consultive pronunciandosi,

qualora il regolamento ne preveda l'espressione di un parere in luogo di quello dell'assemblea degli investitori, in merito ad alcune decisioni quali, ad esempio, il superamento parziale dei limiti di investimento, il prolungamento dell'*investment period* o più in generale della durata del fondo²⁸.

Da ultimo, aspetto non trascurabile, è il flusso informativo instaurato fra le parti. Lo scambio di informazioni deve essere costante e profittevole. Generalmente, gran parte degli investitori redige *report* consuntivi con cadenza trimestrale²⁹ del che si rende necessario nella prassi che il gestore del fondo offra, in merito all'andamento della gestione dello stesso e nello specifico, circa l'andamento della gestione delle società in portafoglio, con la medesima cadenza temporale, una reportistica che sia in grado di offrire agli investitori quantomeno una sintesi compiuta:

- dei principali indici patrimoniali ed economici, nonché della situazione finanziaria in un orizzonte di breve-medio termine;
- delle principali scelte di natura strategica implementate, relativamente all'andamento del mercato di riferimento;
- dell'andamento della società partecipata in confronto all'andamento dei suoi principali *competitor*.

Ad integrazione della reportistica periodica illustrata, il gestore del fondo predispose le proprie relazioni annuali, i cui contenuti salienti sono:

- le informazioni in merito all'andamento delle società in portafoglio nonché le strategie e le principali politiche di investimento realizzate, le indicazioni circa

²⁸ Al di là del suo ruolo formale, l'*Advisory Committee* è anche uno strumento di aggiornamento dell'evoluzione della gestione da parte del GP ai suoi principali investitori. Sempre più spesso, infatti, gli investitori che rappresentano una quota importante del fondo richiedono non solo di farne parte, ma anche che *Advisory Committee* si riunisca in maniera periodica anche in assenza di delibere da prendere. L'obiettivo è usare questi incontri, che possono essere, per esempio, a cadenza semestrale, per aumentare la visibilità sulle attività del fondo in cui hanno investito. Di conseguenza, il GP potrà usare questa opportunità per rinsaldare i rapporti con i suoi investitori più importanti.

²⁹ Il rendiconto viene preparato tipicamente ogni trimestre, entro 45-60 giorni dalla chiusura del periodo di riferimento (ed entro 60-90 giorni dalla chiusura annuale).

l'andamento del loro *business* nonché sul ruolo del fondo nell'operazione, indicando eventuali rappresentanze del fondo negli organi di *governance* di quest'ultime;

- le partecipazioni dismesse ed i risultati conseguiti (in termini di multiplo di costo e IRR lordo), con indicazione del metodo di disinvestimento ed eventuale segnalazione di potenziali profitti differiti;
- la valutazione odierna e prospettica dei principali profili di rischio riconducibili alle operazioni in portafoglio;
- eventuali fattispecie di conflitto di interessi;
- eventuali modifiche intervenute in merito alla composizione del *team* di gestione del fondo.

Nella prassi è da sottolineare, che nonostante la caducità del reporting, addietro illustrata, il flusso informativo fra le parti deve essere proficuo, del che è da intendersi che quest'ultimo non può limitarsi alle sole comunicazioni formali sopra menzionate ma è necessario che si estrinsechi attraverso un rapporto dialettico continuativo attraverso incontri periodici, quantomeno con gli investitori principali, i quali hanno sottoscritto *commitment* più elevati.

In Italia, oltre alla presenza di numerosi fondi esteri, sono attivi numerosi operatori di carattere nazionale che focalizzano le loro attività in aziende attive nel territorio locale. Tali operatori svolgono la propria attività attraverso le SGR (introdotte con l'emanazione del TUF 1998) seguendo le caratteristiche di struttura e modalità operative sopra descritte.

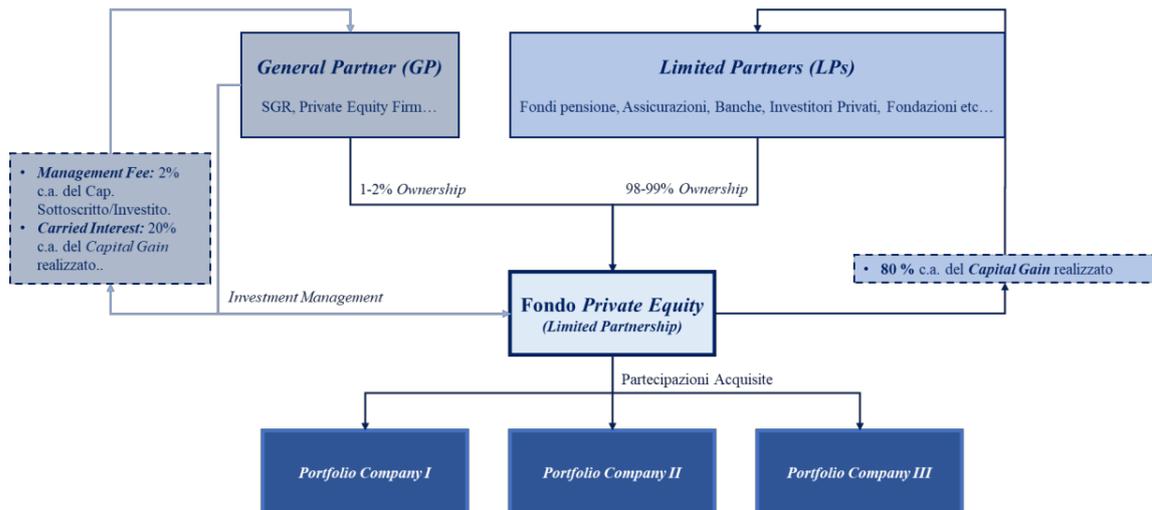


Figura 3: Struttura di un fondo di Private Equity. Elaborazione propria

Nell'ultimo decennio in Italia, oltre all'esistenza di operatori privati, si segnala la presenza di istituzioni di matrice pubblica o semi-pubblica attive sul territorio nazionale. Tra le istituzioni di matrice pubblica vi rientrano principalmente le finanziarie regionali, le quali, acquisendo partecipazioni in imprese di piccole dimensioni nelle fasi di avvio ne sostengono lo sviluppo fornendo così sostegno a settori *distressed* ed aree geografiche in difficoltà, operando inevitabilmente, con particolare riferimento alla logica di rendimento, secondo modalità differenti agli operatori privati. Operano al contrario, secondo lo schema dei privati, le istituzioni di matrice semipubblica, che perseguono l'obiettivo di colmare il c.d. *equity gap* presente in alcuni comparti settoriali strategici del mercato nazionale. A tal riguardo le iniziative maggiormente degne di nota sono quelle del:

- Fondo Italiano di Investimento³⁰ (2009) il quale persegue l'obiettivo di rendere maggiormente competitive sul mercato estero aziende nazionali di medie dimensioni, favorendone lo sviluppo ed incentivando i processi di aggregazione di imprese minori;

³⁰ Iniziativa promossa da: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria, Associazione Bancaria Italiana, Unicredit Group S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. Attualmente la compagine azionaria del Fondo è la seguente: Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (43%); Intesa Sanpaolo S.p.A. (12,5%); MPS Investments S.p.A (12,5%); Unicredit Group S.p.A (12,5%); Nexi S.p.A (12,5%); Associazione Bancaria Italiana (3,5%) e Confindustria (3,5%).

- Fondo Strategico Italiano³¹ (2011, dal 2016 CDP equity) che, quale *holding* di partecipazioni riconducibile al Gruppo CDP, acquisisce quote di minoranza in imprese – che si trovano in condizioni di equilibrio economico e finanziario e con elevate potenzialità di sviluppo - di “rilevante interesse nazionale” a parametri di mercato.

Oltre alla classificazione sopra esposta, operata alla luce della natura pubblica-privata degli operatori, è possibile effettuare ulteriori classificazioni di quest’ultimi in funzione rispettivamente:

- I. Della provenienza dei capitali raccolti, che comporta a sua volta differenze nelle politiche di investimento adottate;
- II. Della tipologia di investimento realizzato.

La classificazione operata alla luce del punto I permette di distinguere fra operatori indipendenti ed operatori *captive*, ossia di emanazione bancaria o di gruppi industriali:

- Gli operatori indipendenti, privi di un’istituzione finanziaria sottostante di riferimento, si presentano direttamente agli investitori attivando così il processo di raccolta di capitali. Quest’ultimi operano in condizioni di autonomia, cercando di rendere il prodotto offerto quanto più appetibile possibile ai possibili sottoscrittori.
- Gli operatori *captive*, al contrario, hanno quale fonte di capitali esclusiva la società capogruppo di riferimento, pertanto il gestore non ricorre al mercato degli investitori istituzionali. Di talché appare chiaro come la strategia di investimento di tale fattispecie di veicolo finanziario debba necessariamente essere strutturata alla luce delle esigenze della capogruppo di cui è emanazione.

Nonostante in passato, principalmente nei paesi nei quali il sistema e le istituzioni bancarie hanno sempre avuto un ruolo precipuo ai fini dello sviluppo del mercato finanziario, vi fosse

³¹ Anche noto come FSI, il Fondo Strategico Italiano nasce nel 2011 per iniziativa del ministro dell’Economia e delle Finanze G. Tremonti con il D.L. n. 34 del 31 marzo 2011 – convertito in legge con la Legge 75 del 26 maggio 2011 – al cui art. 7 si prevede che CDP possa “*assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità del fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico e produttivo del Paese (e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività).*”

la prevalenza di operatori *captive*, lo sviluppo crescente del mercato del capitale di rischio ha indubbiamente contribuito alla nascita di *team* di investitori indipendenti, che ad oggi rappresentano la componente più attiva del settore.

In funzione della tipologia di investimenti realizzati (di cui al punto II) è possibile, come anche anticipato nel precedente paragrafo, distinguere in:

- Operatori di *early stage*, i cui investimenti sono focalizzati al finanziamento dell'avvio dell'impresa;
- Operatori di *expansion*, i cui investimenti sono destinati a sostenere e consolidare la crescita della società *target*;
- Operatori di *buy out*, che prevedono l'acquisto di quote di maggioranze in realtà societarie ormai consolidate;
- Operatori di *turnaround*, i quali, contrariamente alle precedenti categorie di operatori, concentrano il loro focus sulle imprese che manifestano difficoltà finanziarie il cui investimento è per l'appunto teso a conseguire il risanamento aziendale.

CAPITOLO 2. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO E L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY. UNA PANORAMICA SUL MERCATO EUROPEO E ITALIANO

L'odierno capitolo si propone di illustrare, circoscrivendo l'analisi all'esperienze Europea ed Italiana, l'evoluzione del mercato del *private equity* nonché l'impatto economico nelle società *target* delle operazioni di investimento nel capitale di rischio, comparto settoriale capace, come verrà illustrato nel prosieguo, di rivestire un ruolo di estrema rilevanza all'interno dei moderni sistemi economici comunitari.

L'analisi del mercato europeo si concentrerà su un orizzonte temporale ventennale (2000-2019), del che, data l'ampiezza dello stesso, verrà operata una segmentazione dell'arco temporale in parola sulla base degli eventi di natura esogena che hanno contribuito ad influenzare l'andamento del contesto macroeconomico comunitario e, di concerto, quello dei mercati finanziari. Pertanto, per il periodo 1999-2013 sarà effettuata un'analisi maggiormente sintetica, volta all'identificazione delle modalità di evoluzione delle principali variabili prese in esame quali numero di operatori, capitale raccolto ed investito, mentre per il periodo successivo (2015-2019), l'intera industria europea del PE sarà oggetto di un'analisi ancor più approfondita ed esaustiva – sia in termini quantitativi che qualitativi – frutto della rielaborazione dei dati rilevati dai principali istituti statistici europei e mondiali in tale ambito.

Analogamente, le medesime variabili - determinanti l'assetto dell'odierno mercato del *private equity*– saranno oggetto di scrutinio nell'analisi del mercato italiano del capitale di rischio: l'orizzonte temporale preso in esame è il medesimo (2000-2019) con particolare focus in merito ai più recenti *trend* registrati (2015-2019).

Nel terzo paragrafo, verrà fornita, a livello aggregato (Italia), evidenza empirica dell'impatto delle operazioni di *private equity* nelle società *target*.

In conclusione, dall'analisi delle implicazioni derivanti dalla prassi valutativa generalmente adottata dagli operatori del mercato del capitale di rischio, si cercherà di pervenire, ad una quanto più esaustiva definizione dei c.d. *key factor* per la creazione di valore nella società *target*.

2.1 IL MERCATO EUROPEO

Il mercato europeo, a far data del 1999, ha attraversato fasi di evidente trasformazione, alternando a periodi di evidente crescita ed espansione momenti di contrazione e rallentamento. Di talché data la vastità del periodo preso in esame, si è reso necessario, - quantomeno inizialmente, prima di scendere nel dettaglio - enucleare le principali fasi che hanno contraddistinto lo sviluppo dell'*industry* dell'investimento nel capitale di rischio, per di più corrispondenti agli eventi esogeni che hanno influenzato l'andamento del contesto macroeconomico comunitario e, di concerto, dei mercati finanziari. In tal senso, nel quadro sinottico sottostante viene fornito un riepilogo generale delle principali congiunture identificate nonché una preliminare panoramica di sintesi in merito all'andamento del mercato in termini di capitale raccolto, ammontare investito e società oggetto di investimento:

Valuta: euro/mln		1999-2003	2004-2008	2009-2013
Buy Out	Capitale Raccolto	99	283	158
	Ammontare Investito	74	207	135
	Numero di Società Oggetto di Investimento (<i>Average</i>)	953	1.357	832
Venture Capital	Capitale Raccolto	64	52	20
	Ammontare Investito	61	53	18
	Numero di Società Oggetto di Investimento (<i>Average</i>)	7.305	4.907	3.205
Private Equity	Capitale Raccolto	168	372	161
	Ammontare Investito	141	283	189
	Numero di Società Oggetto di Investimento (<i>Average</i>)	8.575	6.580	5.285

Figura 4: le principali fasi dello sviluppo dell'industria del Private Equity. Fonte: rielaborazione propria su fonte dati EVCA/PEREP_Analytics

Come possibile apprezzare dalla tabella sopra esposta, a far data della fine degli anni '90, il mercato ha attraversato un decennio di decisa e costante espansione trainato da condizioni macroeconomiche favorevoli, al contrario dal 2009, complice la crisi finanziaria del 2008 (USA), i cui riflessi sui mercati finanziari europei sono stati repentini, il mercato ha subito una consistente contrazione – maggiormente evidente nel comparto dei *buy-out*, complice l'atteggiamento prudente e refrattario degli istituti bancari a concedere linee di credito per la strutturazione di operazioni di *leveraged buy out* – seguendo un trend di sviluppo debole e maggiormente volatile. Procedendo per ordine, seguendo l'iter temporale sopra delineato:

- I. Il primo periodo (1999-2003), complice l'avvento e lo sviluppo della c.d. *new economy*, ha fatto rilevare i più elevati livelli di fondi raccolti dagli operatori di VC nonché di investimenti effettuati in imprese, ad alto contenuto tecnologico, in fase di sviluppo. Durante il periodo in analisi, è da evidenziare l'esponentiale crescita del numero di operatori (+80%) rispetto al 1998.
- II. Il periodo (2004-2008) si caratterizza al contrario per l'avvento e l'affermazione del comparto del *buy-out*. Nell'arco temporale in parola, eccetto per il 2004 anno nel quale la raccolta degli operatori di *buy out* si attestò a livelli inferiori rispetto l'anno precedente, i fondi raccolti da tali operatori hanno fatto registrare valori pressoché triplicati rispetto ai valori medi fatti registrare nel periodo precedente (1999-2003). Di concerto, l'aumento dei capitali raccolti presso gli investitori istituzionali ha contribuito a sostenere un perdurante aumento delle operazioni di investimento, arrestatosi solo nel 2008 al manifestarsi dei primi segnali della crisi finanziaria

inerenti al crollo, fra tutti, di Lehman Brothers³². Il *venture capital*, a causa della bolla speculativa dot-com che ha inevitabilmente contribuito a ridurre i volumi dei capitali raccolti ed investiti, è tornato a crescere nel 2004 raggiungendo il picco di capitali raccolti nel 2006.

- III. Il terzo periodo individuato (2008-2013) - il quale come in precedenza anticipato ha indubbiamente risentito delle turbolenze generalizzate dei mercati finanziari EU, la cui genesi è riconducibile al manifestarsi della crisi finanziaria - inerentemente l'attività di raccolta dei capitali ha subito una riduzione complessiva nel 2009 del 24% rispetto all'anno precedente, complici le contrazioni verificatesi nei singoli comparti di *buy out* e *venture capital* rispettivamente, rispetto il 2008, del 17% e del 60%. A livello generale, appare pacifico evidenziare che le medie dell'attività di *fundraising*, nel periodo oggetto di analisi, sono ampiamente inferiori ad entrambi i periodi precedenti. Una riduzione così significativa, che ha coinvolto l'intero comparto, è ascrivibile in via principale al venir meno dei *commitment* sottoscritti dai fondi pensione (principale fonte di raccolta di capitale) nonché dai fondi di fondi, dalle banche e dalle assicurazioni, tutte istituzioni che vantano un'importanza significativa se non imprescindibile nel processo di raccolta di capitali. Proprio nel 2009-2010, si è assistito al venir meno degli apporti di capitali da parte di investitori istituzionali non europei, i quali solo nel 2011, con il loro ritorno all'investimento hanno decisamente risollevato le sorti dell'attività di raccolta invertendo la tendenza e generando un trend di crescita, seppur ancora lontano ai livelli pre-crisi, che ha portato ad attestare la raccolta complessiva nel 2013 a livelli superiori ai 55 miliardi, quasi raddoppiata se confrontata con l'anno precedente e con un peso maggiore ad un terzo degli investitori di provenienza USA. Gli effetti della crisi hanno avuto forti ripercussioni anche sugli investimenti effettuati, seppur più lievi rispetto a quanto precedentemente illustrato circa l'attività di *fundraising*. È opportuno rilevare in tal senso, come il numero di società target oggetto di investimento è pressoché rimasto invariato nel periodo in oggetto attestandosi ad un livello di c.a. 5.000, oltre la metà delle quali in una fase del ciclo della vita di sviluppo e di avvio. Venendo, in dettaglio, ai volumi di investimento, successivamente alla discesa del 2007 anno nel quale il livello degli investimenti complessivi realizzati risultò pari a gli oltre 70

³² È interessante notare come che la raccolta di fondi da parte degli operatori di *buy out* nello stesso anno è rimasta solida producendo il secondo livello più alto registrato nella storia del private equity comunitario.

miliardi di euro, nel corso del 2009 si è assistito ad una rilevante contrazione, leggermente recuperata negli anni a seguire, i quali hanno invertito il trend ormai distante dai livelli pre-crisi. Appare opportuno inoltre, precisare, a corredo di quanto sin qui esposto, che il periodo in oggetto si caratterizza per una riduzione sia del numero dei c.d. *mega deals* sia, mediamente, delle dimensioni delle singole operazioni realizzate: l'atteggiamento refrattario delle banche circa la concessione di linee di credito dedicate all'architettura di operazioni di LBO (tese, per definizione all'acquisto di quote di maggioranza della società target) ha indubbiamente ridotto il contributo della leva finanziaria³³.

Quanto sin qui rappresentato costituisce indubbiamente una buona base di partenza per comprendere a fondo le dinamiche di sviluppo del mercato del capitale di rischio a livello comunitario. Nei grafici sotto riportati è possibile apprezzare quanto sin qui rappresentato, nonché notare come solo con le rilevazioni fatte registrare nel 2019 il mercato è tornato a performare, generalmente, a livelli superiori a quelli pre-crisi. Proseguendo, in dettaglio, verranno analizzati i più recenti sviluppi, rispettivamente in riferimento all'attività di *fundraising*, *investment* e *divestment*.

³³ Il peso dell'*equity* in tale periodo, mediamente, ha raggiunto il 50%.

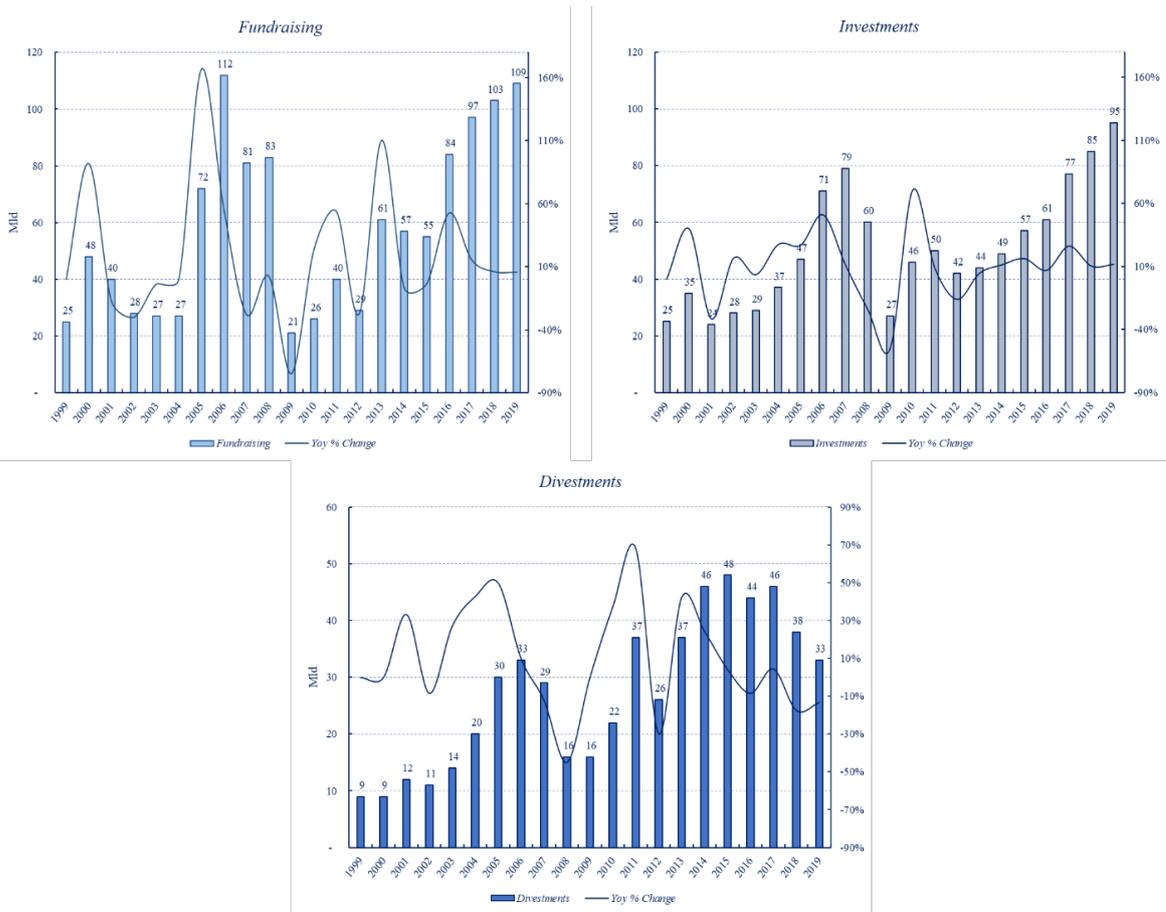


Figura 5: Industry Overview. Fundraising, Investments, Divestments. Fonte: Invest Europe / Thomson Reuters (1999-2019)

Fundraising: la raccolta di capitali si è attestata a 109 miliardi di euro, con una crescita percentuale rispetto al 2018 del 6% facendo registrare il dato più alto degli ultimi dieci anni, sottolineando la tendenza al rialzo osservato a far data del 2012.



Figura 6: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC

In termini di numerosità di operatori all'interno del mercato si registra un aumento del 4% se raffrontato alla media dei 5 anni precedenti. Da un punto di vista degli operatori, sono 578 i fondi i quali hanno svolto attività di *fundraising* nel corso dell'anno, 4% in più rispetto alla media dei cinque anni precedenti. Guardando all'intera attività di *private equity*, il 29% del capitale è stato fornito dai fondi pensione, il 19% da fondi di fondi e altri gestori patrimoniali, e il 13% da *family office* e privati. L'analisi della distribuzione geografica evidenzia invece che il Nord America ha fornito il maggior parte capitale raccolto all'industria europea (28%), seguito da Francia e Benelux (26%).

Valuta: euro/mld	Fundraised 2019	N° di Fondi 2019
<i>Venture Capital</i>	15	246
<i>Buy Out</i>	79	119
<i>Expansion</i>	9	104
<i>Generalist</i>	6	104
<i>Mezzanine</i>	1	5
<i>Private Equity</i>	109	578

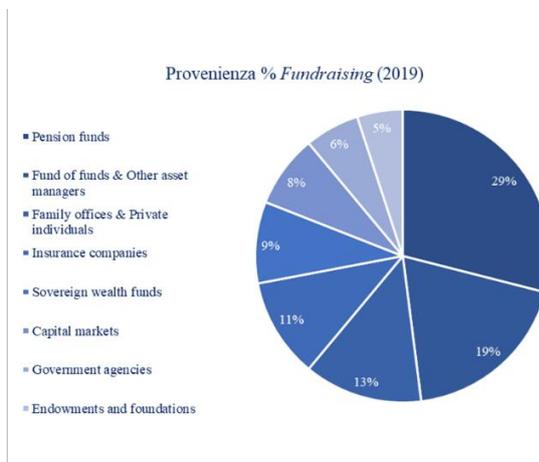


Figura 7: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC.



Figura 8: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC. Note: Buyout includes rescue/ turnaround and replacement capital funds.

Nel dettaglio, la raccolta fondi di *buy out* è aumentata del 15% su base annua, registrando, nel 2019, un valore pari a 79 miliardi di euro: di questi, il 55% deriva da paesi extraeuropei, mentre fra i paesi dell'Unione risulta fondamentale l'apporto di Francia e Benelux che congiuntamente rappresentano il 21% dei capitali raccolti. La maggior parte dell'ammontare frutto delle attività di *buyout fundraising* (91%) è andata a fondi di *follow-on* (il resto ai *first-time funds*). Venendo ai principali sottoscrittori dei *commitments*, i fondi pensione hanno fornito la maggior parte del capitale (34%), seguiti dai fondi di fondi e altri gestori patrimoniali (19%) e dalle compagnie di assicurazione (12%). I fondi concentrati su tutte le fasi di *venture* hanno continuato a raccogliere la maggioranza (60%). Il risultato delle attività di *venture fundraising* ha raggiunto un ammontare totale pari a 15 miliardi di euro nel 2019, rilevando una crescita del 17% rispetto al 2018. Principali fonti di finanziamento sono stati: i) agenzie governative (20%), ii) *family office* e privati (19%) e iii) *corporate investors*

(14%): il 52% del capitale raccolto è andato ai cosiddetti *first-time funds*, mentre la restante parte è andata ai c.d. *follow-on funds*. Anche in tale comparto appare sostanziale l'apporto di Francia e Benelux quale principale fonte di capitale (36%). Il *fundraising* per i fondi di *expansion* ha registrato un calo dell'11% su base annua a 9 miliardi di euro, anche se il dato per il 2019 è rimasto di circa il 50% superiore alla media dei cinque anni precedenti e l'importo per fondo del capitale raccolto è rimasto in linea con le tendenze storiche recenti. Venendo in dettaglio alla rappresentazione statistica della raccolta fondi sul campione europeo è possibile concludere che la mediana dell'ammontare totale raccolto dai fondi che hanno raggiunto il *final closing* nel corso del 2019 è stata pari a 92 milioni di euro, dato che rappresenta il valore più alto mai registrato. Circa la metà dei fondi in oggetto ha raccolto un importo incluso nell'intorno del valore mediano (in un intervallo di 25 milioni di euro - 241 milioni di euro), mentre diversi fondi hanno raccolto importi decisamente superiori (da cui la distribuzione positivamente distorta).

Investments: L'importo totale del capitale investito in società europee è aumentato del 10% su base annua raggiungendo, nel 2019, un ammontare totale pari a 94 miliardi di euro, il valore più alto mai registrato.

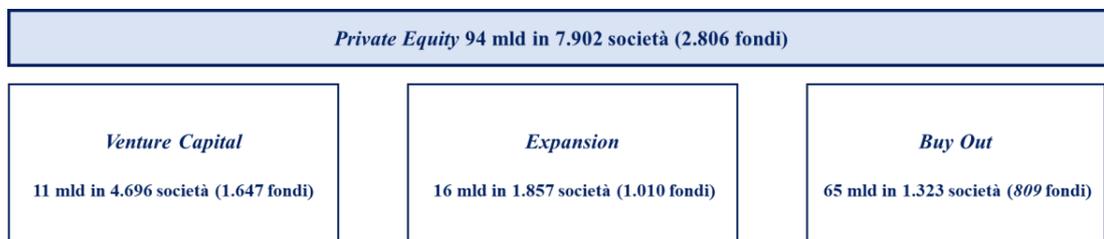


Figura 9: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC.

L'analisi della distribuzione geografica ha evidenziato che la maggior parte del capitale investito (63%) è stata di provenienza domestica (all'interno del Paese), mentre una percentuale minoritaria è derivata da fonti intraeuropee (29%) ed extraeuropee (8%). Venendo ai singoli comparti, gli investimenti *buy out* sono aumentati dell'8% su base annua registrando, nel 2019, un ammontare totale pari a 65 miliardi di euro, in linea con il trend a rialzo degli anni addietro. Circa l'analisi qualitativa per settore è invece da rilevarsi che i *buyout investments* hanno coinvolto precipuamente: i) il settore dei beni di consumo e dei

servizi (25%), *ii*) il settore dei prodotti e servizi aziendali (24%) e *iii*) l'ICT (21%). L'ammontare totale dei *venture capital investments* – investimenti in capitale di rischio – è stato pari, nel 2019, a 11 miliardi di euro, registrando una crescita del 19% rispetto al 2018, in linea con il trend positivo che si protrae ininterrottamente dal 2013. Circa il 60% del numero totale di società oggetto di investimenti sono state **sostenute** da *venture capital funds*. È infine opportuno evidenziare l'incremento registrati circa gli investimenti in *start-up* (+13%), i quali hanno raggiunto un valore totale finale pari a 6 miliardi di euro, rappresentando quindi circa il 56% degli investimenti totali in capitale di rischio. Rimane invece sostanzialmente invariata la distribuzione degli investimenti per settore, del che l'ICT risulta tuttora essere il settore in cui si concentra circa la metà dei *venture capital investments*, seguito da biotecnologie e sanità (24%) e beni di consumo e servizi (8%). Gli investimenti del comparto *expansion* hanno registrato un incremento del 15% su base annua, sino a un ammontare totale, nel 2019, pari a € 16 miliardi. Parallelamente, la diminuzione del numero di società oggetto di investimenti (-18%), ad oggi pari a 1.857, è risultata nel rilevamento del maggior livello di investimento per azienda mai registrato. L'ICT ha ricevuto il livello più alto di investimenti (36%), seguito da beni di consumo e servizi (17%) e attività finanziarie e assicurative (13%).

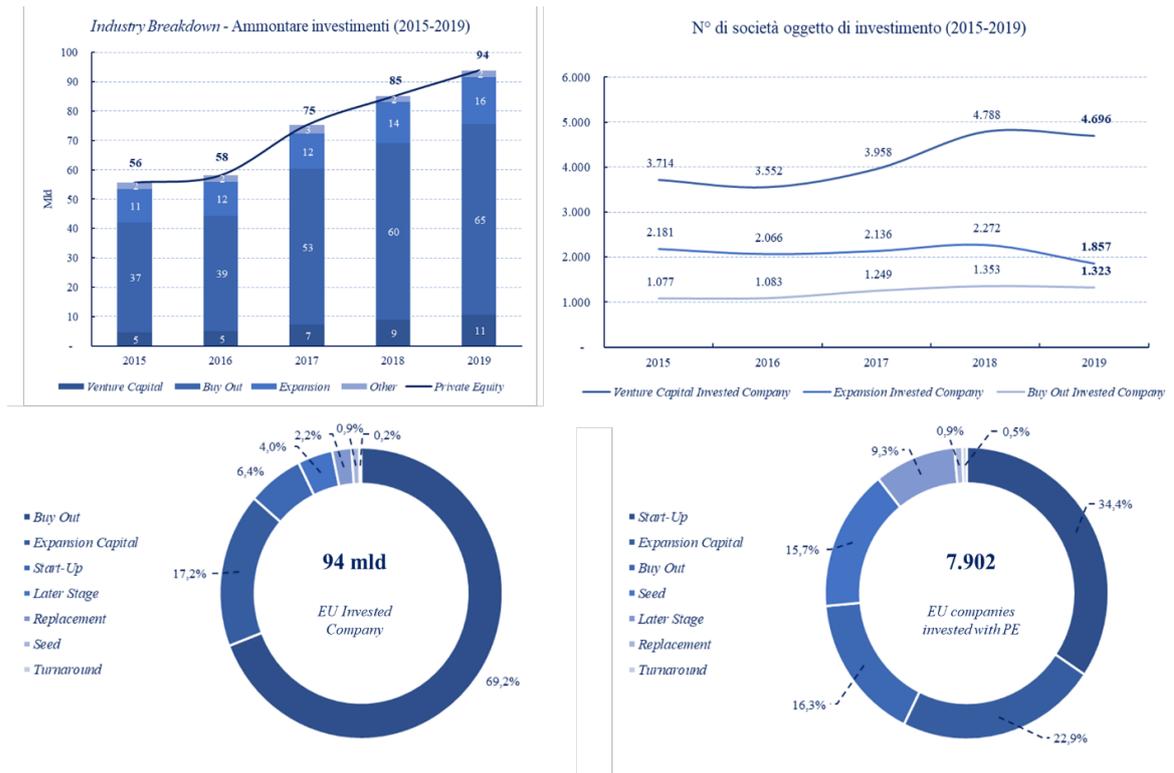


Figura 10: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC. Note: Other includes Rescue/Turnaround and Replacement capital.

A livello complessivo, pertanto, gli investimenti per settore dell'intera industria si sono concentrati principalmente in tre settori: *i*) ICT (27%), *ii*) beni di consumo e servizi (23%) e *iii*) prodotti e servizi aziendali (19%) ed hanno coinvolto 7.902 società – l'84% delle quali erano PMI – evidenziando un incremento dell'8% rispetto alla media dei precedenti cinque anni. Da ultimo, è doveroso fornire evidenza del peso dell'intera industria sul PIL dell'intera euro-zona. Il *private equity* ha continuato a fornire un contributo significativo al PIL europeo. In base all'ubicazione dell'azienda di PE, gli investimenti hanno rappresentato fino allo 0,54% del PIL europeo nel 2019, rilevando il livello più alto a far data del 2008.



Figura 11: Rielaborazione propria su data source: IMF, World Economic Outlook Database (GDP) / Thomson Reuters (2000 -2006) & Invest Europe / EDC (2007-2019)

Divestments: Nel 2019 i disinvestimenti (*at cost*) hanno registrato un decremento del 16% rispetto all'anno precedente, attestandosi ad un valore pari a 31 miliardi di euro, in netto contrasto con il trend dei precedenti sei anni, durante i quali i valori totali di disinvestimento sono stati più elevati.

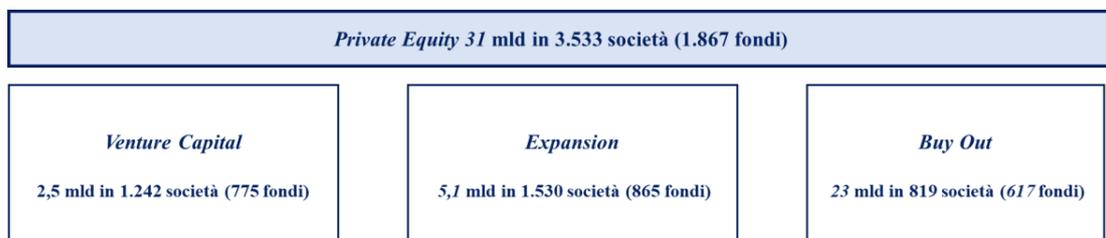


Figura 12 Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC.

Durante il 2019, le aziende europee oggetto di disinvestimenti – 3.533 – sono state l’11% in meno rispetto all’anno precedente. Le principali modalità di disinvestimento sono state – per importo – la vendita a un altro operatore di *private equity* (34%), seguita dalla vendita commerciale (29%) e dall’offerta pubblica (11%), e – per numero di società coinvolte – il rimborso di azioni privilegiate/prestiti o *mezzanine* (38%), seguita dalla vendita commerciale (15%) e dal riacquisto da parte del *management/owner* (11%). Geograficamente, Francia e Benelux sono stati i mercati principalmente coinvolti dalle attività di disinvestimento giacché il 38% del totale disinvestito ha avuto per oggetto società residenti in tale area. Al contrario, dal punto di vista della nazionalità della società di *Private Equity* coinvolta nell’attività di disinvestimento, è opportuno specificare che sono state prevalentemente interessate società di *Private Equity* Britanniche e Irlandesi (35% del totale ammontare delle attività di disinvestimento). Circa l’analisi dei settori oggetto delle attività di disinvestimento è da evidenziarsi che le stesse hanno coinvolto precipuamente società facenti parte dei settori dei prodotti e servizi aziendali, dei beni di consumo e servizi e ICT.

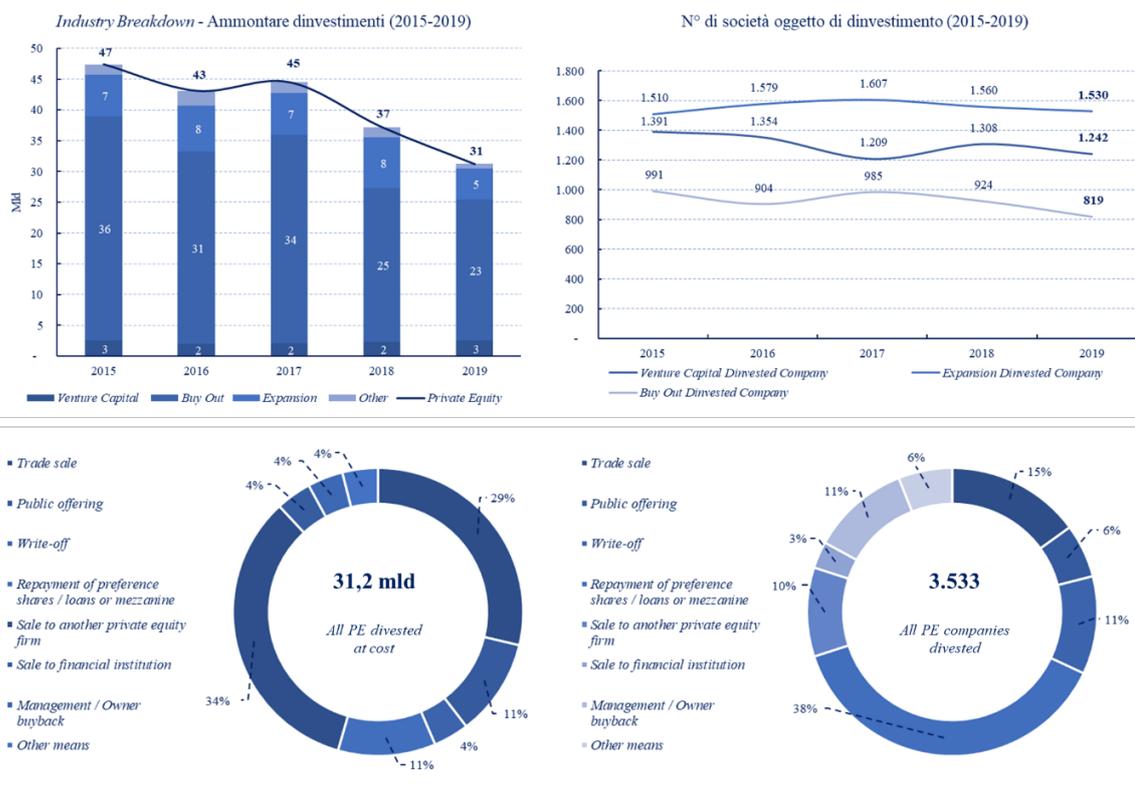


Figura 13: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC.

In dettaglio, venendo alle dinamiche dei singoli comparti, i *buyout divestments* – pari, per importo, al 73% del totale delle attività di disinvestimento al costo – hanno altresì registrato una riduzione dell'8% su base annua, attestandosi, nel 2019, ad un valore pari a 23 miliardi di euro. In linea con tale dato, è stato registrato – rispetto al 2018 – un decremento del 11% circa il numero di società oggetto di disinvestimenti pari a 819. Le principali modalità di disinvestimento sono state – per importo – *i*) la vendita a un'altra società di *private equity* (39%), *ii*) la vendita commerciale (30%) e *iii*) l'offerta pubblica (12%), e – per numero di società coinvolte – *i*) la *trade sale* (24%), *ii*) il rimborso di azioni privilegiate/prestiti o *mezzanine* (23%) e *iii*) la vendita a un altro fondo di *private equity* (22%). Al contrario, il valore totale delle attività di *venture divestments* – 3 miliardi di euro – è stato il più alto a far data del 2011, confermando un trend di crescita pari al 10% su base annua. Oggetto di *venture divestments* sono state, nel 2019, 1.242 società, circa il 5% rispetto al 2018. Oggetto di *venture divestments* sono state principalmente aziende facenti parte: *i*) del settore ICT (36%), *ii*) del settore di biotecnologie e sanità (18%) e *iii*) del settore di prodotti e servizi aziendali (16%). La principale modalità di disinvestimento è stata – per importo – la vendita commerciale (34%), seguita dall'offerta pubblica (17%) e dalla vendita a un'altra società di *private equity* (16%), e – per numero di società coinvolte – il rimborso di azioni privilegiate/prestiti o *mezzanine* (33%), il *write-off* (18%) e la vendita commerciale (16%). Infine, il risultato finale delle attività di *expansion divestments*, nel 2019, è stato pari a 5 miliardi di euro, registrando un decremento del 38% su base annua. Oggetto di *expansion divestments*, sono state, nel 2019, 1.530 società, pari al 43% del totale delle attività di *private equity divestment*. Sia per importo (26%) che per numero di società coinvolte (47%), la principale modalità di disinvestimento si è sostanziata nel rimborso di azioni privilegiate/prestiti o *mezzanine*. A seguire – per importo- sono state la vendita a un'altra società di *private equity* (23%) e la vendita commerciale (23%), e – per numero di società coinvolte – la vendita commerciale (10%) e il riacquisto da parte del management/owner (10%). Le attività di *expansion divestments* hanno coinvolto prevalentemente società facenti parte del settore dei prodotti e servizi alle imprese (26%), del settore dei beni di consumo e dei servizi (25%) e ICT (18%).

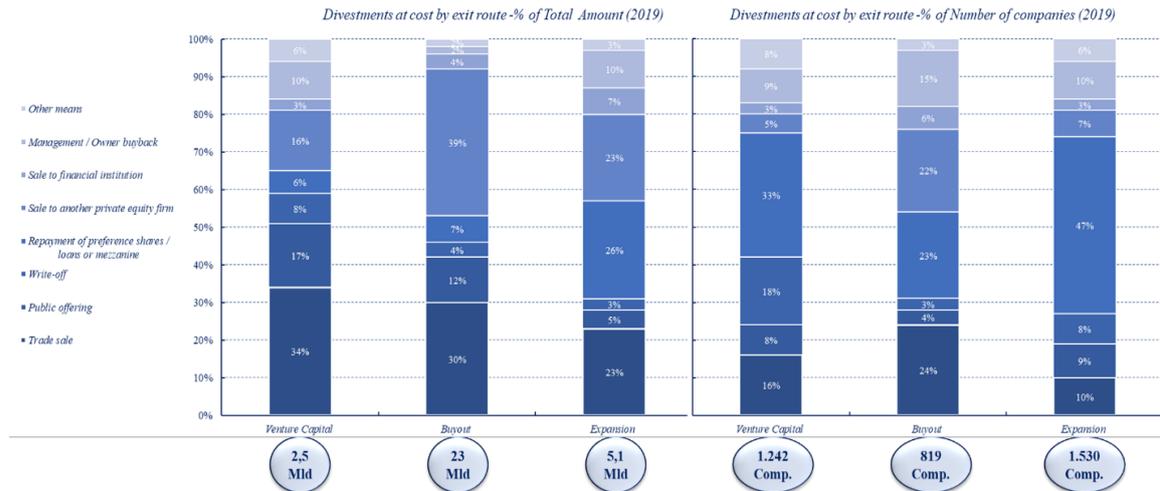


Figura 14: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC.

Da ultimo, è opportuno evidenziare che il periodo medio di detenzione delle società poi oggetto di disinvestimento (*Average holding period*) durante gli ultimi 5 anni è stato di poco inferiore a sei anni.

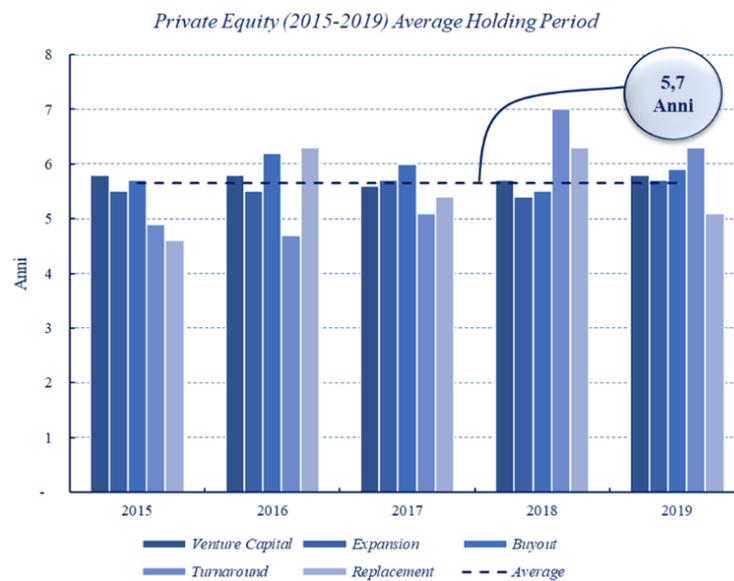


Figura 15: Rielaborazione propria su data source: Invest Europe / EDC (2015-2019)

Alla luce di quanto esposto, appare pacifico affermare che il decennio dal 2009 al 2019 è stato senza precedenti per il settore del *private equity* in Europa, i dati illustrati mostrano un mercato in continua evoluzione in grado di adattarsi rapidamente al contesto finanziario di riferimento affrontandone le complessità e gli eventi più sfidanti. Si sono dimostrati, nel periodo in oggetto, quali tratti distintivi dell'intera industria, la promozione ed il sostentamento dell'attività imprenditoriale. Le Piccole e Medie Imprese rappresentano infatti la spina dorsale dell'economia europea ed in virtù dell'impegno profuso dai fondi sostenendone l'avvio, lo sviluppo ed il consolidamento della crescita, si conferma il ruolo determinante di tale industria quale uno dei propulsori dell'economia europea: nel periodo 2015-2019 sono state infatti oggetto di investimento oltre 22.000 PMI (pari all' 85% dell'intero portafoglio di investimenti c.a.). Aspetto di non trascurabile rilevanza, che evidenzia ancor più l'importanza dell'industria in esame, è il ruolo che quest'ultima riveste in qualità di gestore dei fondi affidategli più generalmente dagli istituti previdenziali e pensionistici, pubblici e privati: dal 2015 al 2019 il fundraising dell'intera industria del *private equity* proviene per lo più da istituti quali i fondi pensione e le compagnie assicurative (114 miliardi, c.a. il 40% del totale *fundraised*) rimarcando pertanto un chiaro segnale di fiducia di tali operatori in una *asset class* ormai consolidata che continua a garantire elevati rendimenti per quest'ultimi, di concerto contribuendo, alla sostenibilità del sistema previdenziale europeo.

Lo sviluppo del mercato del capitale di rischio pertanto, oltre ad aver assunto una rilevante strategicità socio-economica, - come illustrato - risulta elemento di precipua importanza in termini di leva imprenditoriale e sostegno all'attività economica privata.

2.2 IL MERCATO ITALIANO

Parimenti a quanto riscontrato a livello internazionale, l'evoluzione del mercato del capitale di rischio in Italia ha fatto registrare, nel corso del suo sviluppo, profonde fasi di trasformazione sotto il profilo quantitativo e qualitativo ascrivibili in via principale al

mutamento delle condizioni del contesto giuridico-normativo, finanziario ed economico di riferimento. Nel presente paragrafo, conformemente alle modalità utilizzate nel precedente, saranno oggetto di scrutinio le singole fasi (raccolta, investimenti e disinvestimenti) del mercato di *private equity e venture capital* nazionale, al fine di pervenire ad un quadro quanto più completo ed esaustivo dell'assetto odierno del mercato nonché delle determinanti del suo sviluppo.

Operatori. Gli anni di avvio del mercato si sono caratterizzati per la prevalente presenza di soggetti di natura locale, organizzati in finanziarie private ed industriali, che hanno rappresentato pressoché la totalità degli operatori allora attivi. Gli istituti di derivazione bancaria hanno anche essi decisamente contribuito allo sviluppo del mercato nelle sue primordiali fasi, la loro diffusione è stata in costante crescita dagli anni '80 fino alla fine degli anni '90, successivamente a far data del 2000 il loro peso sul totale degli operatori si è rilevato in perdurante calo, fino a diventare una classe residuale sul totale degli operatori³⁴. A partire dalla metà degli anni'90, complice l'entrata in vigore della Legge n. 344 del 14 agosto 1993³⁵ recante la disciplina in materia di fondi chiusi mobiliari, si è assistito alla comparsa delle prime SGR di fondi chiusi. Tali veicoli di investimento, che nel 1998 avevano un peso dell'1% sull'intera popolazione degli operatori allora attivi nel settore, hanno successivamente consolidato la loro crescita arrivando nel giro di un decennio (tenendo conto anche degli altri soggetti che operano tramite un veicolo societario, focalizzati sull'Italia, le c.d. *investment company*) a rappresentare oltre la metà dell'intera popolazione attiva monitorata dall'AIFI. Per quanto inizialmente assenti, gli operatori internazionali hanno da sempre una rilevante e crescente presenza all'interno del comparto (33% nel 2013, 46% nel 2015) ascrivibile principalmente al quanto più ormai conclamato interesse degli operatori esteri per le imprese italiane. L'odierna configurazione degli operatori del mercato del capitale di rischio vede per l'appunto la preponderante presenza di SGR e operatori internazionali, che costituiscono la quasi totalità degli operatori attivi nell'industria. D'altra parte, operando una distinzione degli operatori tra *captive* ed indipendenti, è opportuno rilevare che benché gli operatori della prima categoria siano

³⁴ Più recentemente, tale tendenza si è interrotta in quanto le banche partecipano sempre più attivamente nell'attività di *private equity* in veste di investitori nei fondi stessi. Cfr. F. Sottrici, *Venticinque anni di Private Equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, LIUC Paper n° 262, febbraio 2013.

³⁵ In proposito, si rimanda al capitolo 1, paragrafo 1.2 dell'elaborato.

indubbiamente stati i soggetti maggiormente presenti negli anni di avvio del mercato, è da rilevare il crescente peso degli operatori indipendenti negli ultimi anni.

% su totale monitorati	2000	2005	2008	2013	2015
Matrice Operatori monitorati AIFI					
Operatori Internazionali	33%	18%	23%	33%	46%
SGR generaliste e <i>Investment Company</i>	25%	52%	52%	47%	41%
Operatori Regionali/Pubblici	13%	10%	10%	8%	7%
Banche e Finanziarie Bancarie	18%	11%	8%	4%	3%
Operatori di <i>Early Stage</i>	12%	9%	8%	9%	4%
Totale Operatori Monitorati AIFI	85	110	157	171	199

Figura 16: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI - PricewaterhouseCoopers (2000 - 2015)

In tal senso, procedendo alla analisi degli operatori presenti nel mercato, che risulta funzionale al miglior apprezzamento dei risultati da quest'ultimi conseguiti nelle singole fasi – raccolta, investimento e disinvestimento – è opportuno operarne un'ulteriore ripartizione alla luce della attività. A tal proposito, nel periodo 2015-2019, come rappresentato nel grafico sottostante, il segmento nel quale gli operatori sono risultati più attivi è per distacco il *buy out* (media di periodo pari a 61 operatori attivi), seguito, rispettivamente, dagli operatori che nel corso del periodo in esame hanno effettuato un investimento di *early stage* e di *expansion* (contando 32 operatori per i primi e 28 per i secondi). In merito a quest'ultimi due segmenti, è da evidenziare la leggera inversione di tendenza riscontrata, con gli operatori di *early stage* in aumento rispetto a quelli di *expansion*.

Evoluzione Operatori per segmento

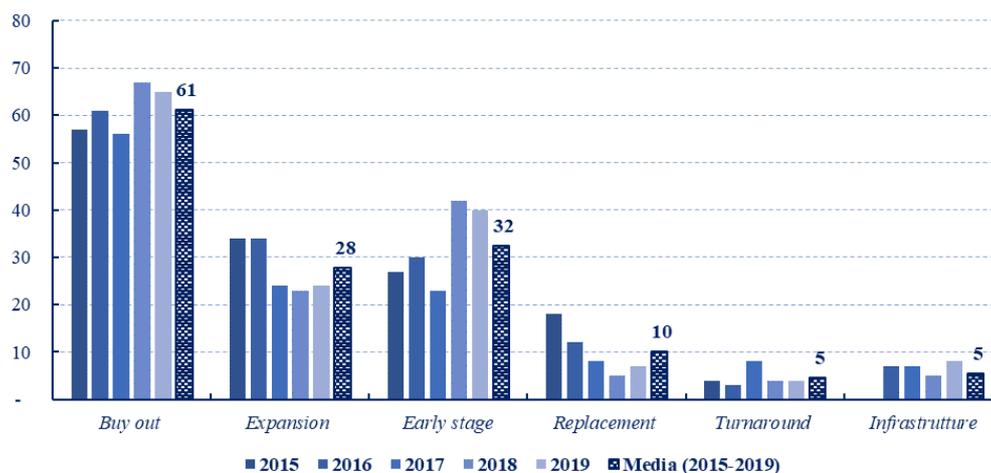


Figura 17: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI - PricewaterhouseCoopers (2015 - 2019)

Fundraising. Passando all'analisi dell'attività di *fundraising*, è da evidenziare preliminarmente come questa, fra tutte le fasi del PE, è quella che, maggiormente, a livello nazionale, ha risentito dell'impatto della crisi ed alternato fasi di grande espansione a fasi di forte contrazione.

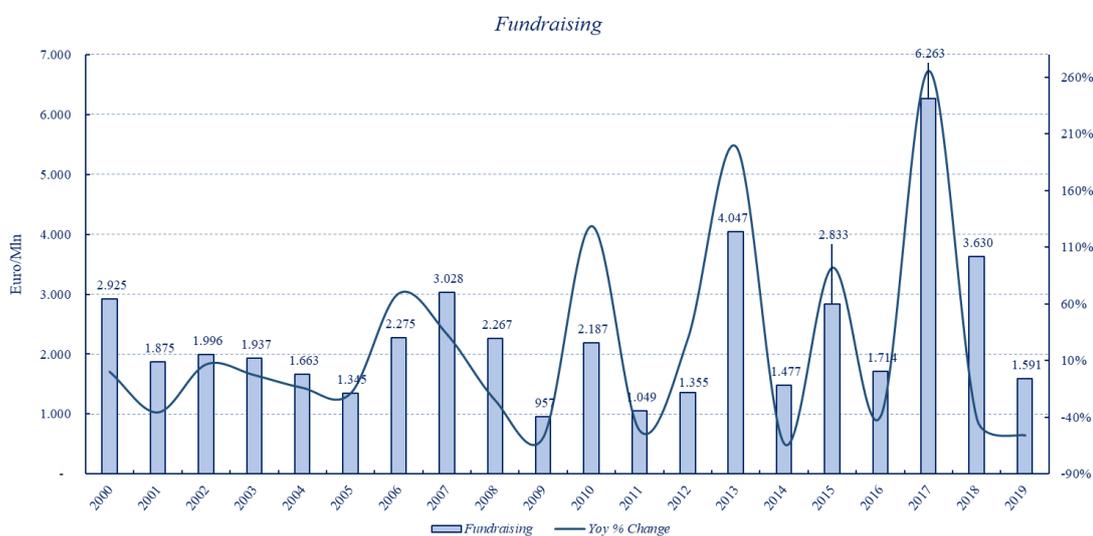


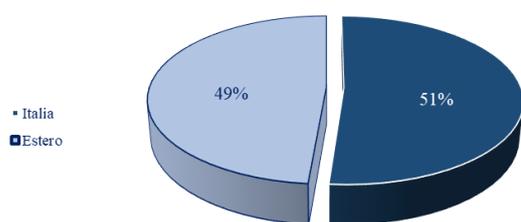
Figura 18: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI - PricewaterhouseCoopers (2000 - 2019)³⁶

³⁶ Nel grafico è inclusa la raccolta dei soggetti istituzionali quali CDP Equity, F2i, Fondo Italiano di Investimento (raccolta captive 2013 e sul mercato nel 2014 presso investitori pubblici esteri), FSI, Invitalia Ventures, QuattroR nonché di altri soggetti regionali. Nel dettaglio, si segnala che, per metodologia

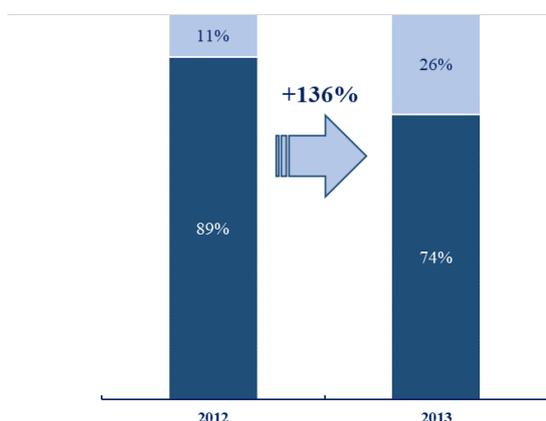
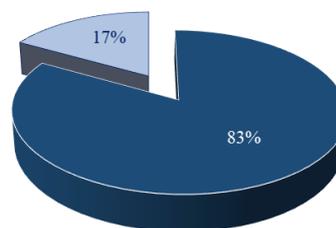
Successivamente ad una fase di forte espansione culminata con i quasi 3 miliardi di euro raccolti nel 2000, negli anni a seguire si è assistito ad una progressiva, se pur lieve, fase di contrazione terminata nel 2006 (2,1 miliardi raccolti) anno a partire dal quale la raccolta ha ricominciato a crescere. Nel 2009, complice la crisi finanziaria, l'attività di *fundraising* ha subito un notevole arresto facendo registrare poco meno di un miliardo di fondi reperiti. Nonostante il live rialzo riscontrabile nel 2010, complice anche la promozione dell'iniziativa del Fondo Italiano di Investimento, i risultati conseguiti nel 2011 e nel 2012 testimoniano l'allora elevato grado di incertezza e diffidenza che gli investitori esteri nutrivano nei confronti dell'economia italiana nonché la scarsa liquidità che caratterizzava più in generale il mercato finanziario. Una contrazione tanto elevata è ascrivibile in via principale al venir meno della componente estera: come rappresentato nei grafici sottostanti, dall'analisi della provenienza geografica dei capitali raccolti, è possibile riscontrare, mediamente, dal confronto tra i dati afferenti al periodo pre-crisi (2003-2007) e quelli dei quattro anni immediatamente successivi (2008-2012) la drastica riduzione, in termini percentuali, dei capitali raccolti provenienti dall'estero, mediamente recuperata nell'ultimo quinquennio a conferma delle più stabili condizioni di mercato nonché del rinnovato interesse degli investitori esteri. Per l'appunto, in media, il peso dei capitali di provenienza estera è passato dal 49% (2003-2007) al 15% negli anni in cui gli effetti della crisi si sono manifestati con maggior rilevanza (2008-2012). Tale riduzione è stata, come anticipato, recuperata nell'assetto più recente: in particolare analizzando la provenienza geografica delle risorse si segnala nel 2013 un decisivo aumento dei capitali non domestici (+136% rispetto al 2012) tornati a pesare il 26% del totale.

internazionale, i dati della raccolta non considerano le risorse riconducibili agli operatori internazionali con base stabile nel nostro Paese, sottostimando, dunque, il valore complessivo delle risorse disponibili sul mercato. Inoltre, si sottolinea che nell'analisi non sono ricompresi i capitali raccolti dai fondi retail, per i quali non è stato possibile identificare la quota che verrà destinata agli investimenti diretti di private equity e venture capital.

Provenienza geografica *fundraising* (2003-2007)



Provenienza geografica *fundraising* (2008-2012)



Provenienza geografica *fundraising* (2015-2019)

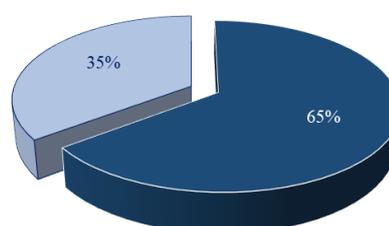


Figura 19: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2003 – 2019)

Venendo in dettaglio all’assetto odierno, con riferimento al 2019, l’ammontare complessivo raccolto risulta pari a 1,5 miliardi di euro, evidenziando un decremento nei confronti del precedente anno del 56% (2018, 3,6 miliardi raccolti) complice la riduzione nel numero di operatori che hanno effettuato, nel corso dell’anno, attività di fundraising i quali sono stati 22 contro i 34 del 2018.

In conclusione, in merito alla tipologia della fonte dei capitali raccolti, dall’analisi dei dati afferenti agli ultimi 5 anni (2015-2019), è possibile apprezzare come la classe degli “investitori individuali e *family office*”, mediamente, nell’arco temporale preso in analisi, rappresentano la primaria fonte della raccolta; a seguire i “fondi pensione e le casse di previdenza” (18%), evidenziando un’inversione di tendenza rispetto ai dati consuntivati nel periodo 2007-2013 – periodo nel quale, per l’appunto, il peso di tale classe risultava marginale (10% c.a.) – nonché un allineamento alle dinamiche dei mercati internazionali, in cui i *pension funds* storicamente figurano quali principali finanziatori degli operatori del

mercato del capitale di rischio. Il crescente peso nell'attività di raccolta dei fondi pensioni e delle casse di previdenza evidenzia, la notevole e crescente fiducia di tali investitori verso l'asset class oggetto di scrutinio del presente elaborato.

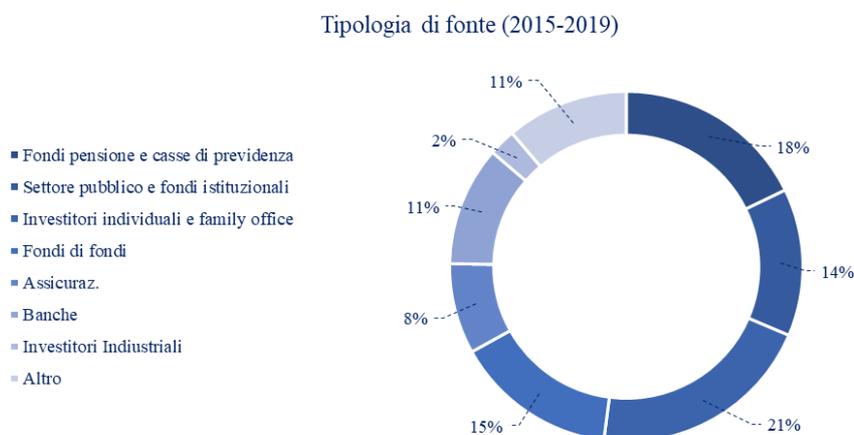


Figura 20: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2015 – 2019)³⁷

Investimenti. L'analisi dell'evoluzione dell'attività di investimento, in termini di risorse investite, evidenzia, a partire dalla metà dei primi anni 2000, un andamento in costante crescita, culminata nel 2008 con 5,5 miliardi di euro investiti. Nel 2009, complice la recessione finanziaria, il risultato conseguito nell'anno precedente risulta all'incirca dimezzato (52% in meno) con l'ammontare totale di risorse investite che si attesta a 2,6 miliardi. A far data del 2011, anno in cui si verifica un primo incremento significativo rispetto all'annualità precedente (+46%) – a testimonianza della rinnovata fiducia degli investitori nonché delle migliori condizioni del contesto finanziario di riferimento – l'andamento dell'attività di investimento è risultata in continua espansione, facendo rilevare nel 2016 il risultato complessivo di 8,6 miliardi investiti (+77% rispetto all'anno precedente), distribuiti su 245 società. Guardando all'assetto odierno, nel 2019, il mercato del PE ha fatto registrare 370 operazioni (+ 3% rispetto al 2018) evidenziando un controvalore di 7,2 miliardi di euro distribuiti su 272 società oggetto di investimento che seppur in leggero calo rispetto al risultato consuntivato nel 2018 – 9,8 miliardi di euro,

³⁷ Tra la classe residuale "Altro", figurano altri *asset manager* ed operatori finanziari nonché fondazioni bancarie.

ammontare più elevato nella storia del mercato nazionale – si configura quale il terzo risultato migliore del mercato a far data degli anni 2000.

L'andamento generale sin qui delineato, afferente all'attività di investimento, è rappresentato nel grafico sottostante.



Figura 21: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2002 – 2019)

È tuttavia necessario, al fine di comprendere le determinanti dell'andamento generale dell'attività di investimento, operarne una segmentazione per tipologia di operazioni, osservando, in tal senso, l'evoluzione degli investimenti registrata circa le singole tipologie di operazioni: *early stage*, *expansion* e *buy out*.

Originariamente, nelle iniziali fasi di sviluppo del mercato di *private equity*, sulla scorta di quanto osservato sui mercati internazionali e complice l'avvento della *new economy*, il segmento di *early stage* si è dimostrato essere il più vivace nonché il favorito dagli operatori nazionali. Tale comparto ha subito una contrazione, sia in termini di ammontare che di operatori attivi, solo a seguito dello scoppio della bolla speculativa nei primi anni 2000 ed è tornato a crescere a partire del 2005 (+30% rispetto l'anno precedente). Il sentiero di crescita intrapreso nel 2005, non ha subito arresti neppure negli anni in cui gli effetti negativi della recessione si sono resi dirompenti: ad evidenza di quanto esposto, è doveroso evidenziare come nel 2012 tale fattispecie di operazioni abbia sorpassato – per numero di operazioni effettuate – gli interventi di *expansion*, storicamente reputati quali principali investimenti nella storia del mercato nazionale del capitale di rischio. Di particolare interesse risulta essere il dato consuntivato nel 2013: il numero di operazioni effettuate ha subito un

incremento nell'ordine del 16% rispetto l'anno precedente mentre, di concerto, l'ammontare investito – in termini di risorse – ha subito un decremento del 40% a testimonianza di una riduzione, in media, delle dimensioni delle operazioni effettuate dagli investitori maggiormente orientate ad imprese più piccole e start-up ad alto potenziale di sviluppo. Nel 2019, gli investimenti di early stage (168) sono risultati pari a 270 milioni di euro coinvolgendo 168 società.

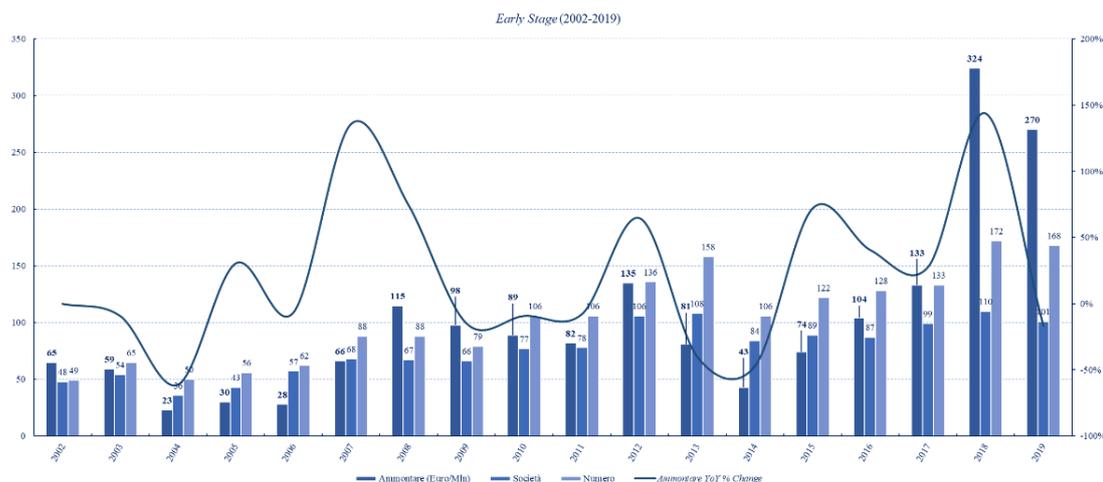


Figura 22: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2002 – 2019)

Le operazioni di *expansion*, hanno da sempre rappresentato la predominante fattispecie di interventi posti essere nel mercato nazionale. Il panorama societario nazionale si configura da sempre quale terreno fertile per questi interventi: il mercato imprenditoriale risulta essere particolarmente frammentato in imprese di piccole e medie dimensioni che necessitano di investimenti e piani di sviluppo volti all'internazionalizzazione e più generalmente alla crescita per competere a con i *comparable* esteri. Le evidenze empiriche riscontrate in merito all'evoluzione di tali operazioni confermano quanto rappresentato. Negli anni immediatamente successivi alla crisi finanziaria (2010-2014) – che ha causato una carenza di liquidità ed evidenziato la strutturale impossibilità di effettuare investimenti – il segmento di *expansion*, sulla spinta di alcune iniziative di matrice istituzionale, si è dimostrato in continua espansione: dai 583 milioni investiti nel 2010 si è arrivati al risultato del 2014 di 1,1 miliardi di euro (crescita media annua, 19%). Nell 2019, gli interventi di *expansion* ammontano a complessivi 819 milioni di euro, in crescita in termini di risorse investite ed in linea rispetto al numero di operazioni conseguite.

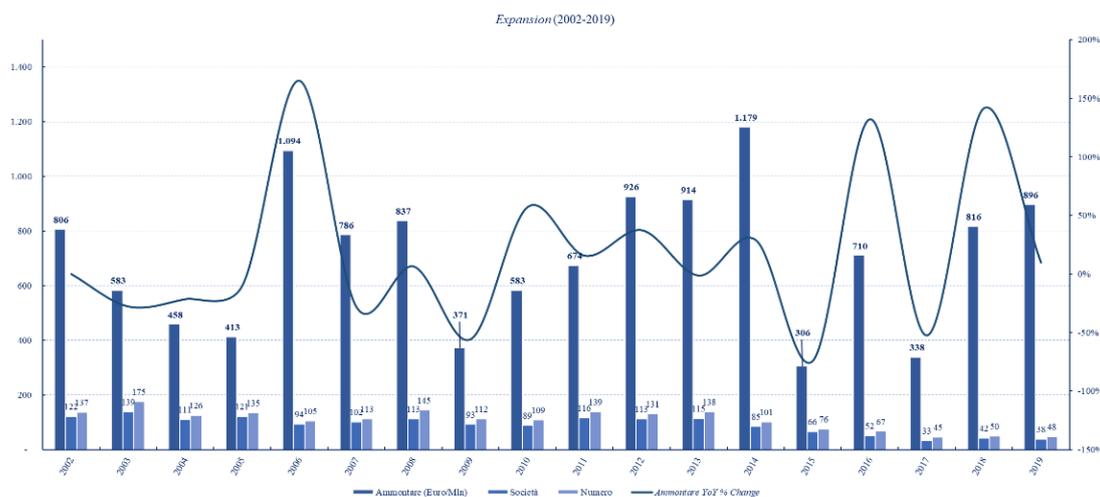


Figura 23: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2002 – 2019)

Di talché, risulta pacifico affermare, sulla base delle risultanze emerse dall’analisi di trend, che se gli interventi di *expansion* e di *early stage* in termini di numero rappresentano la maggior porzione delle operazioni effettuate nell’intero mercato, le operazioni di *buy out*, al contrario, si configurano quali fattispecie di interventi nelle quali confluiscono, per distacco, le maggiori risorse in termini di ammontare. Tali tipologie di operazioni si sono diffuse nel mercato nazionale a far data dei primi anni novanta ed hanno attraversato una fase di crescente espansione parimenti in termini di numero ed ammontare, complice l’elevata disponibilità di accesso al credito relativamente a basso costo agevolando l’utilizzo della leva finanziaria. Se nei primi anni 90 tale dinamica di mercato ha contribuito indubbiamente all’espansione del comparto, l’atteggiamento refrattario degli istituti di credito ad erogare risorse negli anni della recessione ha contribuito sensibilmente a ridurre gli investimenti in tali operazioni.

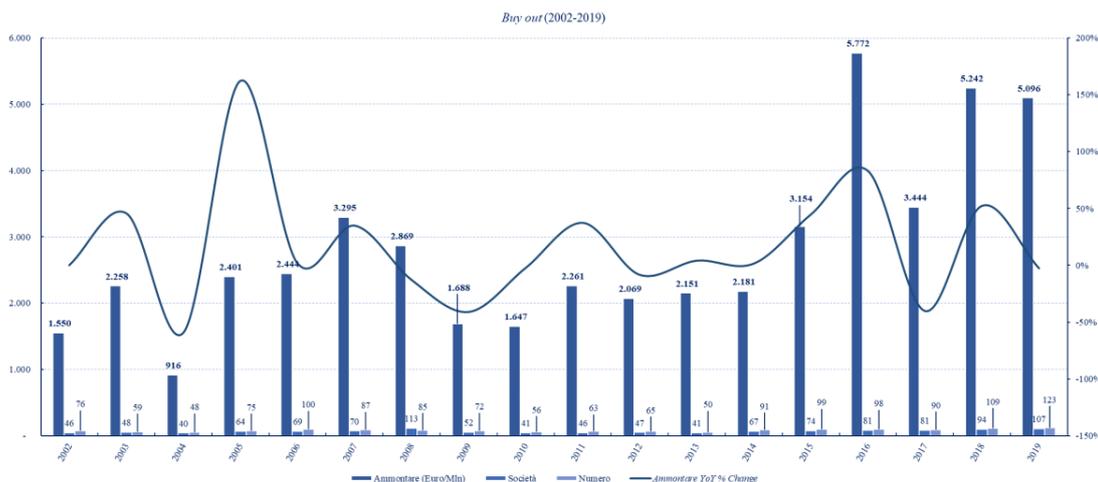


Figura 24: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2002 – 2019)

Del che, analizzando il trend storico sopra riportato, appare evidente, negli anni in cui la recessione ha dispiegato i propri effetti³⁸, la contrazione del segmento: nel 2007 l’ammontare investito nelle operazioni di *buy out* si attestava a 3,3 miliardi di euro mentre nel 2010 a 1,6 miliardi (-50%). A fa data del 2011, migliorate le condizioni generali del contesto finanziario di riferimento, il comparto ha ricominciato a crescere con l’ammontare investito che è risultato pari a 2,3 miliardi di euro. Tuttavia, se dimensionalmente paragonato agli omologhi comparti internazionali, in particolare a quello britannico, - coerentemente alle sopraccitate caratteristiche del tessuto imprenditoriale nazionale - gli interventi di *buy out* (Italia) si rilevano essere di dimensione più esigua, caratteristica che ha permesso al segmento di risentire meno, degli omologhi comparti internazionali, degli effetti negativi della crisi. Nell’assetto odierno, i *buy out* rappresentano il comparto più attivo all’interno del quale sono confluite le maggiori risorse (5 miliardi di euro investiti, 41 milioni stimato per operazione).

Con riguardo alle caratteristiche delle società target oggetto di investimento ed ai prezzi delle acquisizioni, sulla base dell’analisi dei dati risultanti dalle ricerche condotte dal Private Equity Monitor³⁹ (nel prosieguo anche solo, “PEM”) è stato possibile concludere quanto segue.

³⁸ Complice anche, come evidenziato in commento alle operazioni di *early stage* ed *expansion*, la crescente degli operativi allora attivi per le operazioni di sviluppo, tipicamente più piccole.

³⁹ L’ Osservatorio Private Equity Monitor - PEM sviluppa un’attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati nel nostro Paese, al fine di offrire ad operatori, analisti, studiosi e referenti istituzionali, informazioni utili per lo svolgimento delle relative attività. In particolar modo, il PEM ®,

Dall'analisi delle operazioni monitorate⁴⁰ nel periodo 2015-2018 dal PEM, è possibile pervenire ad un c.d. “profilo medio” dell'investimento tipo e dunque ad una stima delle caratteristiche delle società target oggetto di investimento nel corso del periodo in analisi:

- In riferimento al volume dei ricavi delle *target*, nel periodo in analisi, si evidenzia un incremento del dato medio che nel 2015 ammontava a 34 milioni di euro e nel 2018 è risultato pari ad 40 milioni di euro (CAGR +9%). Tuttavia al fine di comprendere le dinamiche del mercato è opportuno osservare la distribuzione delle società target per classi di *revenues*. Dalle evidenze riscontrate, è possibile osservare come in media nel periodo, la maggior parte degli investimenti (44%, in media) degli operatori sono orientati verso società che fatturano meno di 30 milioni di euro, con a seguire le realtà comprese tra i 31 e 61 milioni di euro, ad evidenza dell'attenzione degli operatori verso le realtà che seppur consolidate mostrano elevate potenzialità di sviluppo e margini di crescita ancora inespressi. Analoghe risultanze sono state rilevate in luogo all' *Enterprise Value* (EV) delle target (CAGR, sull'EV medio di ogni periodo +6%), anche dovuto ai multipli riscontrati in sede di definizione del prezzo di acquisto.

focalizza la propria attività di ricerca sul segmento del *later stage*, monitorando le operazioni di *Expansion* e *Buy-out*.

⁴⁰ Rispettivamente, sono state monitorate: 109 operazioni nel 2015; 100 operazioni nel 2016, 123 operazioni nel 2017 e 175 operazioni nel 2018.

Distribution By Target Company EV (Mln)	2015	2016	2017	2018	MEDIA periodo
0-50	35%	40%	42%	35%	38%
51-150	35%	27%	28%	32%	31%
151-250	10%	9%	11%	16%	12%
251-500	8%	11%	10%	7%	9%
501-1.000	4%	9%	8%	4%	6%
>1.000	8%	4%	1%	6%	5%

Distribution By Target Company Revenues (Mln)	2015	2016	2017	2018	MEDIA periodo
<30	47%	48%	39%	42%	44%
31 - 60	16%	21%	21%	16%	19%
61 - 100	17%	10%	14%	17%	15%
101 - 300	14%	12%	20%	16%	16%
>300	6%	8%	6%	9%	7%

Vahia: euro/000	2015	2016	2017	2018	MEDIA periodo	CAGR
Average EV Target Companies						
EV (profilo medio della target)	79.600	81.500	90.100	95.500	86.675	6%

Vahia: euro/000	2015	2016	2017	2018	MEDIA periodo	CAGR
Average Revenues Target Companies						
Ricavi (profilo medio della target)	34.200	39.800	41.700	44.500	40.050	9%

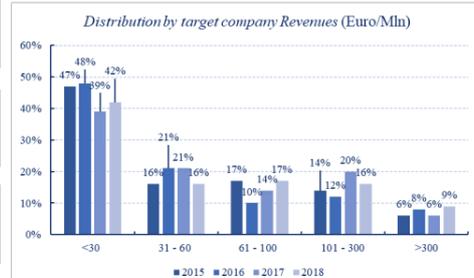
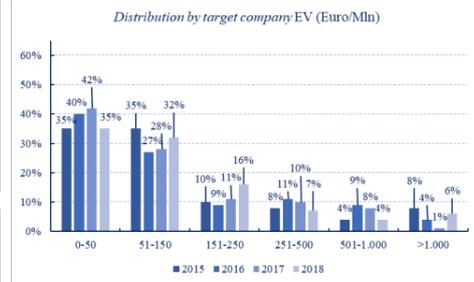


Figura 25: Rielaborazione propria su fonte dati Private Equity Monitor (2015-20218)

- In riferimento alla definizione dei prezzi di acquisizione, osservando l'andamento dei multipli riconosciuti nelle transazioni monitorate, si evidenzia, nel periodo in analisi, una crescita del multiplo mediano EV/Ebitda, sia per le operazioni di acquisizione della maggioranza azionaria delle *target* (*buy out*) che della minoranza. Una crescita nei multipli di tale importanza deriva indubbiamente dall'accresciuta presenza di operatori del capitale di rischio che di concerto ha contribuito ad accrescere la competizione fra gli stessi per contendersi le *target*.

Average Multiple EV/Ebitda	2015	2016	2017	2018
Operazioni di maggioranza (<i>Buy Out</i>)	8,9x	7,4x	9,4x	10,4x
Operazioni di minoranza	7,0x	8,9x	9,1x	9,3x
Profilo Medio	7,7x	7,9x	9,2x	10,1x

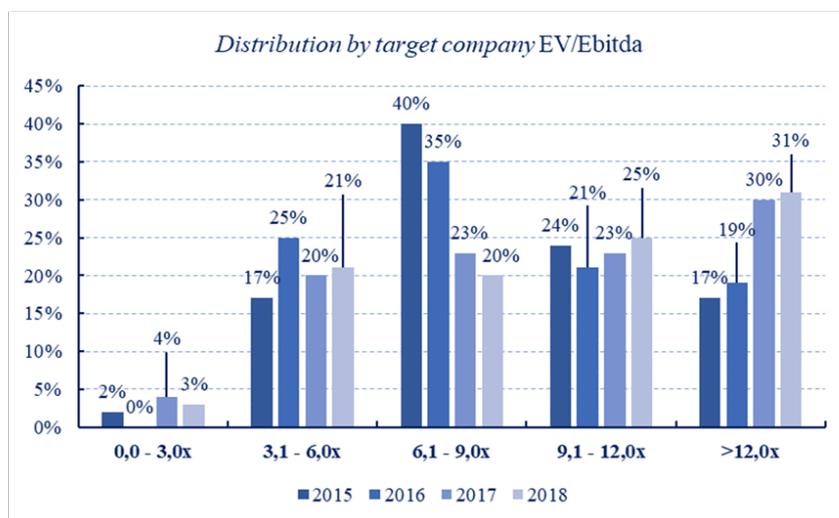


Figura 26: Rielaborazione propria su fonte dati Private Equity Monitor (2015-20218)

Disinvestimenti. Per quanto concerne l'attività di *exit*, anche essa nel corso degli anni ha avuto un andamento alquanto vivace ed è stata indubbiamente influenzata dalla recessione finanziaria, che ha costretto gli operatori, come verrà illustrato nel prosieguo, a rivedere le strategie di uscita inizialmente prospettate.

Nel grafico sottostante l'andamento storico dei disinvestimenti effettuati dagli operatori.

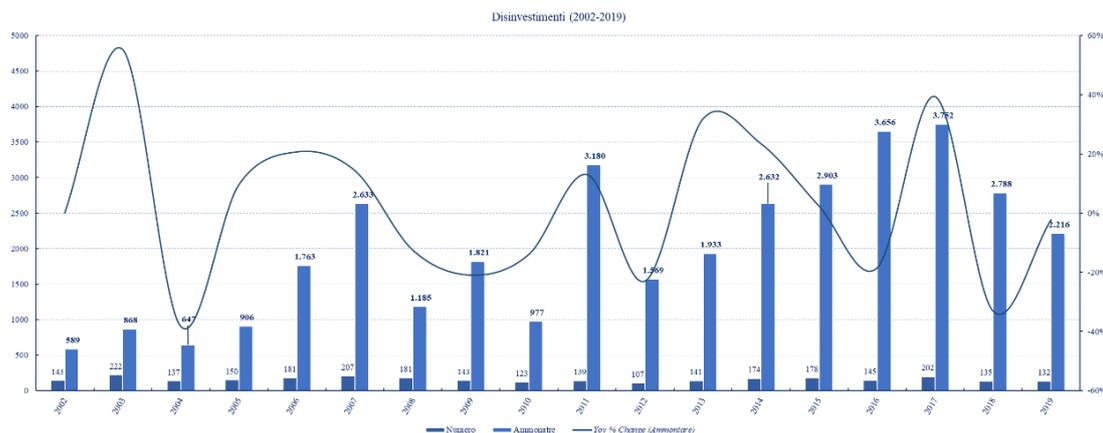


Figura 27: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers (2002 – 2019)

In termini di ammontare, gli anni di picco dell'attività sono il 2007 – anno nel quale sono stati disinvestiti 2,6 miliardi euro - ed il 2011, in cui il livello complessivo degli exit si è attestato a 3,3 miliardi euro.

Come anticipato, tuttavia, l'attività di disinvestimento è fortemente collegata alle condizioni del contesto finanziario di riferimento: del che i singoli risultati conseguiti, raffigurati nel grafico sopra rappresentato, devono essere necessariamente interpretati alla luce delle *exit route* individuate dagli investitori. Nel periodo in cui la recessione finanziaria ha dispiegato i propri effetti, si resa decisamente più complicata per gli operatori la possibilità di realizzare investimenti tramite vendita ad acquirenti industriali o attraverso il canale borsistico (quotazione della società partecipata), tendenzialmente le più profittevoli per gli operatori stessi.

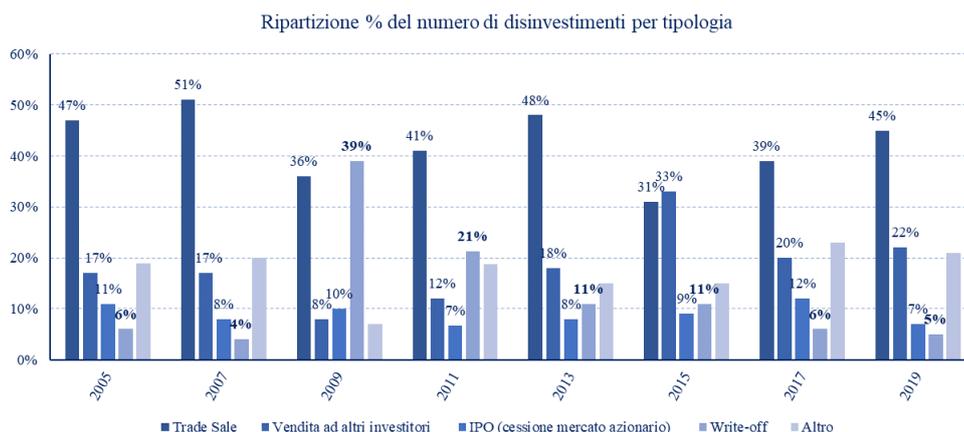


Figura 28: Rielaborazione propria su fonte dati AIFI – PricewaterhouseCoopers
(2005,2007,2009,2011,2013,2015,2017,2019)

In tal senso, è evidente che nel periodo della recessione il peso del *write-off* è cresciuto esponenzialmente rispetto agli anni precedenti (39% del totale numero disinvestimenti effettuati), solo negli anni successivi, al recupero delle condizioni economiche del contesto sono ritornati a livello fisiologici ed in linea con il trend storico (11%, 2015).

Ulteriore dimostrazione della sensibilità dell'attività di disinvestimento al contesto finanziario di riferimento, è il dato consuntivato in riferimento alle *venture backed IPO*⁴¹ e le *trade sale*: le prime infatti sono passate ad avere un peso sulle nuove quotazioni del 67% nel 2005 ad un peso del 6% nel 2011.

Altra conseguenza, degna di nota, collegata alla recessione finanziaria nonché alle difficoltà di dismissione riscontrate, è stato l'allungamento dell'*holding period* medio: nel 2002-2003 risultante pari a poco più di 3 anni mentre nel 2013 è arrivato a più di 5 anni.

⁴¹ Definite come le offerte pubbliche iniziali, finalizzate alla prima quotazione in Borsa, organizzate da imprese nel cui azionariato compaiono investitori professionali quali fondi di private equity e venture capital, ma anche banche e società finanziarie. Cfr. *Le IPO 'venture-backed' sul mercato italiano*, Quaderni di Ricerca Intermonte SIM, 2016.

2.3 L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

Come ampiamente dissertato nei capitoli che precedono, il PE si configura quale lo strumento attraverso il quale gli investitori istituzionali partecipano al capitale di rischio “*equity*” di aziende non quotate, con obiettivi di ritorno sull’investimento coerenti con un profilo di rischio atteso solitamente elevato. Le aziende target, come visto dall’analisi dei riscontri empirici, sono solitamente aziende di media dimensione che presentano elevate potenzialità di crescita e di sviluppo.

Di talché, tutto ciò si traduce, dal lato dell’impresa, nella possibilità di poter ricorrere al sostegno di un operatore specializzato, che piuttosto che un puro “finanziatore” si configura quale un socio con il quale condividere un momento particolare della vita aziendale. Le risorse finanziarie apportate a titolo di capitale di rischio si configurano quale c.d. “capitale paziente” da utilizzare per programmare la fase di avvio, sostenere un piano di ampliamento e sviluppo, acquisire ed incorporare aziende, finalizzare ed ultimare passaggi generazionali e quanti altri processi critici propri del ciclo di vita di un’impresa.

Il presupposto essenziale, alla base dell’allineamento degli interessi dell’operatore di PE con quelli dell’imprenditore, è proprio quello di creare valore per tutte le parti coinvolte e monetizzarlo in un orizzonte temporale, mediamente compreso fra i 3 ed i 5 anni, sulla base di un progetto industriale largamente condiviso anche sotto un profilo di rischio-rendimento⁴².

Del che, non esaurendosi l’apporto dell’operatore di PE nel mero sostegno finanziario, l’investitore specializzato mette a disposizione dell’impresa la propria esperienza professionale, in termini di *know how* manageriale, *network* e visibilità, basata su una

⁴² Il principale interesse dell’investitore di private equity è che la società si sviluppi ed aumenti il suo valore per poter realizzare in tempo congruo un capital gain in sede di dismissione dell’investimento. Per garantire tale risultato è fondamentale che la società sia guidata da persone di elevata competenza, con obiettivi economici e finanziari chiari volti alla massimizzazione dello sviluppo, della competitività e quindi del suo valore. Il private equity, sostanzialmente, guadagna solo se si apprezza il valore della società oggetto di investimento, di qui il perfetto allineamento degli interessi con l’imprenditore.

moltitudine di esperienze pregresse in diversi settori imprenditoriali, che possa pertanto tradursi in:

- Supporto alla crescita esterna tramite *i)* collaborazioni e contatti con imprenditori del medesimo o altri settori o *ii)* per mezzo di fusioni ed acquisizioni permettendo l'ingresso in nuovi settori o il consolidamento e l'ampliamento nel mercato di riferimento;
- Adozione di una *corporate governance* chiara, strutturata ed efficiente nonché di un sistema informativo e di controllo articolato ed efficace;
- Apporto di *management* di primario stand, specializzato nel settore, teso a garantire una profonda comprensione delle dinamiche del mercato di riferimento.

In virtù di quanto rappresentato, le imprese oggetto di investimento da parte di un operatore di PE generalmente mostrano performance migliori delle omologhe società operanti nelle medesime realtà imprenditoriali. Le risultanze emesse dallo studio condotto da *PricewaterhouseCoopers* (nel prosieguo anche solo, "PWC") possono rilevarsi funzionali ad individuare a livello aggregato l'impatto economico delle operazioni di *private equity* sulle società *target*.

Sulla base delle risultanze emerse dall'indagine in parola⁴³ è possibile apprezzare quanto anticipato circa le migliori *performance* conseguite dalle società in cui hanno investito operatori di PE – in termini di crescita dei ricavi, del margine operativo lordo, profittabilità dei lavoratori e crescita dei livelli occupazionali – e conseguire quanto segue.

⁴³ Lo studio condotto da PWC ha lo scopo di esaminare le prestazioni delle società *target* durante il periodo di detenzione. È opportuno evidenziare che in alcuni casi è stato necessario uno spostamento dell'*holding period* di detenzione per rendere comparabili alcuni dati nel periodo stesso. Il campione è stato creato sulla base dei disinvestimenti totali avvenuti nel periodo 2007-2017, escludendo le società *target*: *i)* il cui nome non era divulgato o non identificabile; *ii)* rappresentate da holding non operative, piccole cooperative e società statali; *iii)* i cui dati finanziari più recenti non erano disponibili; *iv)* non rappresentative di un vero e proprio disinvestimento ma di mero trasferimento di azioni tra soci appartenenti allo stesso sindacato. A causa della mancanza di informazioni specifiche, non è stato possibile analizzare separatamente la crescita organica rispetto a quella inorganica (ovvero l'impatto degli *Add-On*). Tuttavia, va notato come il campione analizzato sia completamente confrontabile con il *benchmark* selezionato, in quanto quest'ultimo include anche l'impatto delle acquisizioni.

Prendendo in analisi l'arco temporale 2007-2017, è possibile osservare come nel 2017 le società partecipate da un operatore di *private equity* – le c.d. *PE backed companies* – hanno mostrato un *trend* di crescita positivo, con *performance* superiori rispetto al PIL (*GDP*) nazionale e ad altre società italiane simili (*benchmark*⁴⁴).

Nello specifico, nonostante una lieve flessione rispetto al 2016, negli ultimi 10 anni, il tasso di crescita annuo composto (CAGR) dei ricavi delle società *private equity e venture capital backed* (+ 5,2%) è ancora superiore al tasso di crescita del PIL italiano (+ 0,7%).

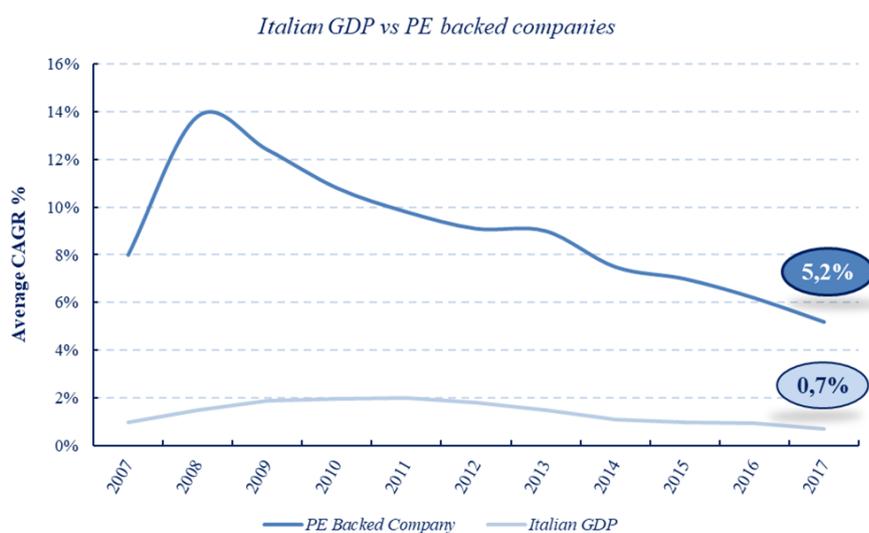


Figura 29: Rielaborazione propria su fonte dati PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017

Inoltre, guardando solamente ai ricavi fatti registrare dalle società partecipate da *private equity* e da *venture capital*, il tasso di crescita di quest'ultime risulta essere ampiamente superiore al *benchmark* utilizzato (+ 3,3%).

⁴⁴ Al fine di misurare se la performance del campione analizzato sia stata inferiore (o superiore) rispetto all'andamento del mercato, i risultati della ricerca sono stati confrontati con le performance di aziende italiane di medie e grandi dimensioni. Il *benchmark* scelto ed utilizzato per il confronto è stato estrapolato dalle informazioni contenute nei "Dati Cumulativi di 2.075 società italiane", un'indagine compilata dal Centro Studi di Mediobanca. Al fine di rendere completamente comparabile il campione di aziende individuato i) le società di proprietà del governo sono state escluse dal *benchmark*, mentre ii) le informazioni sul *benchmark* sono state ponderate per considerare lo stesso periodo di detenzione delle società incluse nel campione analizzato.

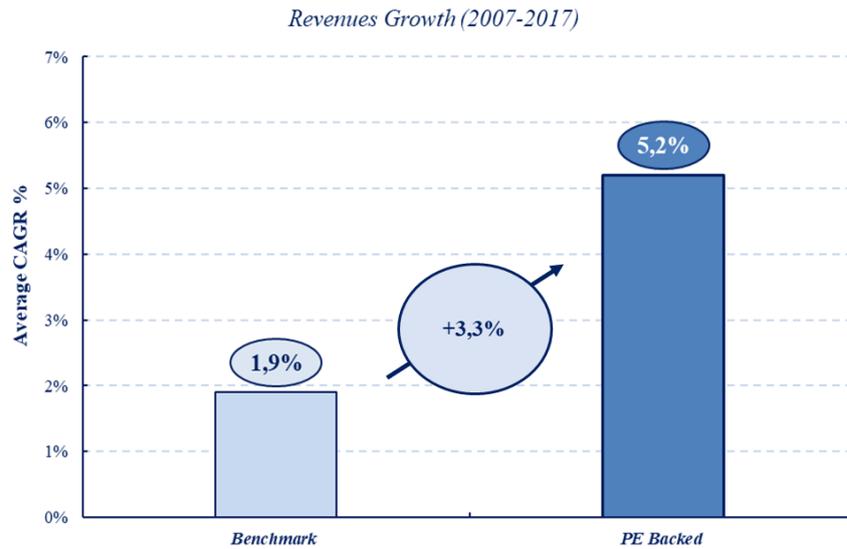


Figura 30: Rielaborazione propria su fonte dati PWC "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017

In riferimento ai livelli di *employability*, il tasso di crescita occupazionale delle società PE *backed* mostra un andamento positivo (+ 4,7%), opposto al tasso di occupazione italiano nello stesso periodo (-0,1%).

Guardando più in generale al *trend* del tasso di crescita occupazionale nazionale fatto registrare nell'arco temporale in analisi, nonostante quest'ultimo sia rimasto stabile su valori prossimi allo zero (-0,1% nel decennio 2007-2017), le società partecipate da *private equity* e da *venture capital* hanno sempre mantenuto un trend positivo del tasso di occupazione (+ 4,7% rispetto allo stesso periodo).

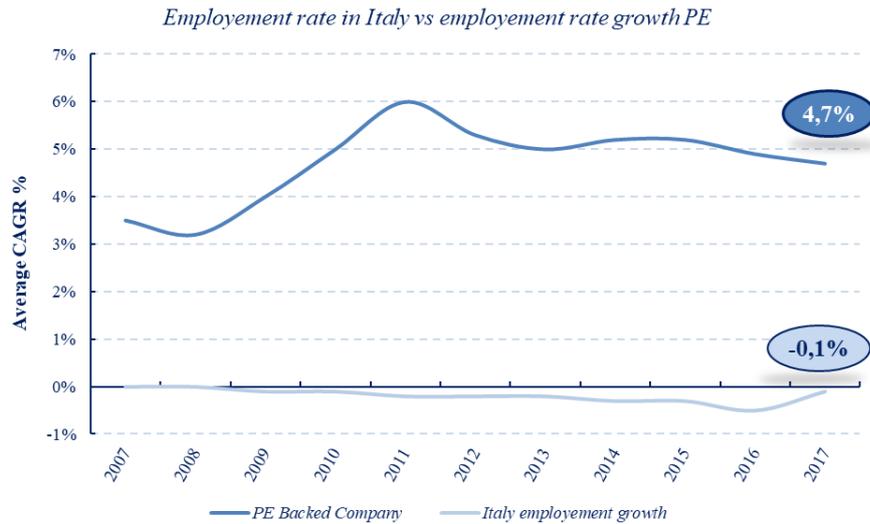


Figura 31: Rielaborazione propria su fonte dati PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017

Nello specifico, se quanto rilevato viene confrontato ai livelli occupazionali registrati dal *benchmark* societario preso in esame nel medesimo intervallo temporale, si può registrare come il tasso di crescita occupazionale delle società garantite da *private equity* (+ 4,7%) sia notevolmente superiore al *benchmark* stesso (-0,1%), il cui trend è invece in linea con il tasso di crescita nazionale. In dettaglio, fra il 2012 ed il 2017 il campione di aziende analizzato (248) ha generato circa 29.000 nuove posizioni lavorative.

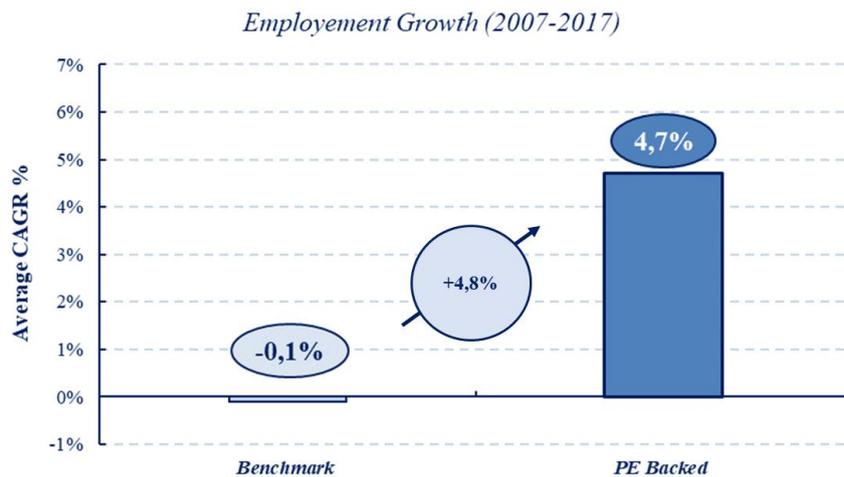


Figura 32: Rielaborazione propria su fonte dati PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017

Con riferimento alla grandezza in esame (*employability*), osservando le indagini condotte circa il livello di *managerial quality* e redditività per dipendente (*profitability by employee*, misura della produttività delle risorse umane) delle società partecipate da un operatore del capitale di rischio, rispettivamente è possibile concludere che:

- Il campione di *PE backed companies* analizzato mostra un aumento della forza lavoro (manageriale) occupata del 6,2% contro un + 0,5% del *benchmark*. In particolar modo, le società *PE backed* confermano una crescita dell'occupazione della sola componente manageriale del 10% circa negli ultimi 5 anni. Nel campione analizzato nel corso del 2017 la crescita di tale componente è pari al 3% circa;
- La produttività per dipendente⁴⁵ è stata calcolata nell'*holding period* e poi successivamente confrontata con il *benchmark*. L'analisi effettuata mostra che l'indice è sostanzialmente in linea con il *benchmark* (CAGR del 4% circa). Tuttavia, il rapporto evidenzia che le aziende partecipate da un operatore del capitale di rischio aumentano le posizioni lavorative senza influire sulla propria redditività, giacché la crescita della forza lavoro registrata nelle società partecipate da *Private Equity* è significativamente superiore al *benchmark*.

Come precedentemente illustrato, nel decennio 2007-2017, i ricavi delle società *PE backed* sono cresciuti ad un CAGR più elevato rispetto al benchmark così come la redditività (Ebitda). In particolare, operando una distinzione tra gli interventi di VC e PE, come illustrato nei grafici sottostanti:

- Le società *venture backed* presentano un livello di crescita dei ricavi ed ebitda ampiamente superiore rispetto al benchmark societario analizzato (+5,1 ricavi, +6,1% Ebitda).
- Parimenti, le società oggetto di investimento da un fondo di *private equity* (operazioni di *buy out*) mostrano una redditività superiore (+ 7%) rispetto a società italiane utilizzate quali comparables.

⁴⁵ Calcolata come $\frac{Ebitda}{N^{\circ} dipendenti}$. L'*employee profitability* (redditività dei dipendenti) esprime il risultato della gestione operativa lorda di un'impresa, in proporzione alla sua dimensione, misurata in termini di numero di dipendenti.

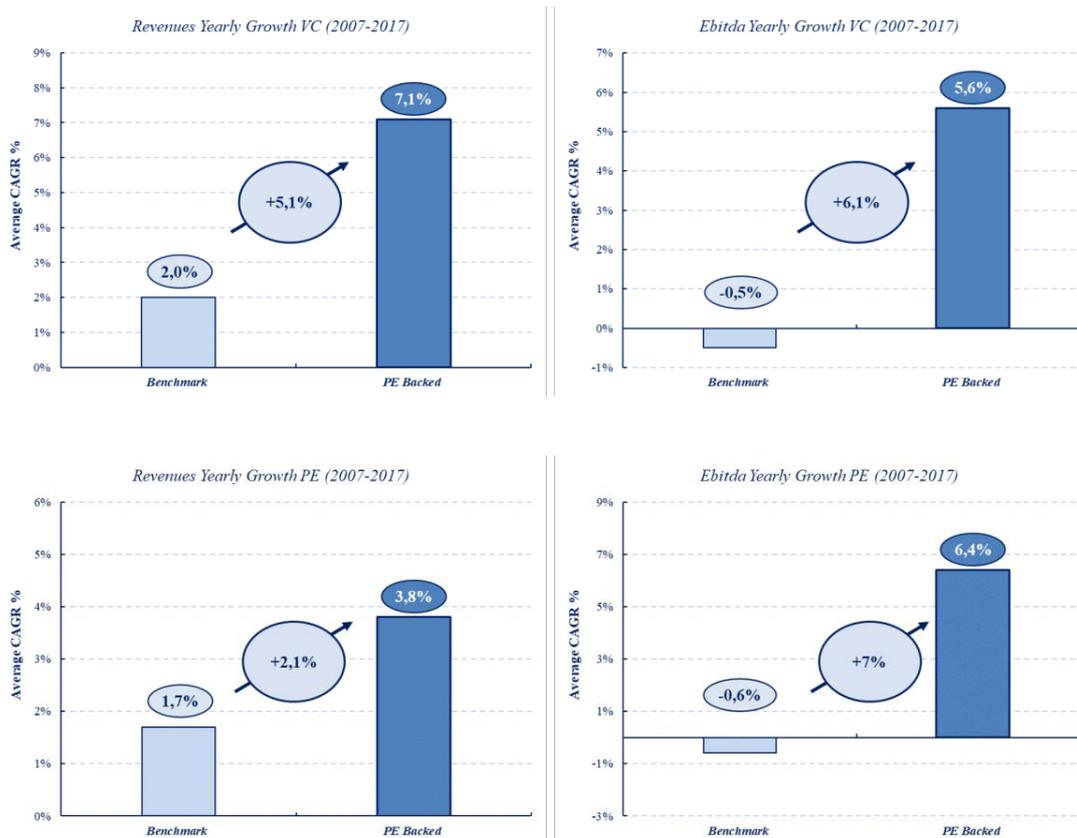


Figura 33: Rielaborazione propria su fonte dati PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017

Ulteriori parametri oggetto dello studio sono stati il livello di *leverage* nonché le *Capex* sostenute durante l'*holding period*:

- Quanto al livello di *leverage*, nell'arco temporale considerato, il rapporto $\frac{PFN}{EBITDA}$ ⁴⁶ delle società *PE backed* è migliorato passando da 5,8 a 3,6 nell'anno dell'*exit* del fondo, evidenziando in tal senso una buona *cash generation* nel corso dell'*holding period*. È stato inoltre riscontrato, rispetto al *benchmark* un migliore rapporto $\frac{PFN}{EBITDA}$,

⁴⁶ $\frac{PFN}{EBITDA}$ esprime la capacità della gestione operativa di un'azienda di produrre le risorse finanziarie necessarie a far fronte all'ammontare dei debiti finanziari netti esistenti, collegando la redditività alla liquidità. L'*ebitda* è un risultato economico che ha anche una valenza finanziaria, in quanto è al lordo dei costi operativi non monetari (tipicamente ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni). Il confronto con la posizione finanziaria netta indica i tempi medi di rimborso dell'indebitamento finanziario netto attraverso i flussi finanziari prodotti dalla gestione caratteristica. Cfr. C. Teodori, "Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione", terza edizione, Giappichelli, Torino.

- In merito invece, al livello di *Capex*, il campione analizzato delle PE *backed companies* ha registrato un aumento degli investimenti, nell'*holding period*, superiore al benchmark (+ 15ppts % circa). Con le società partecipate da operatori di *venture capital* che hanno confermato un livello di investimento superiore rispetto alle società oggetto di operazioni di *buy-out*.

In conclusione, pertanto, le società oggetto di investimento di un fondo di private equity mostrano *performance* migliori ed in particolare, riepilogando gli aspetti salienti enucleati:

- Una maggiore crescita dei ricavi rispetto alle società comparabili, ed ancor più importante del margine operativo lordo (Ebitda), frutto di un efficientamento della gestione caratteristica della società nonché dello sviluppo commerciale della stessa;
- Migliori livelli di *managerial quality* e *profitability per employee*: la maggiore propensione all'incremento del numero della forza lavoro non impatta negativamente sull'indice che misura la redditività per dipendente;
- Nel corso dell'*holding period*, un elevato miglioramento nella capacità di *cash generation*, principalmente ascrivibile all'ottimizzazione della struttura finanziaria e, come detto, all' efficientamento della gestione caratteristica.
- Maggiori investimenti, rispetto alle società rientranti nel perimetro di definizione del *benchmark*, a titolo di *Capex* volti a finanziare i piani industriali di sviluppo in precedenza definiti.

2.4 I MULTIPLI DI MERCATO E I DRIVER DELLA CRESCITA

Nell'odierno paragrafo, si rende necessario pervenire ad una definizione quanto più esaustiva possibile dei *driver* della crescita di valore in una società partecipata da un fondo di *private equity*. Come ampiamente chiarito in precedenza, l'obiettivo dell'operatore di *private equity* è, generalmente, quello di realizzare in sede di disinvestimento (*exit*) un quanto più elevato *capital gain* – plusvalenza che, come facilmente intuibile, è quantificabile quale differenza fra l'*equity value* (nel prosieguo anche “*Shareholders Value*” o “*SV*”) della target al momento di ingresso (*equity* investita nella target) e l' *equity value* della stessa al momento dell'*exit*⁴⁷ (*equity* realizzata in sede di disinvestimento) – dato il funzionamento degli schemi remunerativi degli LP e dei GP del fondo⁴⁸ stesso.

Partendo dal quadro sin qui delineato pertanto, si rende necessario, rispettivamente:

- I. Definire le modalità utilizzate per la definizione del prezzo di acquisizione e di cessione generalmente adottate dalla prassi nel mercato del *private equity*; nonché
- II. Comprendere le variabili che generalmente determinano un apprezzamento della società – dunque un incremento dell'Enterprise Value (nel seguito “*EV*”), nonché dello *SV* – desumendo ed identificando, conseguentemente, i *driver* della crescita che, parimenti, rappresentano gli aspetti chiave sui quali gli operatori del capitale di rischio rivolgono il loro focus.

(I) Il metodo dei multipli di mercato. Generalmente, gli operatori del capitale di rischio⁴⁹, in virtù della conclamata immediatezza e date le scarse difficoltà di individuazione dei

⁴⁷ Proporzionalmente alla quota di *equity* detenuta dal fondo nel relativo capitale della *target*.

⁴⁸ A riguardo si rinvia al Cap. 1, paragrafo 1.4 “Gli operatori: i veicoli di investimento del capitale di rischio”.

⁴⁹ Nella prospettiva del *merchant banking* i multipli sono sempre stati uno strumento per la stima di prima approssimazione di un valore realizzabile o sostenibile sul mercato per un'impresa non quotata, in quanto allineato ai prezzi correnti di società comparabili (quotate o oggetto di compravendita). Si è sempre trattato, dunque, di strumenti di valutazione relativa rispondenti a finalità orientative, in vista di transazioni da realizzare in orizzonti temporali ravvicinati. Da ciò è storicamente derivata una contrapposizione molto efficacemente sintetizzata da Kaplan e Ruback, secondo i quali la via dei multipli è preferita dagli *investment bankers* e dagli altri intermediari per acquisizioni, LBO, IPO, ed altre operazioni; mentre per contro” gli economisti finanziari e la più parte delle delle business school insegnano ai loro studenti a stimare le aziende mediante il valore

parametri di riferimento, utilizzano per definire il prezzo di acquisizione della *target* e di cessione della stessa, la valutazione per multipli dell'*Enterprise Value* (EV)⁵⁰ di società comparabili, generalmente in relazione al:

- Ricavi (*Sales*);
- Reddito operativo lordo (Ebitda);
- Reddito operativo (Ebit);

A tale riguardo:

- Per *Enterprise Value* (EV) si intende la sommatoria del valore del 100% dell'*equity* più l'esposizione debitoria finanziaria netta, indicata per l'appunto come Posizione Finanziaria Netta (PFN). Pertanto, tale grandezza si configura quale il valore totale dell'azienda, frutto della divisione fra gli azionisti e i finanziatori:

$$EV = 100\% \text{ equity (Shareholders value)} + PFN$$

Con riguardo alla PFN, quest'ultima viene definita quale l'impegno finanziario netto della società, e dunque non afferente a partite creditori e debitorie tipicamente di funzionamento (quali i.e. "crediti verso clienti" e "debiti verso fornitori").

La PFN, nell'espressione sopra presentata, viene sommata allo *shareholders value* qualora negativa – scenario in cui, come facilmente intuibile, i debiti di natura finanziaria risultano di ammontare complessivo superiore alla liquidità – e sottratta

attuale dei loro flussi di cassa attesi". A ciò occorre aggiungere che il settore professionale, in particolar modo in Europa, è stato a lungo restio ad ammettere una funzione dei multipli che non fosse marginale e subordinata, confinandoli tutt'al più in un ruolo di "metodo di controllo", cioè in un controllo di ragionevolezza (*sanity check*). Cfr. L. Guatri, M. Bini, "La valutazione delle Aziende", Egea, 2011, Milano.

⁵⁰ Generalmente, la più autorevole dottrina in materia di valutazione d'azienda opera una distinzione dei moltiplicatori usati nella prassi esclusivamente dipendente dal valore indicato a numeratore del multiplo:

- I. multipli c.d. *equity side* se al numeratore figura la capitalizzazione di borsa, il valore corrente del capitale. Per tale fattispecie di moltiplicatori il denominatore (utili netti o risultati operativi) dovrà necessariamente essere *unlevered*.
- II. multipli c.d. *asset side* se al numeratore rappresenta l'investimento nell'attivo lordo, inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa ed il debito finanziario netto (Valore del capitale + Debiti finanziari – liquidità) generalmente definito nella prassi quale Enterprise Value (EV). Al contrario, in tale fattispecie di moltiplicatori di mercato, il denominatore dovrà essere assunto quale *levered*.

Cfr. L. Guatri, M. Bini, "La valutazione delle Aziende", Egea, 2011, Milano.

in caso contrario, quando positiva. Il risultato dell'espressione sopra riportata, viene anche comunemente definito, generalmente quale *all in price*, denominazione che per l'appunto rappresenta il c.d. "prezzo tutto compreso" pagato dall'acquirente della compagnia: dato dalla sommatoria di quanto corrisposto al socio uscente, in luogo del trasferimento delle azioni rappresentanti il valore della proprietà, più la componetene di esposizione finanziaria netta esistente, che viene trasferita in capo all'acquirente della società (altrimenti, meno le disponibilità liquide esistenti, nella misura in cui siano superiori ai debiti finanziari).

- I ricavi (*sales*) risultano essere, come possibile immaginare, l'aggregato di più facile determinazione. Tuttavia, è opportuno evidenziare che è necessario operare degli aggiustamenti nel calcolo di tale aggregato in quanto deve essere afferente ad i soli ricavi conseguiti dalla vendita. Tale posta comprende pertanto il solo fatturato ascrivibile unicamente ai beni e ai servizi prodotti dalla società⁵¹.
- L'Ebitda (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortisation*) è indicatore della reale profittabilità aziendale. Si configura quale risultato operativo lordo, dato dalla differenza fra il valore ed il costo della produzione, con esclusione degli ammortamenti. Tale aggregato, è particolarmente apprezzato dalla più autorevole dottrina quale denominatore dei multipli c.d. "*Asset side*", poichè efficace *proxy* del flusso di autofinanziamento generato dall'azienda oggetto di valutazione, in quanto, ancorché di natura contabile, risulta totalmente scevro degli effetti prodotti dalla struttura finanziaria e fiscale.
- L'Ebit (*Earnings Before Interest Taxes*) differentemente dal precedente valore contabile descritto, include il valore degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali. È opportuno precisare che ai fini della valutazione d'azienda tramite i multipli di mercato, comprende solamente gli ammortamenti afferenti a poste ordinarie e non quelli riferiti a voci non ricorrenti⁵².

⁵¹ Non entreranno a far parte del perimetro di costituzione dell'aggregato in esame: gli sconti, abbuoni, e resi sulle vendite, gli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni ed altri ricavi non riconducibili alla normale attività produttiva della società in oggetto.

⁵² Quali gli ammortamenti dell'avviamento, e dei *transaction costs* relativi ad operazioni di *buy-out* o acquisizioni. I *transaction costs* solitamente si configurano quali costi accessori capitalizzati che vengono sostenuti durante un'operazione di *buy-out*. Generalmente essi includono spese legali, fiscali, *fee* di intermediazione, consulenze varie e simili. Cfr. A. Gervasoni, F.L. Sattin, "*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*", Guerini Next, Milano, 2015

I valori così come descritti permettono di pervenire al multiplo in questione, le cui formule finali saranno pertanto le seguenti:

$$\text{Multiple}(x) = \frac{EV}{Ebitda} \quad \text{Multiple}(x) = \frac{EV}{Ebit} \quad \text{Multiple}(x) = \frac{EV}{Sales}$$

Figura 34: rielaborazione propria su fonte Guatri, M. Bini, "La valutazione delle Aziende", Egea, 2011, Milano.

La determinazione del multiplo una volta definiti correttamente i valori di base del calcolo, così come sopra descritti risulta pressoché immediata.

Per quanto concerne la scelta definitiva del multiplo, trattandosi di un metodo empirico, non vi sono regole stabili e plenarie, tanto è che generalmente si provvede ad utilizzare quale approssimazione del multiplo finale quello che più si avvicina alla media del campione, sufficientemente rappresentativo, delle società comparabili a quella oggetto di valutazione.

Nel mercato del capitale di rischio, è da rilevare che - non trattandosi di valutazioni che hanno ad oggetto società quotate, per le quali la selezione di società comparabili risulta generalmente maggiormente accurata, data l'ampia disponibilità e la maggiore accuratezza di informazioni che contribuiscono a determinare con maggiore puntualità serie storiche e statistiche afferenti alla correlazione fra prezzi e multipli di mercato - l'assenza di così accurate informazioni lascia ancor maggior spazio ai principi e alle pratiche empiriche nonché alla contrattazione tra le parti e all'autonomia del giudizio valutativo.

Nello specifico, come anticipato, il multiplo maggiormente utilizzato, nella prassi, dagli investitori nel capitale di rischio è il multiplo c.d. *asset side* del EV sull' Ebitda. In particolare, l'utilizzo di tale moltiplicatore è particolarmente apprezzato in quanto permette di depurare il calcolo finale dell'EV da potenziali effetti distortivisi ascrivibili alla singola realtà aziendale e nello specifico a politiche di bilancio, della gestione finanziaria e fiscale.

Inoltre, l'utilizzo di tale indicatore permette di rendere più agevole la formazione di un campione sufficientemente rappresentativo di aziende comparabili⁵³.

(II) I driver della crescita di valore. Posto quanto sopra, si rende necessario ora comprendere quali siano le variabili che determinano un incremento del multiplo (che di conseguenza permette l'apprezzamento della società) e operare delle riflessioni circa la creazione di valore nelle transazioni poste in essere dagli operatori di *private equity* e *venture capital*.

In sede di acquisto della società target pertanto il valore della stessa sarà determinato da *i)* il multiplo definito in sede di negoziazione; *ii)* l'Ebitda e *iii)* la PFN al momento della valutazione. Al momento *dell'exit*, la società con buone probabilità, sarà valutata secondo la medesima prassi valutativa, del che – fatto salvo qualsiasi eventuale aumento dei multipli, dettato da mutate condizioni esogene ascrivibili al generale andamento del mercato di riferimento della stessa e supponendo pertanto che il multiplo rimanga pressoché invariato – la differenza nella valorizzazione sarà data quindi dal mutato livello di Ebitda e PFN al momento dell'*exit* rispetto ai livelli registrati all'ingresso.

Se, dunque, in fase di disinvestimento, al termine dell'*holding period*, l'Ebitda dovesse essere più elevato e l'esposizione debitoria netta di natura finanziaria della società più bassa, allora il valore in sede di *exit* per l'investitore avrebbe una configurazione più elevata.

Di talché, in un siffatto scenario, si configurano quali *driver* della crescita di valore di una società:

- I tassi di crescita dei ricavi (*sales*), che dipendono per gran parte dall'andamento del mercato nel quale la società opera, dalla sua capacità di consolidare la propria posizione competitiva o acquisire quote di mercato;
- La redditività e la pura crescita dell'Ebitda tramite lo sviluppo commerciale: quanto più il rapporto dato dall'espressione, tanto più, in proporzione sarà elevato il valore che sarà moltiplicato per il multiplo.

⁵³ Al contrario, tali moltiplicatori non tengono conto di alcuni motivi di diversità delle imprese raffrontate, cioè la "scala" di misura della performance è meno significativa.

- La *debt capacity* della società: fattore cruciale, come visto, risulta essere la capacità dell'impresa nel corso dell'*holding period* di generare flussi di cassa da destinare al ripagamento del debito ed al miglioramento della PFN. Tale capacità dipende in primo luogo dai primi due aspetti sopra evidenziati nonché dal livello di investimenti (a titolo di *Opex* e *Capex*) necessari per il funzionamento e il miglioramento del funzionamento dell'unità aziendale.

Nello specifico, la valutazione della *debt capacity* di un'azienda può essere operata in maniera immediata effettuando l'analisi (sia prospettica che storica) di alcuni *ratios* della società in oggetto, che permettono di apprezzare la capacità della stessa di generare cassa nonché verificare l'assorbimento di quest'ultima da parte dell'attività specificatamente operativa:

- $\frac{Ebitda}{Sales}$: è un indicatore significativo della redditività di una società (in quanto, come anticipato, l'ebitda è un risultato scevro dalla struttura finanziaria tipica della società). Maggiore sarà tale indice, maggiori saranno i ricavi dei costi della gestione operativa. Del che si rende possibile pervenire a delle preliminari conclusioni in merito alla capacità della società di generare cassa dalla gestione caratteristica che può essere riutilizzata per l'attività operativa;
- $\frac{Ebitda-Capex}{Sales}$ è un indicatore ancor più preciso del precedente, in quanto, rientrando nel perimetro di calcolo gli investimenti realizzati necessari a garantire il funzionamento dell'attività (*Capex*), questo permette di misurare ancor più precisamente la capacità dell'azienda di generare cassa.
- $\frac{CCO}{Sales}$ ⁵⁴: tale rapporto, invece, permette di effettuare una prima approssimazione della quota percentuale dei ricavi che viene "immobilizzata" nel circolante e, dunque, dell'assorbimento di cassa. Di talché, all'aumentare di tale indice al crescere dei ricavi, corrisponderà, all'aumentare delle dimensioni della società, l'assorbimento di cassa.

⁵⁴ Capitale Circolante operativo, calcolato come (+) crediti verso clienti, magazzino e rimanenze, altri crediti a breve di funzionamento; (-) debiti verso fornitori, altri debiti di funzionamento a breve termine.

Pertanto, sulla base di quanto sin qui esposto, è possibile concludere che tanto più i sopra menzionati aggregati economici e patrimoniali saranno elevati, maggiore sarà il multiplo che, in sede di transazione, verrà riconosciuto.

Rifacendosi al caso di specie pertanto, l'obiettivo degli operatori di private equity e venture capital è quello di assicurarsi in sede di dismissione dell'investimento un *exit multiple* più elevato dell'*entry multiple*.

Gli elementi deputati alla creazione di valore nell'azienda potranno pertanto essere così sintetizzati:

- I. Gli asset distintivi-difendibili (tangibili ed intangibili): le capacità specifiche dell'azienda, difficilmente replicabili dai competitors, caratteristiche in cui generalmente trova fondamento il piano di sviluppo della società;
- II. Il management e l'organizzazione: la valorizzazione delle professionalità attraverso sistemi efficaci di deleghe e responsabilizzazione, la strutturazione dei processi funzionale a garantire efficacia, efficienza e flessibilità⁵⁵;
- III. Il posizionamento strategico e commerciale: il ruolo dell'azienda nel mercato di appartenenza, il consolidamento e l'acquisizione di quote di mercato tramite fusioni ed acquisizioni che permettano la realizzazione di sinergie, il suo sviluppo commerciale tramite l'introduzione di nuovi prodotti e servizi sulla base di rinnovate strategie di *pricing* ed *assurance* della qualità;

Con particolare riferimento alle operazioni tese a garantire il consolidamento della *PE backed company* tramite fusioni ed acquisizioni (punto n° III del precedente elenco) di società operanti nel medesimo mercato, queste vengono generalmente definite quali *add-on*. Generalmente con il termine *add-on*, ci riferisce alle operazioni di *M&A* condotte dalle *PE Backed company* sulle altre società operanti nel mercato tese per l'appunto: *i*) all'incremento della quota di mercato; *ii*) ad ampliare la gamma di prodotti offerti; *iii*) a costruire un gruppo più forte e consolidato.

⁵⁵ Contestualmente le prassi implementate in tale ambito contribuiscono generalmente a determinare un miglioramento dell'immagine della società nei confronti del mercato e dello standing creditizio nei confronti delle banche.

A tal riguardo, nello specifico, tali strategie, comunemente adottate dagli operatori di rischio per garantire la crescita di valore della società partecipata, vengono per l'appunto definite quali *build-up strategy* o anche *add-on strategy*. Nel quadro sinottico sottostante vengono riepilogati le diverse motivazioni strategiche a supporto delle operazioni di *add-on*, rispettivamente ascrivibili al conseguimento di sinergie di business.

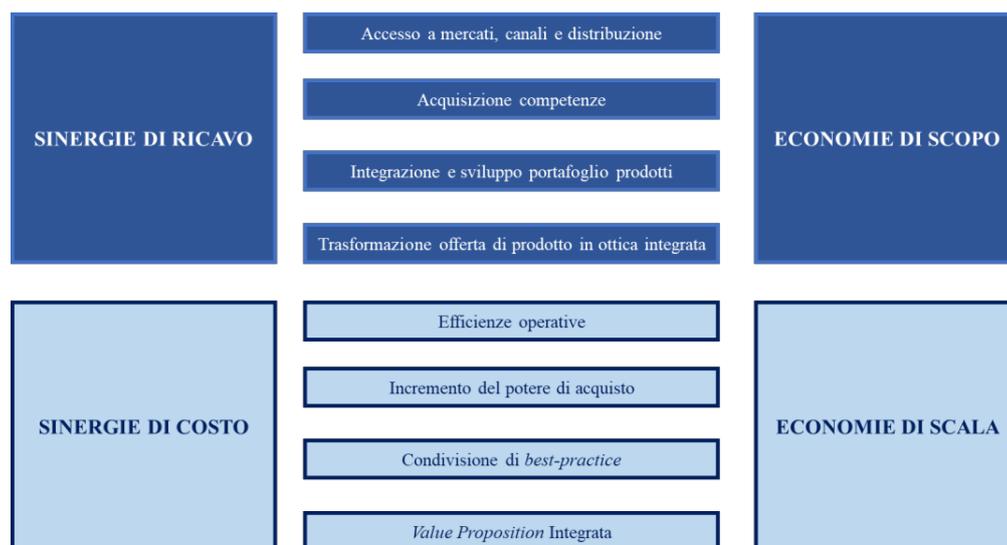


Figura 35: Rielaborazione Propria su fonte dati Bain & Company, "Add-on Strategy una via per la crescita profittevole", Nov. 2014.

Per fornire un apprezzamento in termini quantitativi delle operazioni di *add-on* sul totale delle operazioni poste in essere dai fondi di *private equity* appare necessario citare le risultanze emerse dall'analisi di Bain & Company⁵⁶ (nel prosieguo anche solo "Bain"). Come rappresentato nel grafico sottostante, in media, nell'arco temporale fra il 2007 ed il 2013 sul totale delle operazioni monitorate anno per anno, l'incidenza degli *add-on* sul totale delle operazioni è pari a circa il 30%, a dimostrazione dell'elevato utilizzo di tale strategia dagli operatori per garantire il consolidamento e la crescita della società da questi partecipata.

⁵⁶ Bain & Company, "Add-on Strategy una via per la crescita profittevole", Nov. 2014.

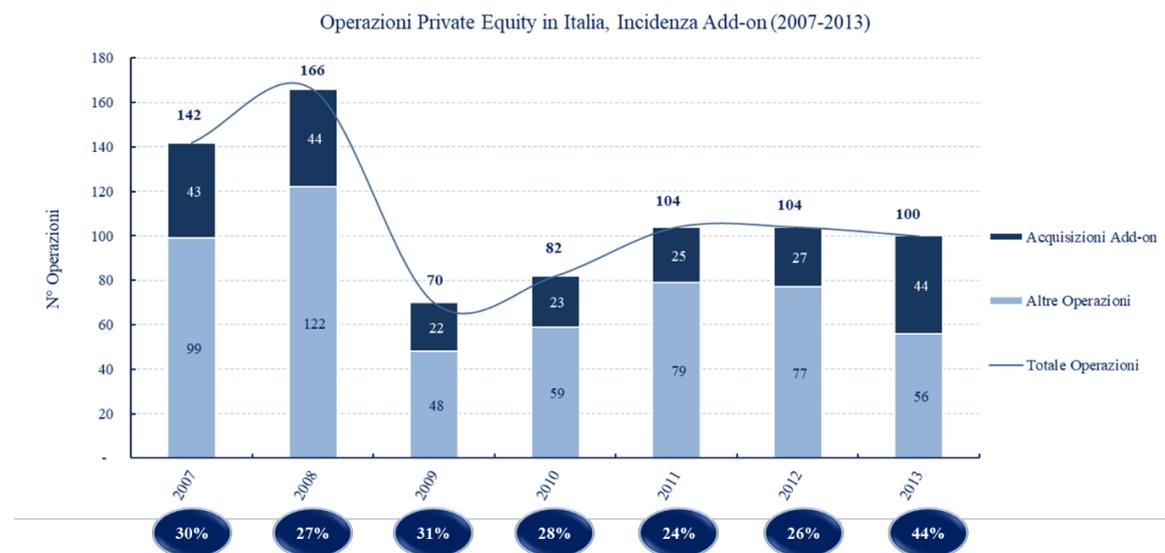


Figura 36: Rielaborazione Propria su fonte dati Bain & Company, "Add-on Strategy una via per la crescita profittevole", Nov. 2014.

L'obiettivo dell'investitore sarà dunque quello di garantire lo sviluppo della società facendo leva sui presupposti economici e le caratteristiche della stessa atte a garantire risultati economici sostenibili.

In tal senso il focus dell'investitore è quello di valutare la futura capacità della società di produrre reddito e cassa, per lo più incrementando l'efficienza operativa e lo sviluppo commerciale, garantendo un appropriato livello di investimenti, che assicuri un incremento della marginalità operativa.

Da un punto di vista valutativo, di non trascurabile importanza, nel quadro sin qui delineato è l'impatto che nel mercato del capitale di rischio ha la c.d. *multiple expansion*. Data la predominanza dell'utilizzo del metodo relativo dei multipli, ed il conclamato interesse degli operatori del capitale di rischio per società di piccole e medi dimensioni, operanti in mercati che evidenziano tassi di crescita elevati, è stata evidente nel corso del tempo la tendenza degli operatori a conseguire la crescita di valore della target (e dunque un *capital gain* in sede di dismissione) per mezzo principalmente della sola espansione dei multipli di mercato di società comparabili e non tramite lo sviluppo della società.

Per l'appunto, gran parte degli operatori di *private equity* hanno realizzato, nel corso degli anni delle operazioni di “arbitraggio”, nelle quali la crescita di valore della società partecipata, fra il momento di ingresso e quello di uscita, piuttosto che essere guidata dalla crescita dei ricavi, dall'incremento dei margini operativi e dall'efficientamento della struttura finanziaria è stata ascrivibile, in maniera preponderante, all'espansione, nel corso del *holding period*, dei multipli di mercato di società comparabili a quelli della *backed company*.

A riguardo, lo studio condotto da *Bain* su dati CEPRES può, seppur con le dovute accortezze, in quanto prende a riferimento dati consuntivati su scala globale (nello specifico, sono stati aggregati i dati registrati nel mercato europeo e statunitense del *private equity*), permettere di fornire una accurata approssimazione di quello che negli anni, a livello aggregato, è stato il peso della *multiple expansion* nel processo di creazione di valore nelle aziende *PE backed*.

L'indagine in parola evidenzia come dal 2010, la *multiple expansion* è stata il principale motore dei rendimenti conseguiti dagli operatori di *private equity*, superando, in termini di peso percentuali sul totale del valore creato, quello apportato dalla crescita dei ricavi e dall'espansione dei margini operativi⁵⁷.

⁵⁷ L'analisi dei dati CEPRES si concentra su circa 430 operazioni di buyout completamente realizzate tra il 2010 e il 2019 negli Stati Uniti e in Europa occidentale.

Pooled EV (USA & West. EU) invested in 2010-2019

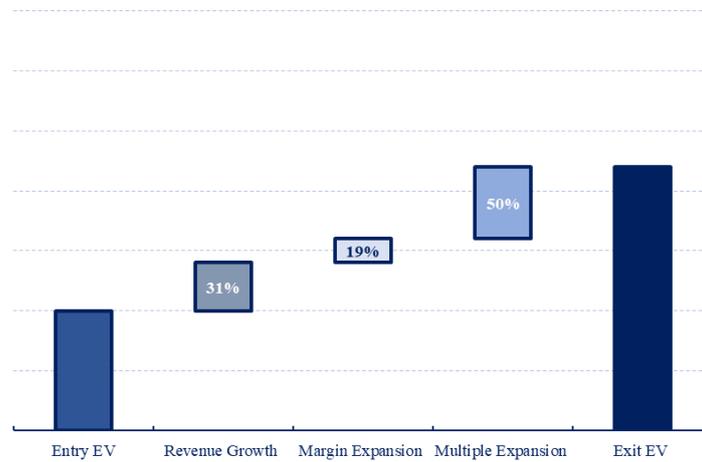


Figura 37: Rielaborazione propria su fonte dati CEPRES platform e Bain Company analysis

La crescita dei multipli di mercato è stata perciò il principale fattore a cui è stata ascrivibile, a livello generale, la crescita di valore della società partecipata.

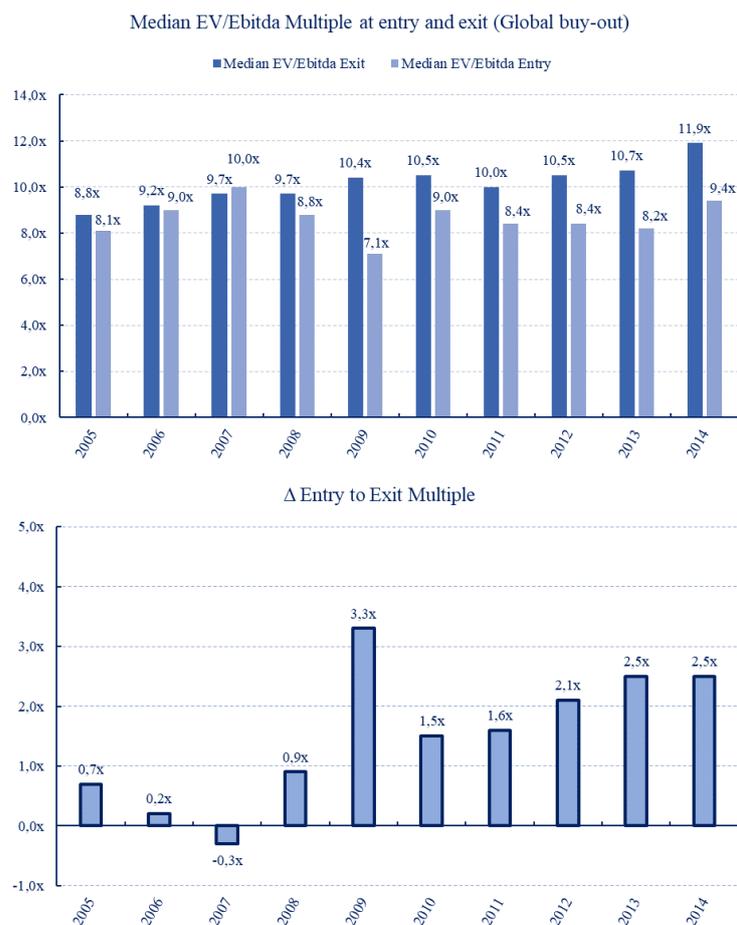


Figura 38: Rileborazione propria su fonte dati CEPRES platform e Bain Company analysis

Le più recenti indagini condotte, in riferimento a tale fenomeno evidenziano che con i multipli ai massimi record e le condizioni macroeconomiche che si deteriorano, lo spread tra i multipli di entrata (*entry multiple*) e di uscita (*exit multiple*) tenderà a ridursi negli anni a seguire. Infatti, più recentemente, la maggior parte degli operatori tendono a non includere più l'espansione dei multipli nei loro modelli previsionali, attribuendo a tale fenomeno un ruolo marginale nel processo di *value creation*. Compito degli operatori sarà pertanto quello di trovare nuove leve per la creazione di valore, che per l'appunto siano maggiormente afferenti alla sfera della gestione e dell'efficiamento della realtà societaria acquisita: eliminare i costi, guadagnare quote di mercato, o entrare in nuove linee di prodotti o mercati.

Nel dettaglio, dall'analisi condotta da Bain, si evidenzia per l'appunto che su 65 operazioni di *buy-out* effettuate e completate nell'arco temporale (2009-2015), a termine del periodo di

investimento, il margine medio effettivo (Ebitda) si attestava a livelli ben inferiori rispetto a quelli *forecasted* nei modelli previsionali (*forecast Ebitda*).



Figura 39: Rileborazione propria su fonte dati CEPRES platform e Bain Company analysis

Dato ancor più rilevante: per le operazioni nelle quali il *value-creation plan* trovava fondamento nell'espansione dei margini operativi, più del 70% delle operazioni monitorate non ha raggiunto l'obiettivo previsto, con la maggioranza degli operatori che, pertanto, non sono riusciti a soddisfare l'espansione dei margini operativi della società *backed* come da loro previsto: delle 65 operazioni monitorate, 18 prospettavano quale *key factor* della creazione di valore l'espansione dei margini operativi, solo 4 si sono mostrate in linea con l'obiettivo.

Di talché, da quanto riscontrato, appare ancor più evidente come i principali driver della crescita su cui focalizzeranno la loro attenzione gli operatori saranno per l'appunto quelli afferenti all'efficientamento della gestione operativa e finanziaria della *backed company*, di cui in precedenza di si è fornita ampia descrizione.

CAPITOLO 3. IL CASO WISE SGR S.P.A. – OPENJOBMETIS AGENZIA PER IL LAVORO S.P.A.

Il presente capitolo, di natura empirica, si sostanzia nell'analisi del *case study* selezionato: il caso Wise SGR S.p.A – Openjobmetis Agenzia per il Lavoro S.p.A.

Il primo paragrafo, introduttivo e prodromico all'analisi del caso di specie, illustrerà gli eventi salienti dell'evoluzione della società oggetto di studio a far data della sua fondazione fino al 2017 - anno nel quale il fondo di *private equity* promosso da Wise SGR ha disinvestito la propria partecipazione monetizzando l'investimento effettuato. L'obiettivo del paragrafo in parola è quello di delineare un quadro sintetico e puntuale della *time-line* delle operazioni che hanno portato allo sviluppo della società.

Il paragrafo che segue è teso ad evidenziare l'*investment thesis* nonché le opportunità di crescita individuate dall'operatore di *private equity*.

Il terzo paragrafo è volto all'individuazione e lo studio dei *key factor* del *value creation plan* e dunque – di concerto – dei *driver* della crescita a seguito dell'ingresso del fondo di *private equity* promosso da Wise SGR S.p.A nel capitale della Openjobmetis S.p.A, in particolar modo operando un riscontro con quanto rilevato a livello aggregato nel precedente capitolo dell'elaborato.

Il paragrafo conclusivo si propone, infine, di fornire una quantificazione della crescita di valore della *PE backed company* – alla luce di quanto esposto nel capitolo II dell'elaborato nonché nel paragrafo che precede.

Le risultanze cui si è pervenuti sono basate sull'analisi effettuata sui bilanci della società oggetto di studio a far data della sua fondazione (2001) – due esercizi precedenti all'ingresso nel relativo capitale sociale dell'operatore di *private equity* – fino all'ultimo bilancio d'esercizio disponibile (2019) – due anni successivi *all'exit* del fondo di *private equity* – nonché sulla base dei dati di mercato estratti da *Bloomberg*.

Per completezza espositiva, in allegato all’elaborato, i bilanci opportunamente riclassificati della Openjobmetis S.p.A., in dettaglio:

- Allegato n° 1 – Stato Patrimoniale (riclassificato “Impieghi/Fonti”) 2001-2019;
- Allegato n° 2 – Conto Economico (riclassificato “Valore Aggiunto”) 2001-2019;
- Allegato n° 3 – *Cash Flow Statement* 2001-2019.

3.1 OVERVIEW DELLA OPENJOBMETIS S.P.A E DELL’OPERAZIONE

La Openjobmetis Agenzia per il Lavoro S.p.A (nel prosieguo anche solo “OJM”, la “Società”, “Openjob”), *holding* operativa del Gruppo Openjobmetis (in seguito il “Gruppo”) – da oltre 19 anni operante nel mercato della somministrazione del lavoro – è divenuta, dal 15 novembre 2015, il primo operatore del settore a quotarsi sul Mercato Telematico Azionario nel segmento Star di Borsa Italiana.

In dettaglio, la Società fornisce – attraverso le filiali distribuite sull’intero territorio nazionale – servizi di: *i)* somministrazione del lavoro; *ii)* ricerca e selezione del personale; *iii)* supporto alla ricollocazione professionale e *iv)* formazione. Nello sviluppo del proprio *core business*, la Società ha maturato specifiche competenze nella selezione di profili specializzati principalmente nei seguenti campi: *i)* sanità; *ii)* industriale; *iii)* ICT; *iv)* *hotellerie, restaurant e catering*; *v)* *diversity talent* e *vi)* *family care*.

Costituita nel 2001, la Società nasce dall’idea imprenditoriale del fondatore e futuro amministratore delegato Cav. R. Rasizza quale “*Impresa di fornitura di lavoro temporaneo*”, ai sensi della Legge 196/1997 in materia di promozione dell’occupazione. Alla data di costituzione, il capitale della Società era interamente detenuto dalla OpenJob

S.A. in qualità di socio unico. Nel 2003 il *management team* della Società porta a termine l'acquisizione del 100% del capitale della OpenJob Consulting S.r.l.

Successivamente, nel medesimo anno (2003), la crescita della Società è soggetta ad una notevole accelerazione, complice l'ingresso nel relativo capitale sociale del fondo di *private equity* Wisequity gestito da Wise SGR S.p.A. (nel prosieguo anche solo "Wise") che, sottoscrivendo un aumento di capitale, giunge a detenere una partecipazione allora pari al 25% del capitale della Società.

Sostenuta anche dall'entrata in vigore del D.Lgs. 276/2003 recante disciplina in materia di occupazione e mercato del lavoro (la c.d. "Legge Biagi")⁵⁸, e a seguito dell'autorizzazione a tempo indeterminato ottenuta da parte del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali che ne dispone l'iscrizione nell'albo informatico delle Agenzie per il Lavoro⁵⁹, la Società diviene infine un'"agenzia per il lavoro".

A far data del 2004, la OpenJob definisce una strategia di crescita ed espansione societaria fondata su una serie di acquisizioni (*Add-on*) volte ad integrare il *business* delle relative società *incorporande* con l'attività esercitata dalla Openjob. In dettaglio, nel 2004, è acquisita l'agenzia per il lavoro Pianeta Lavoro S.p.A (in seguito anche "Pianeta Lavoro") e nei due anni a seguire la In Time S.p.A e Quandocorre S.p.A (nel prosieguo rispettivamente "In Time" e "Quandocorre").

Nel 2005, mediante la sottoscrizione di un ulteriore aumento di capitale nonché in virtù della conversione del prestito obbligazionario emesso nell'ottobre del 2003, Wise amplia la propria quota di partecipazione nel capitale della Società dal 25% al 50%.

In seguito, nel 2007, nel corso di un ampio processo teso alla riorganizzazione della Società, è condotta e portata a termine un'operazione di *Leverage Buy Out* (LBO) che implica l'ingresso di MTI Investimenti S.A. (nel seguito "MTI") – società riferibile al *management team* dell'allora Openjob – nella compagine azionaria della Società. L'operazione realizzata può essere così brevemente sintetizzata:

⁵⁸ Oggi parzialmente abrogato e sostituito dal D.Lgs. 81/2015.

⁵⁹ Di cui all'art. 2, comma 1, del Decreto Ministeriale 23 dicembre 2003.

- I. La costituzione della *NewCo* WM S.r.l (“WM”) da parte di MTI ed il seguente ingresso di Wise nel relativo capitale sociale;
- II. L’acquisizione da parte di WM della Openjob tramite: i) l’acquisto delle partecipazioni rispettivamente detenute dalla OpenJob S.A., ii) la sottoscrizione di un aumento di capitale nonché iii) l’acquisto della residua quota di partecipazione detenuta da Wise;
- III. Infine, nell’ottobre 2007, è stata ultimata la fusione per incorporazione di WM (in qualità di *incorporanda*) – titolare del 100% del capitale della Società, in virtù di quanto descritto al punto II – nella Società stessa (in qualità di incorporante), con l’attribuzione agli azionisti della *incorporanda* delle quote rappresentative del capitale sociale della OpenJob.

Ad esito dell’operazione descritta, pertanto, il capitale della Società risultava detenuto da Wise ed MTI rispettivamente per le quote del 87,5% e 12,5%.

Nonostante la congiuntura economica sfavorevole, la Società ha proseguito nel proprio processo di espansione con l’acquisizione, nel 2009, di un ramo d’azienda operante nell’industria della somministrazione del lavoro – precedentemente facente parte dell’agenzia per il lavoro Just on Business S.p.A. (anche solo “JOB”).

Il processo di espansione per vie esterne, intrapreso a far data dell’ingresso di Wise nell’allora OpenJob, non si arresta nemmeno negli anni a seguire e subisce un’ulteriore notevole accelerazione nel 2011, anno in cui la Società finalizza l’acquisizione della Metis S.p.A. Agenzia per il Lavoro (“Metis”) – istituita nel 2000 dal socio fondatore (Famiglia Vittorelli) e da diversi investitori istituzionali⁶⁰. L’operazione di aggregazione sopra citata è stata realizzata mediante l’acquisizione, nel marzo del 2011, del 100% del capitale sociale di Metis da parte della Società e con la successiva fusione di quest’ultima nella Società⁶¹.

⁶⁰ Assicurazioni Generali S.p.A., Unicredit S.p.A., il Gruppo PAM ed Etnoteam S.p.A.

⁶¹ L’atto di fusione è stato sottoscritto in data 31 dicembre 2011, con effetti contabili retrodati al 31 marzo 2011 per conformarsi a quanto previsto dai principi contabili IFRS in materia di “aggregazioni aziendali”.

Nel dicembre del 2011, l'assemblea straordinaria degli azionisti della Società delibera circa la modifica della denominazione sociale della stessa in Openjobmetis S.p.A Agenzia per il Lavoro.

Per mezzo dell'operazione ivi descritta, la Società diviene inoltre socio unico di Seltis S.r.l. ("Seltis"), precedentemente controllata da Metis

Il processo di *build-up* prosegue compiendo un passo ulteriore nel 2013, quando la OJM ultima l'acquisizione del 100% di Corium S.r.l ("Corium"), una delle prime realtà nazionali operanti nel comparto dell'*outplacement* (ricollocazione professionale), consentendo quindi l'ingresso della Società nel settore della ricollocazione professionale.

Nel grafico sottostante si riporta una rappresentazione grafica della compagine sociale della OJM nonché delle società costituenti il Gruppo alla data del 2015.

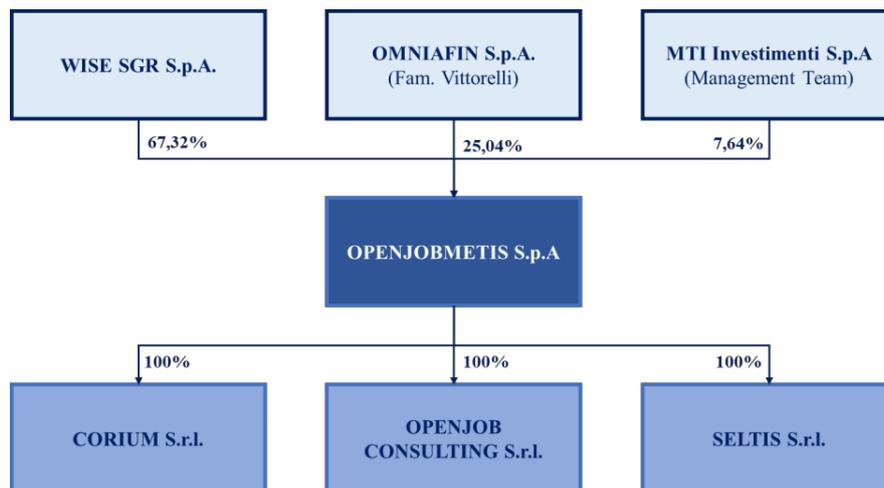


Figura 40: Rielaborazione Propria su fonte dati Prospetto Informativo OPVS di Openjobmetis S.p.A.

In data 3 dicembre 2015, grazie all'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), la OJM inizia le negoziazioni sul segmento Star del mercato telematico azionario di Borsa Italiana: l'offerta complessiva ammonta a circa 30 milioni di euro, di cui il 50% in aumento di capitale ed il restante in vendita dagli azionisti venditori (tra cui Wise).

Il 16 marzo 2017, la Società annuncia risultati migliori rispetto a quelli prospettati ed il titolo subisce un forte incremento, giacché il valore dello stesso sale da 6,60 euro ad azione a più di 9 euro.

In tale contesto, il fondo di *private equity* Wise, in data 24 marzo 2017, promuove una delle più grandi ABB (*Accelerated Bookbuilding*) – in proporzione al capitale sociale – mai lanciata sul mercato azionario, cedendo il 30% del capitale sociale sul mercato. Tale operazione viene sottoscritta da circa 30 investitori istituzionali e si chiude con successo.

Nel grafico sottostante vengono, in estrema sintesi, riepilogate le operazioni poste in essere a far data dalla fondazione della fondazione della Società.

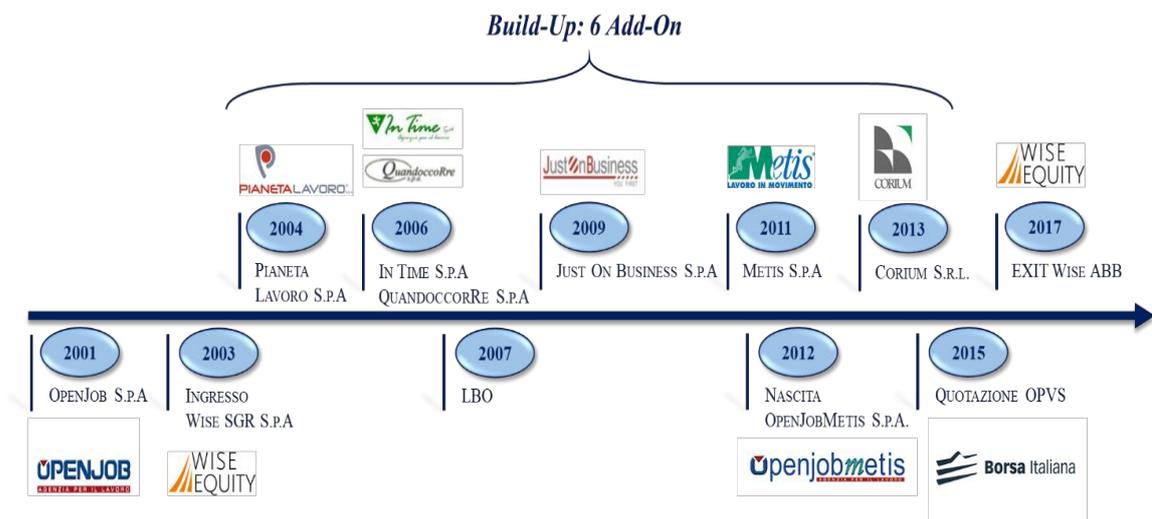


Figura 41: Time line Openjobmetis S.p.A. Rielaborazione propri

Quanto sin qui rappresentato, sarà oggetto di ulteriore approfondimento nei paragrafi che seguono.

3.2 L'INVESTMENT THESIS E LE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA

La Società, costituita nel 2001, nel 2003 – anno di ingresso nella compagine azionaria di Wise – si configurava quale un'agenzia per il lavoro con 50 filiali distribuite in prevalenza nel nord Italia. Il modello di *business* della Società consisteva, brevemente nel:

- Individuare i lavoratori adatti a svolgere le mansioni richieste dal cliente e sottoscrivere contratti di fornitura di servizi di lavoro temporaneo con l'azienda cliente;
- Assumere il lavoratore selezionato affinché questo presti servizio presso l'azienda cliente;
- Provvedere *i)* alla retribuzione del lavoratore in missione presso l'azienda cliente nonché *ii)* all'adempimento di tutti gli obblighi di legge e contrattuali.

L'attività principale della Società si sostanziava pertanto nella messa a disposizione, a favore di un utilizzatore, di uno o più lavoratori, i quali, per tutta la durata della missione, pur essendo dipendenti della stessa, svolgevano la propria attività nell'interesse e sotto la direzione e il controllo dell'utilizzatore (azienda cliente).

Al 31.12.2003, la Società evidenziava un fatturato pari a 45,5 milioni di euro, in netto aumento rispetto all'anno precedente in cui il valore della produzione si attestava ad 14,6 milioni di euro.

Nonostante l'Ebitda risultasse negativo per 1,4 milioni di euro, così come il risultato di esercizio che evidenziava una perdita pari ad euro 2,4 milioni – principalmente ascrivibile alla mancata capitalizzazione, contrariamente alla prassi del settore, dei costi di *start-up* afferenti alle spese sostenute per il lancio delle nuove filiali, che avrebbe marcatamente influito sul risultato di esercizio – la Società stava perseguendo i propri obiettivi di crescita e di posizionamento nel mercato di riferimento, attraverso il raggiungimento di livelli maggiori di fatturato nonché incrementando la propria presenza attraverso l'apertura di

nuove filiali nelle principali località produttive italiane, e volgendo la propria attenzione verso l'innovazione tecnologica ed un'elevata qualità del servizio erogato, considerati elementi indispensabili per la prospettata futura crescita della Openjob. Il numero di dipendenti diretti (di struttura) si è incrementato, passando dai circa 100 del 2001 ad i quasi 170 del 2003, mentre per quanto concerne il numero degli addetti interinali quest'ultimi sono passati, in media, da circa 1.500 a 2.700 unità al mese.

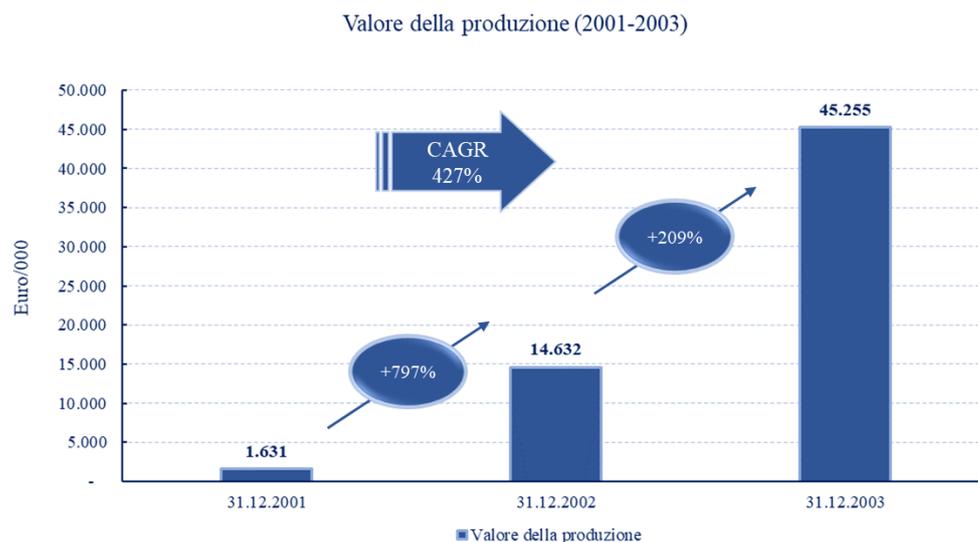


Figura 42: Rielaborazione Propria su fonte dati bilanci OJM (2001-2003)

Inoltre, la Società, al momento dell'ingresso di Wise nella compagine sociale, vantava un *management team* solido e ritenuto dall'investitore adatto e capace di gestire e promuovere una crescita organica della Stessa, nonché una rete distributiva fortemente motivata. La volontà di intervento dell'investitore è stata ulteriormente consolidata a seguito dell'ampia condivisione del *business plan* e del progetto di sviluppo da parte del socio e del *management team* stesso.

Il posizionamento competitivo della Società nel 2003 era per lo più focalizzato sulla fornitura di servizi ad aziende di piccola e media dimensione. Il fatturato, rispetto ai *competitor* del mercato, mostrava una bassa rischiosità (i primi 20 clienti rappresentavano il 20% del fatturato, i primi 5 circa l'8%) ed una marginalità di primo livello potenzialmente più alta della media degli operatori del mercato di riferimento.

Come precedentemente descritto, l'intervento dell'operatore di *private equity* è generalmente rivolto verso imprese, non quotate e di medie dimensioni, che dimostrano ampie possibilità di sviluppo ed espansione.

Nel caso di specie, le caratteristiche afferenti a quanto ampiamente rappresentato nei precedenti capitoli dell'elaborato, sono evidentemente rinvenibili⁶²: l'ingresso di Wise nel relativo capitale sociale della Openjob è stato guidato dalle evidenti potenzialità di crescita ed espansione manifestate dalla Società, nonché da fattori di natura esogena afferenti all'andamento del mercato di riferimento all'interno del quale la Stessa operava.

Con riferimento all'andamento del mercato – nazionale – di riferimento della Società, è riscontrabile come, nel 2005, – anno nel quale Wise ha incrementato la partecipazione al capitale della Openjob al 50% – l'incidenza dell'attività di somministrazione del lavoro sulla popolazione si attestava a circa lo 0,7%, evidenziando una bassa penetrazione rispetto ai dati consuntivati nei principali paesi europei. Al contrario, i mercati più maturi presentavano, invece, un livello di penetrazione superiore alla media, compreso fra il 2% ed il 4%.

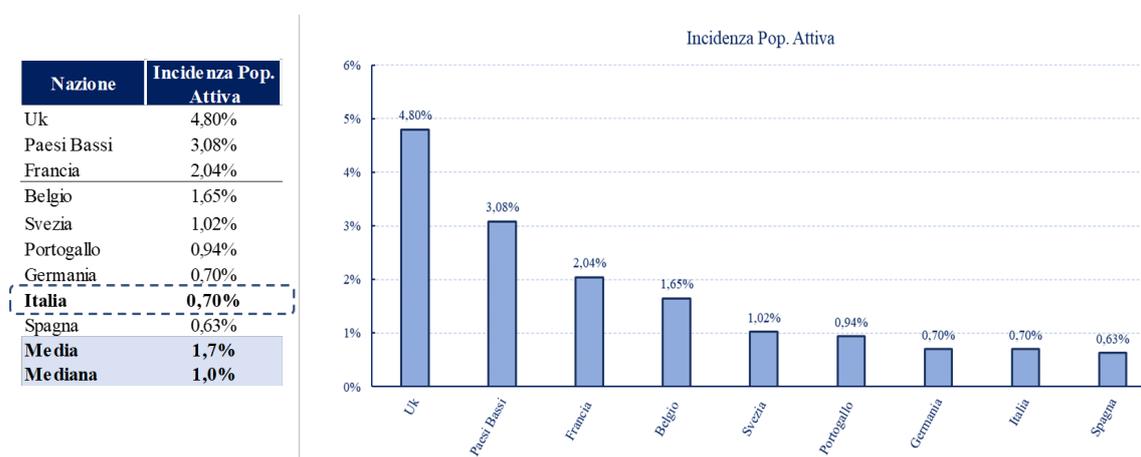


Figura 43: Rielaborazione Propria su fonte dati Ebitemp – Ente Bilaterale per il lavoro temporaneo e Cielt Economic Report

⁶² Cfr. Capitolo 1 “L’attività di investimento nel capitale di rischio” nello specifico paragrafo 1.1. “*Venture capital e private equity: aspetti definitivi ed inquadramento teorico*”.

Inoltre, il mercato nazionale della somministrazione del lavoro si mostrava nei primi anni 2000 in fase di ascesa, rilevando una crescita media annua (CAGR) pari al 25% in termini di fatturato complessivo, e previsioni di crescita media annua per i 5 anni successivi pari a circa il 15%.

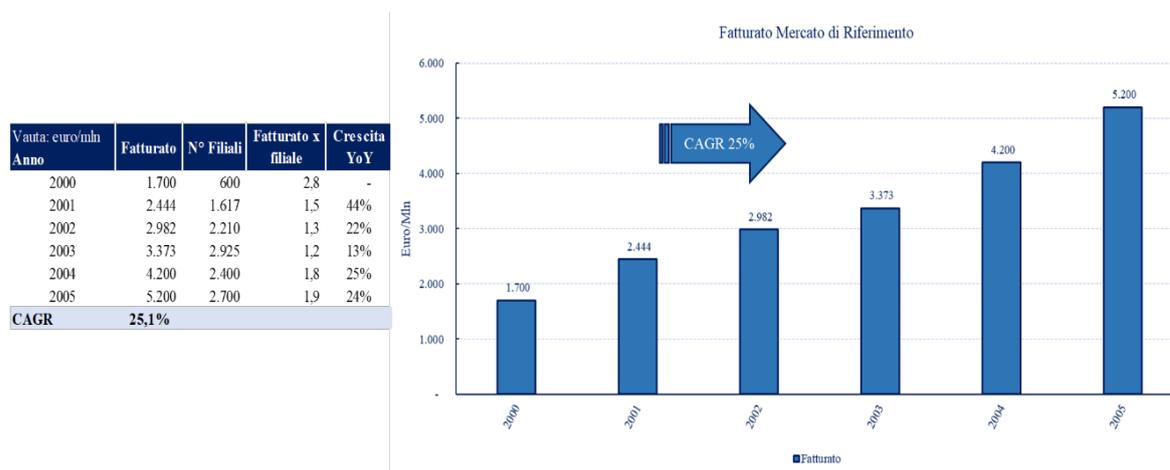


Figura 44: Rielaborazione propria su fonte dati Ebitemp – Ente Bilaterale per il lavoro temporaneo

Il livello di intermediazione del mercato del lavoro ha indubbiamente influenzato l’espansione generale della Società: il numero delle filiali è passato dalle 39 del 2002 alle 50 del 2003, con l’apertura in due nuove regioni (Marche e Puglia).

Il mercato si caratterizzava per la presenza di circa 80 società operanti sul territorio nazionale, di cui circa 15 mostravano un fatturato annuo superiore ai 60 milioni di euro, mentre una porzione più cospicua (circa 40 società) – generalmente in perdita a causa degli elevati costi di supporto delle strutture centrali e delle filiali, senza la disponibilità di risorse finanziarie necessarie per intraprendere un processo di crescita dimensionale – evidenziava livelli di fatturato compresi fra i 10 e i 40 milioni di euro.

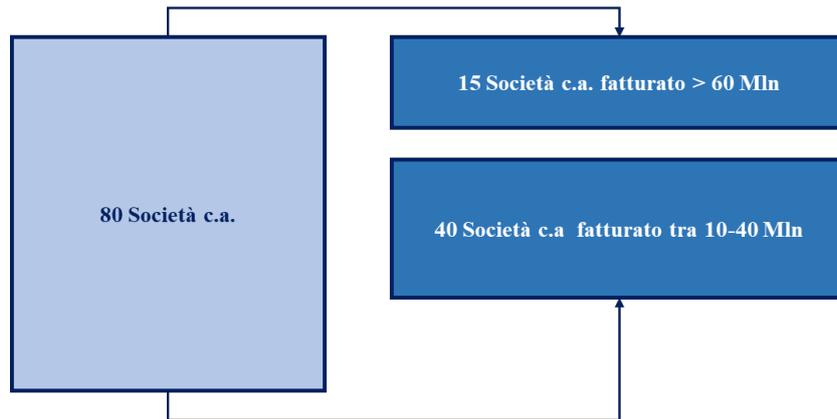


Figura 45: Rielaborazione propria

Di talché, posto quanto sopra, date le caratteristiche proprie della Società, del modello di *business* nonché le sopracitate dinamiche del mercato di riferimento, Wise ha individuato quale principale possibilità di crescita l’opportunità di “comprare fatturato” a basso prezzo, mettendo a fattor comune le filiali in sovrapposizione ed i servizi centrali.

Pertanto, la strategia è stata fondata su una serie di operazioni di *add-on*, tese al miglioramento della competitività e della marginalità della Società, volte a favorirne lo sviluppo e la crescita. La strategia intrapresa appare in linea con quanto descritto a livello aggregato, nel precedente capitolo, in merito all’analisi della rilevanza dell’*add-on strategy* nel processo di creazione del valore⁶³.

Come anticipato, nel paragrafo precedente, nel 2007 nell’ampio processo di riorganizzazione societaria, per il tramite della costituzione della *NewCo*, il *management team* e Wise – liquidando gli azionisti in uscita – hanno acquisito il 100% del capitale della Società (rispettivamente, 87,5% Wise e 12,5% *management team*).

Da qui il rinnovato e concordato *business plan* che ha previsto l’ulteriore sviluppo della Società per linee esterne tramite nuove acquisizioni e l’apertura di nuovi filiali, e l’*exit* attraverso la quotazione in borsa o la cessione ad una multinazionale.

⁶³ Cfr. Capitolo 2 “L’evoluzione del mercato e l’impatto delle operazioni di private equity. Una panoramica sul mercato europeo e italiano”, paragrafo 2.4 “I multipli di mercato ed i driver della crescita di valore”.

Rimandando l'analisi degli effetti degli *add-on* realizzati – così come gli eventi successivi alla operazione di riorganizzazione del 2007, nonché la risposta della Società alla crisi del 2009 – è possibile, nell'odierno paragrafo pervenire ad alcune conclusioni preliminari in merito alla tipologia di investimento realizzato da Wise nella Società.

In dettaglio, sulla scorta della classificazione delle differenti tipologie di investimento realizzate dagli operatori del capitale di rischio, operata in funzione della fase del ciclo di vita delle società target – di cui al capitolo 1 dell'elaborato⁶⁴ – è possibile concludere che:

- Il primo investimento di Wise nella Società può essere classificato quale intervento di *expansion*. Tale fattispecie di interventi sono generalmente realizzati mediante la sottoscrizione di quote di minoranza del capitale sociale della *target* e sono tesi a garantire lo sviluppo della società, incrementarne la capacità produttiva ed intraprendere una *build-up strategy* fondata sulla realizzazione di acquisizioni (*M&A*). Le caratteristiche sopracitate – seppur con i dovuti accorgimenti, sono principalmente ascrivibili al fatto che, nonostante la classificazione menzionata sia ampiamente riconosciuta a livello internazionale dagli operatori, dagli istituti di ricerca e dai principali centri studi per fini statistici, la stessa spesso appaia eccessivamente rigida nella prassi – possono essere facilmente rinvenibili nel caso di specie: *i*) la quota inizialmente sottoscritta da Wise, minoritaria, ammontava al 25% del capitale sociale della Openjob (solo successivamente, nel 2005, la quota di partecipazione detenuta da Wise nel relativo capitale sociale della Openjob è divenuta pari al 50%); *ii*) come precedentemente illustrato, l'investimento ambiva a conseguire lo sviluppo della società nonché l'inizio di un percorso di consolidamento della stessa all'interno del mercato di riferimento tramite la realizzazione di acquisizioni;
- Il secondo investimento, operato nel giugno del 2007, data l'architettura dell'operazione – di cui è stata fornita descrizione nel precedente paragrafo – e

⁶⁴ Cfr. Capitolo 1 “L'attività di investimento nel capitale di rischio”, paragrafo 1.3 “Le principali tipologie di investimento”

l'acquisizione della maggioranza del capitale sociale della Società rientra, senza dubbio alcuno, nella tipologia di investimenti di *Leverage Buy Out (LBO)*⁶⁵.

⁶⁵ La caratteristica peculiare delle operazioni di *leveraged buy out* sta nel fatto che si verificano contemporaneamente due ordini di interventi: da un lato il cambiamento della proprietà (*buy out*) e in questo senso si tratta di una semplice acquisizione; dall'altro una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione (*leveraged*). Il funzionamento di un'operazione di LBO si struttura – tipicamente – come segue: i) prima fase: costituzione, ii) seconda fase: finanziamento non garantito, iii) terza fase: pagamento, iv) quarta fase: fusione. La prima fase dell'operazione consiste nella creazione di una società – holding o newco – nella quale alcuni imprenditori, che potrebbero essere gli stessi manager dell'azienda (in questo caso si avrebbe un *leveraged management buy out – LMBO*) o manager provenienti da altre aziende (*leveraged management buy in – LMBI*), versano, normalmente supportati da un investitore istituzionale nel capitale di rischio, una certa somma a titolo di capitale proprio. Tale somma rappresenta una parte dell'ammontare necessario per l'acquisizione della *target*. Una o più società finanziarie concedono quindi un finanziamento alla holding per un ammontare tale da ricoprire il prezzo di acquisto delle azioni della *target*. Tale finanziamento, poiché erogato a una società non avente struttura operativa, viene effettuato sulla base di scarse, se non nulle, garanzie reali (*unsecured financing*). Con la liquidità a disposizione la holding è in grado di acquistare le azioni della *target* pagando l'importo pattuito ai suoi azionisti. Effettuato l'acquisto la holding presenta tra le sue attività le azioni della *target* e, quindi, si fonde con la *target* stessa (fase 4). In questo modo il finanziamento erogato alla holding va a far parte delle passività di una società operativa, potendo quindi usufruir, in tutto o in parte, delle garanzie reali che questa è in grado di produrre (*secure financing*). Cfr. A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2015.

3.3 I KEY FACTOR DEL VALUE CREATION PLAN

Dopo aver enucleato nel paragrafo precedente le opportunità di crescita individuate da Wise, si rende necessario definire i c.d. *key factor* della creazione di valore nonché i *driver* della crescita.

Preliminarmente, è possibile osservare quanto il caso di specie presenti delle peculiarità rispetto a quanto precedentemente osservato, nel corso dell'elaborato, a livello aggregato. Con riferimento all'*holding period*, lo studio condotto circa il mercato del *private equity* ha rivelato come generalmente questo risulti essere pari a 5-6 anni, mentre il caso di specie evidenzia un *holding period* decisamente più ampio (2003-2017). Tuttavia, come già anticipato, un *holding period* tanto elevato rispetto alla media del mercato va analizzato alla luce degli interventi operati dal Fondo di *private equity*: il primo investimento di *expansion* (2003) è stato infatti monetizzato nell'arco temporale di circa 4 anni e successivamente, solo nel 2007, complice l'individuazione di nuove opportunità di crescita, Wise ed il *management team* hanno interamente reinvestito quanto incassato assumendo il controllo della OJM.

Dunque posto quanto sopra, appare evidente come sia il secondo intervento (LBO 2007) ad aver fatto registrare un *holding period* maggiore rispetto alla media consuntivata a livello aggregato, con l'*exit* del Fondo che è avvenuta nel 2017 a seguito dell'ABB lanciata sul mercato nonché dell'OPVS del 2015. Tale allungamento dei tempi di disinvestimento - la cui analisi dettagliata è rinviata al paragrafo conclusivo del capitolo odierno - sono generalmente ascrivibili all'individuazione del *timing* più opportuno per realizzare l'*exit* ed al contempo dal fatto che il *listing* della società partecipata presso un mercato regolamentato non si configuri quale un processo semplice per le imprese ancora in fase di sviluppo: al contrario, tale canale di *exit* deve necessariamente essere inserito in un'ottica di medio lungo termine, come modalità avente un ragionevole grado di certezza solo per quelle società che hanno raggiunto un certo livello di sviluppo e maturità.

Come osservato nel precedente capitolo, la strategia di espansione e sviluppo della Società è stata fondata su una serie di operazioni di *M&A*, tese a garantire il miglioramento della

competitività nonché all'incremento della propria presenza all'interno del mercato di riferimento. Pertanto, date le caratteristiche proprie della Società, del modello di *business* nonché le richiamate dinamiche del mercato di riferimento di cui si è precedentemente dissertato, Wise ha individuato quale principale possibilità di crescita l'opportunità di "comprare fatturato" a basso prezzo, mettendo a fattor comune le filiali in sovrapposizione ed i servizi centrali.

Nello specifico, il consolidamento avrebbe infatti garantito:

- la rapida crescita dimensionale della Società e l'incremento della propria quota all'interno del mercato di riferimento;
- il raggiungimento di fatturati elevati, necessari per raggiungere il *break-even*;
- il finanziamento e l'espansione del circolante necessario per la crescita;

Sono così state realizzate nel periodo fra il 2004 ed il 2009 i seguenti *add-on*:

- I. 2004, Pianeta lavoro: fatturato di 10 milioni di euro, risultato di esercizio negativo per euro 500 mila. L'attività principale della acquisita consisteva nella somministrazione di lavoro nonché la fornitura di manodopera a tempo determinato. La Pianeta Lavoro vantava 10 filiali concentrate in Lombardia e Veneto;
- II. 2006, In Time: fatturato di 70 milioni di euro, risultato di esercizio positivo per euro 700 mila. L'attività principale della acquisita consisteva nella somministrazione di lavoro nonché la fornitura di manodopera a tempo determinato. La In Time vantava 35 filiali concentrate in Lombardia, Veneto ed Emilia;
- III. 2006, Quandocorre: fatturato pari ad euro 15 milioni, risultato di esercizio negativo per euro 600 mila. L'attività principale della acquisita consisteva nella somministrazione di lavoro nonché la fornitura di manodopera a tempo determinato. La Quandocorre vantava 8 filiali concentrate in Lombardia e Piemonte;
- IV. 2009, la totalità del ramo d'azienda – inerente alla sola attività di somministrazione del lavoro – della Job: fatturato 15 milioni di euro; risultato di esercizio in pareggio (*breakeven*); La Job vantava allora 20 filiali concentrate tra Piemonte e Lombardia.

Con la realizzazione di tali operazioni, è stato possibile garantire alla Società una rapida crescita dei livelli di fatturato nonché un accrescimento della presenza sul territorio. Tali operazioni di acquisizione hanno comportato un'importante opera di razionalizzazione, con considerevoli risparmi in termini amministrativi e gestionali nonché il realizzarsi di sinergie operative e l'accorciamento della catena di controllo. In tal senso, si è proceduto *i)* alla chiusura della sede di Quandocorre e Pineta Lavoro ed all'accorpamento delle filiali in sovrapposizione (circa 20 filiali in sovrapposizione); *ii)* alla graduale riduzione del personale di struttura, con il mantenimento di buona parte del personale commerciale; *iii)* alla creazione di una c.d. "Cultura comune" e, quindi, all'uniformazione dei processi e dei sistemi.

Al termine delle acquisizioni, la Openjob vantava 87 filiali distribuite sul territorio (+74% rispetto alle 50 filiali del 2003) e la reputazione di "Polo aggregante" sul mercato di riferimento.

Il 2009 è stato l'anno in cui gli effetti della crisi finanziaria hanno inciso significativamente sull'andamento del mercato di riferimento della Società. Storicamente, il mercato della somministrazione del lavoro si è sempre caratterizzato per l'elevata correlazione con l'andamento macroeconomico generale. Nel 2009, infatti, correa la forte contrazione del PIL nazionale, la quantità di lavoro somministrato (in termini di ore) ha subito una riduzione quantificabile nell'ordine del 33%.

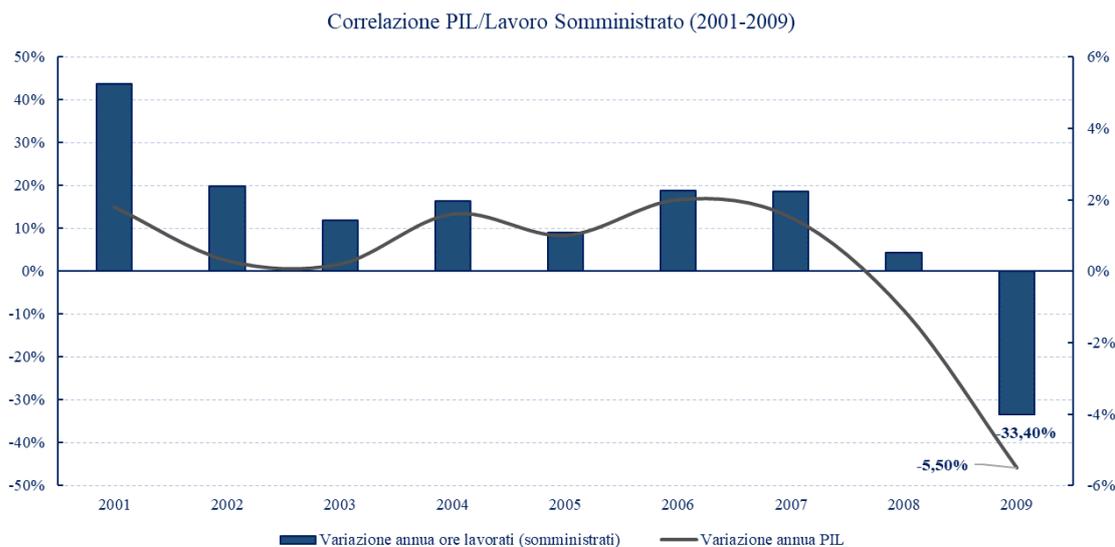


Figura 46: Rielaborazione propria su fonte dati Ebitemp.

La strategia della Società, in risposta al propagarsi degli effetti della crisi finanziaria del 2009, è sempre stata volta a garantire lo sviluppo e l'espansione della stessa in un'ottica di medio lungo periodo – complice, come ampiamente osservato nei capitoli precedenti dell'elaborato⁶⁶, la presenza di un operatore di PE nel relativo capitale della Società⁶⁷. La strategia della Openjob nel 2009 si è pertanto concentrata su:

- Il mantenimento del margine di contribuzione – anche a costo di perdere fatturato – fattore chiave nel rapporto a lungo termine con i clienti e nel controllo dei costi;
- Una riduzione, solo marginale, del personale commerciale – a differenza di quanto fatto dai principali *competitors*. L'obiettivo era quello di aumentare l'efficienza interna, senza ricorrere a procedure strutturali di riduzione del personale interno, in quanto si sarebbe indubbiamente compromessa la capacità della Società di reagire alla futura ripresa del mercato.

Il mercato della somministrazione del lavoro da un punto di vista degli operatori era così costituito:

⁶⁶ Cfr. Capitolo 1 “L'attività di investimento nel capitale di rischio” nello specifico paragrafo 1.1. “*Venture capital e private equity: aspetti definitivi ed inquadramento teorico*”.

⁶⁷ A far data del 2007, Wise deteneva una partecipazione pari a circa l'88% della Società.

Valuta: euro/000 Costo del Lavoro	2009	2010	% Change	Quota di mercato
Adecco Italia S.p.A.	222.781	252.640	13%	15%
Manpower S.p.A.	218.831	250.043	14%	14%
GI Group S.p.A.	142.774	184.356	29%	11%
Obiettivo Lavoro S.p.A.	115.122	118.175	3%	7%
Randstad Italia S.p.A.	102.545	112.355	10%	6%
Metis S.p.A.	75.891	78.842	4%	5%
Umana S.p.A.	55.697	68.198	22%	4%
Trenkwalder S.r.l.	56.034	63.016	12%	4%
Openjob S.p.A.	44.498	55.545	25%	3%
Start People S.p.A.	34.334	41.758	22%	2%
Synergie Italia S.p.A.	22.644	32.679	44%	2%
Humangest S.p.A.	20.855	29.758	43%	2%
Ali S.p.A.	20.651	23.796	15%	1%
Tempor S.p.A.	20.481	22.374	9%	1%
E-Work S.p.A.	21.390	22.164	4%	1%
Articolo 1 S.p.A.	13.831	21.608	56%	1%
Lavorint Risorse S.p.A.	16.876	20.376	21%	1%
Quanta S.p.A.	20.722	20.326	-2%	1%
Altri	282.158	319.703	13%	18%
Totale	1.508.115	1.737.712	15%	100%

Figura 47: Rielaborazione Propria Ebitemp

Da qui, partecipa il prospettato recupero del mercato di riferimento, l'acquisizione di Metis, perfezionata nel mese di marzo 2011. Metis vantava 120 filiali distribuite sul territorio nazionale, mentre il fatturato del 2010 ammontava a complessivi 234 milioni di euro con un risultato operativo lordo di euro 7 milioni ed una PFN pari ad euro 25 milioni. Tale acquisizione ha segnato un notevole balzo in avanti per la Società. L'acquisizione di Metis ha infatti permesso la costituzione di un nuovo ed importante leader di mercato – il 4° gruppo in Italia nel mercato della somministrazione del lavoro – posizionandosi ai livelli dei *competitors* internazionali operanti nel territorio nazionale quali Adecco Italia, Manpower e GI Group. Con tale l'acquisizione erano inoltre state stimate potenziali sinergie operative che avrebbero contribuito all'espansione dei margini nonché ad un ulteriore consolidamento dei livelli di fatturato e alla razionalizzazione delle strutture centrali.

Successivamente, il processo di crescita per linee esterne non si è arrestato. Nel 2013 la OJM – sulla scia del *trend* positivo di crescita del mercato dell'*outplacement*, ascrivibile all'aumento del numero di ristrutturazioni aziendali nonché ai provvedimenti normativi sul

lavoro che lo resero una prassi standard nei processi di ristrutturazione – ha perfezionato la l’acquisizione di Corium che vantava, alla data di acquisto, un fatturato pari ad euro 700 mila ed un margine operativo lordo di 50 mila euro. Grazie all’operazione in parola, la OJM ha potuto allinearsi ad i principali *competitors* internazionali presenti in Italia, i quali, già da tempo, offrivano tale servizio.

Nonostante gli investimenti realizzati⁶⁸ da Wise siano stati opportunamente classificati, nel precedente paragrafo, in virtù delle relative caratteristiche, ai fini dell’analisi che verrà operata sarà considerato quale *holding period* l’arco temporale che va dall’ingresso di Wise (2003) all’anno di uscita (2017). In tal senso, per offrire un quadro quanto più completo ed esaustivo, sono stati presi in esame i bilanci della OJM a far data della sua fondazione 2001 – dunque nei due anni precedenti l’ingresso del fondo – fino al 2019 – due anni successivi all’*exit* di Wise.

Nel prosieguo, si procederà pertanto a fornire evidenza di quanto sin qui descritto nonché ad operare dei raffronti con quanto evidenziato dall’analisi di PWC che, a livello aggregato, ha evidenziato l’impatto delle operazioni di *private equity* sulle *PE Backed Company* – sulla base del raffronto operato fra i risultati conseguiti da un campione sufficientemente rappresentativo di *PE backed company* ed un *benchmark* societario estrapolato dall’indagine condotta da MedioBanca “*Dati Cumulativi di 2.075 società italiane*”⁶⁹.

A livello economico, è possibile fornire chiara evidenza dell’impatto delle operazioni effettuate. La *build-up strategy* intrapresa, date le caratteristiche delineate del mercato di riferimento, è stata indubbiamente volta a garantire lo sviluppo commerciale della Società: come rappresentato nel grafico sottostante la crescita del valore della produzione della OJM è stato pressoché costante nel corso dell’*holding period*, facendo registrare repentine espansioni nelle fasi di sviluppo della Società: con il risultato conseguito nel 2006, il cui fatturato complessivo è risultato pari a 158 milioni di euro, la Società risultava essere il 5° operatore italiano, 9° se considerate le multinazionali estere operanti sul territorio nazionale nel comparto della somministrazione del lavoro.

⁶⁸ Primo investimento di *expansion* 2003-2005, secondo investimento operazione di *LBO* 2007

⁶⁹ Cfr. Capitolo 2 “*L’evoluzione del mercato e l’impatto delle operazioni di private equity. Una panoramica sul mercato europeo e italiano*” nello specifico paragrafo 2.3 “*L’impatto delle operazioni di Private Equity*”.



Figura 48: Rielaborazione propria su fonte dati bilanci 2001-2019 OJM

I ricavi conseguiti nel 2003, anno di ingresso nella compagine azionaria di Wise, ammontavano, infatti, a complessivi 45,2 milioni di euro mentre nell'anno dell'*exit* (2017) il fatturato complessivo è risultato pari ad 596,8 milioni di euro, facendo registrare una crescita media annua (CAGR) nell'ordine del 20,2 %.

Analoghe risultanze emergono dall'analisi del margine operativo lordo. L'ebitda della OJM è passato infatti da un valore negativo per euro 1,4 milioni nel 2005 ad un valore complessivo di 22 milioni di euro, evidenziando una crescita media annua (CAGR) del 22,5%⁷⁰ e facendo rilevare una ancor più decisa espansione nei primi anni di sviluppo della Società (tra il 2003 ed il 2006, l'Ebitda è passato da un valore negativo di 1,4 milioni di euro ad un valore positivo di 5,3 milioni di euro).

⁷⁰ Il CAGR in questo caso è stato volontariamente calcolato per il periodo 2005-2017, a partire pertanto dal primo anno di Ebitda positivo.

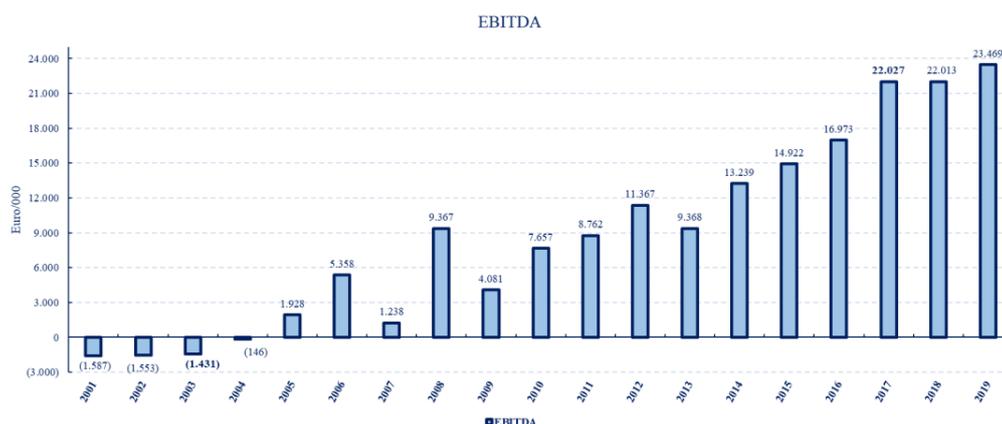


Figura 49: Rielaborazione propria su fonte dati bilanci 2001-2019 OJM

Quanto al raffronto con i dati consuntivati dall'indagine di PWC circa i risultati conseguiti in termini di crescita dei ricavi e del margine operativo lordo – come riepilogato nel quadro sinottico sottostante – l'andamento della OJM risulta essere ampiamente al di sopra del campione di *PE backed company* selezionato nonché del *benchmark* estrapolato dalla banca dati di MedioBanca.

Valuta: % CAGR (2007-2017)	Benchmark MedioBanca	PE Backed company PWC sample	OJM
Revenues	1,7%	3,8%	19,2%
Ebitda	-0,6%	6,4%	33,4%

Figura 50: PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017 e bilanci OJM 2007-2017.

In riferimento all'incremento percentuale dei margini operativi di gestione, può essere rappresentato quanto segue.

Con particolare riferimento all'*Ebitda margin*⁷¹ è possibile osservare come, nell'arco temporale 2003-2017, questo sia stato notevolmente incrementato (2,6% nel 2003, 3,7% nel 2017).

⁷¹ Calcolato come $\frac{Ebitda}{Valore\ della\ produzione}$

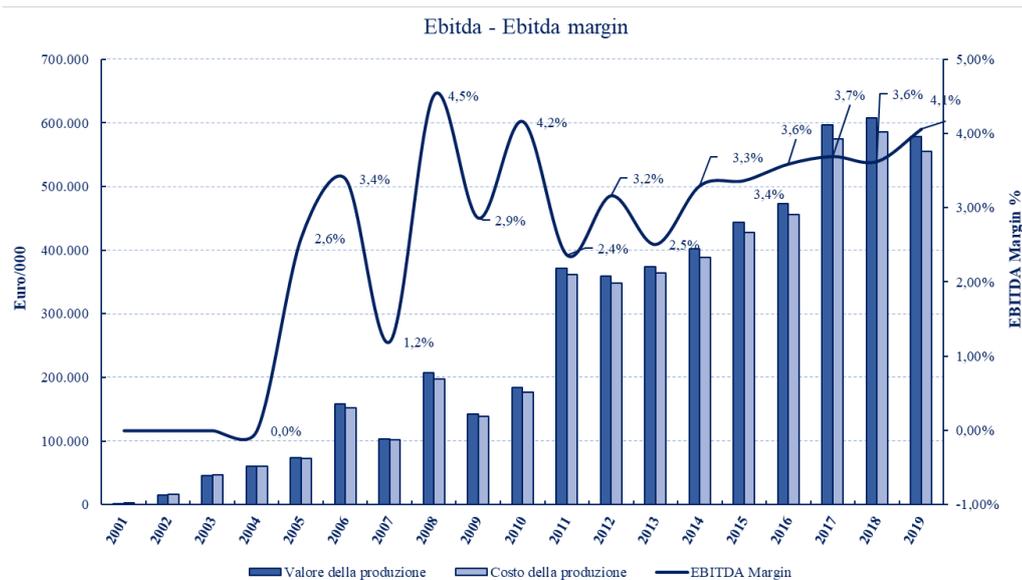


Figura 51 Rielaborazione propria su fonte dati bilanci 2001-2019 OJM

In merito all'aggregato in esame è opportuno operare delle osservazioni:

- In primo luogo, è necessario osservare che l'improvvisa riduzione del margine dell'esercizio 2007 (1,2%) rispetto al risultato dell'esercizio precedente (3,4% nel 2006) è riconducibile agli oneri non ricorrenti di natura professionale ascrivibili alle operazioni di fusione⁷² deliberate nonché ad i costi di transazione sostenuti per il realizzo dell'operazione di LBO;
- La riduzione dell'esercizio 2009 è imputabile al generale ridimensionamento del mercato di riferimento in tale anno;
- Allo stesso modo, analoghe considerazioni possono essere effettuate circa gli esercizi 2011 e 2013, durante i quali sono avvenute le acquisizioni di Metis e Corium: l'Ebitda di tali anni non solo non incorpora ancora i benefici derivanti dall'opera di razionalizzazione della struttura organizzativa, che si sono manifestati a far data dei rispettivi esercizi seguenti, ma risultano influenzati da oneri di natura non ordinaria attribuibili alla riorganizzazione e alle acquisizioni⁷³.

⁷² La Società ha deliberato nel corso dell'esercizio 2007 la fusione per incorporazione delle controllate al 100% dirette ed indirette In Time, Quandocorre e Pianeta Lavoro. Cfr. Relazione sulla Gestione ex art. 2428 c.c. al Bilancio 2007 OJM.

⁷³ Cfr. Relazione sulla Gestione ex art. 2428 c.c. al Bilancio 2011 e 2013 OJM.

Alla luce delle precedenti osservazioni appare pertanto pacifico concludere che, depurando l'Ebitda dai costi di natura non ordinaria relativi alla realizzazione delle acquisizioni, il margine percentuale si attestava a valori nell'intorno del 3,5-4% – quando l'Ebitda risultava a regime e le sinergie prospettate realizzate – notevolmente superiori se confrontati con i valori riscontrati nei primi anni di vita dell'impresa.

Quanto alla strategia adottata dalla OJM al manifestarsi degli effetti della crisi finanziaria nel 2009, dall'analisi condotta sui bilanci della Società è possibile riscontrare, coerentemente con quanto precedentemente illustrato, il mantenimento del margine di contribuzione⁷⁴ (pari a c.a. 11%) – anche a costo di ridurre gli utili – perseguendo un contenimento dei costi di struttura.

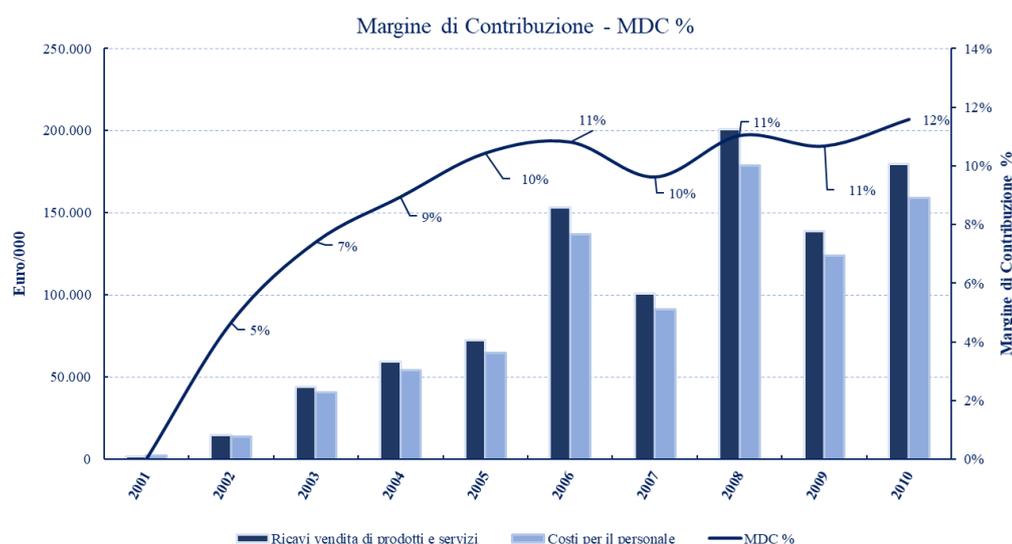


Figura 52: Rielaborazione propria su fonte dati Bilanci OJM 2001-2010

Proseguendo, illustrando le risultanze emerse dall'analisi del caso di specie, con riferimento all'*employability rate* la OJM ha evidenziato una crescita media annua (CAGR) del numero dei dipendenti di struttura nel corso dell'*holding period* pari al 14%. Nel quadro sinottico sottostante, i raffronti con l'analisi condotta da PWC:

⁷⁴ Il margine di contribuzione è stato calcolato come la differenza fra i ricavi derivanti dalla vendita di prodotti e servizi ed i costi per il personale. Il MDC % è stato posto pari al $\frac{\text{Margine di Contribuzione}}{\text{Ricavi della vendita di prodotti e servizi}}$

Valuta: % CAGR (2007-2017)	Benchmark MedioBanca	PE Backed company PWC sample	OJM
Employability	-0,1%	4,7%	13,6%

Figura 53: PricewaterhouseCoopers "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy" Survey, 2017 e bilanci OJM 2007-2017.

Passando all'analisi delle poste di natura patrimoniale, con specifico riguardo al capitale circolante, è possibile evidenziare quanto segue:

- Il *current ratio*⁷⁵, a far data dall'ingresso di Wise, si attesta a valori superiori all'unità ad indicare la stabilità della Società, con le attività prontamente liquidabili che si dimostrano consone a fronteggiare gli impegni a breve termine dell'azienda;
- Quanto all'indice $\frac{CCO}{Sales}$ risulta stabile nel periodo 2003-2017 nell'intervallo del 20-25%, a seguito di una decisa riduzione consuntivata precedentemente l'ingresso di Wise. La percentuale di capitale circolante sulle vendite si mostra ragionevole, evidenziando una struttura del capitale di funzionamento valida che pertanto non è stata penalizzata dalla crescita dimensionale.

Sono stati inoltre effettuati riscontri in merito all'andamento della PFN. Oltre alla determinazione della PFN stessa, si è provveduto a valutarne la sostenibilità nonché ad accertarne, come evidenziato a livello aggregato dall'analisi condotta da PWC, un significativo miglioramento, sintomo di una buona *cash generation*.

⁷⁵ È stato calcolato quale rapporto fra le attività a breve termine e le passività a breve termine.

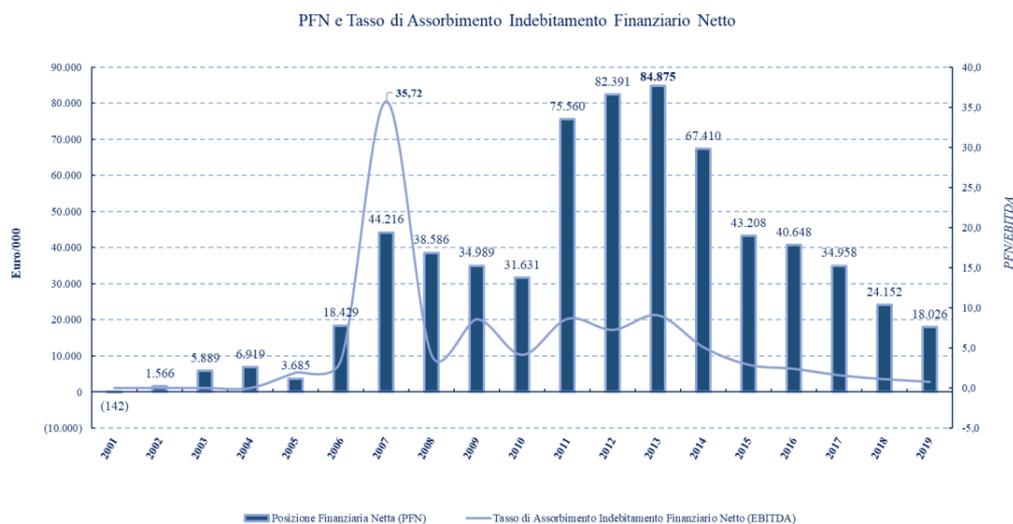


Figura 54: Rielaborazione propria su fonte dati Bilanci OJM 2001-2019

Come rappresentato nel grafico sopra riportato, al fine di valutare la sostenibilità della PFN è stato utilizzato l'indice di assorbimento dell'indebitamento finanziario netto calcolato sull'Ebitda⁷⁶. Nello specifico è opportuno precisare che l'andamento "stock" della PFN subisce un elevato incremento (+140%) fra il 2006 ed il 2007, passando da un valore di euro 18,4 milioni ad uno di 44,2 milioni di euro. Tale variazione è ascrivibile all'operazione di LBO effettuata nel 2007, la quale ha indubbiamente contribuito ad incrementare l'esposizione finanziaria netta della Società. Parimenti, nel medesimo esercizio è possibile, di concerto, constatare che il tasso di indebitamento finanziario netto calcolato sull'Ebitda si attesta ad un valore particolarmente elevato, pari al 35,72, complice il fatto che l'Ebitda non fosse a regime, come descritto in precedenza.

⁷⁶ $\frac{PFN}{EBITDA}$ esprime la capacità della gestione operativa di un'azienda di produrre le risorse finanziarie necessarie a far fronte all'ammontare dei debiti finanziari netti esistenti, collegando la redditività alla liquidità. L'ebitda è un risultato economico che ha anche una valenza finanziaria, in quanto è al lordo dei costi operativi non monetari (tipicamente ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni). Il confronto con la posizione finanziaria netta indica i tempi medi di rimborso dell'indebitamento finanziario netto attraverso i flussi finanziari prodotti dalla gestione caratteristica. Cfr. C. Teodori, "Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione", terza edizione, Giappichelli, Torino.

L'incremento della PFN, fino al 2013, è inoltre imputabile al finanziamento di alcune delle acquisizioni a debito⁷⁷. L'andamento dell'indice di finanziario netto calcolato sull'Ebitda passa da un valore di 35,72 nell'anno dell'LBO ad uno di 1,59 nell'anno *dell'exit* di Wise.

Si è proceduto inoltre al calcolo del c.d. *coverage ratio* – anche noto quale indice di copertura degli oneri finanziari – calcolato come il rapporto fra l'Ebit e gli oneri finanziari risultanti dal conto economico riclassificato. Nel grafico sottostante è rappresentato l'andamento della posta patrimoniale dei debiti finanziari nonché l'evoluzione dell'indice di cui sopra.

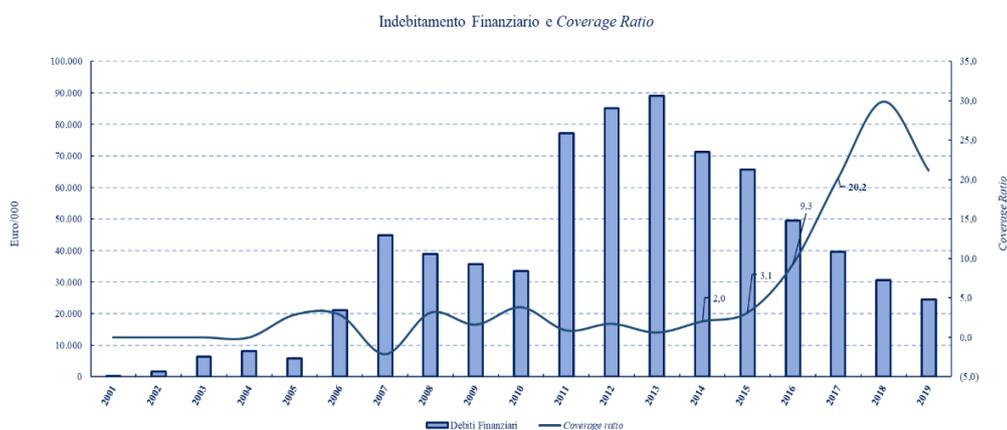


Figura 55: Rielaborazione propria Bilanci OJM 2001-2019

Come possibile apprezzare nel grafico, a far data del 2013 è rilevabile un significativo aumento di tale indice (nel 2013 pari a 2 ad un valore di 20 nel 2017), imputabile al miglioramento del risultato operativo.

Per l'appunto, la riduzione della PFN appare quindi principalmente imputabile agli ottimi risultati della gestione operativa a partire dal 2013, come anche emerge dall'analisi del *cash flow statement*.

⁷⁷ In Time, Job e parte dell'acquisizione di Metis.

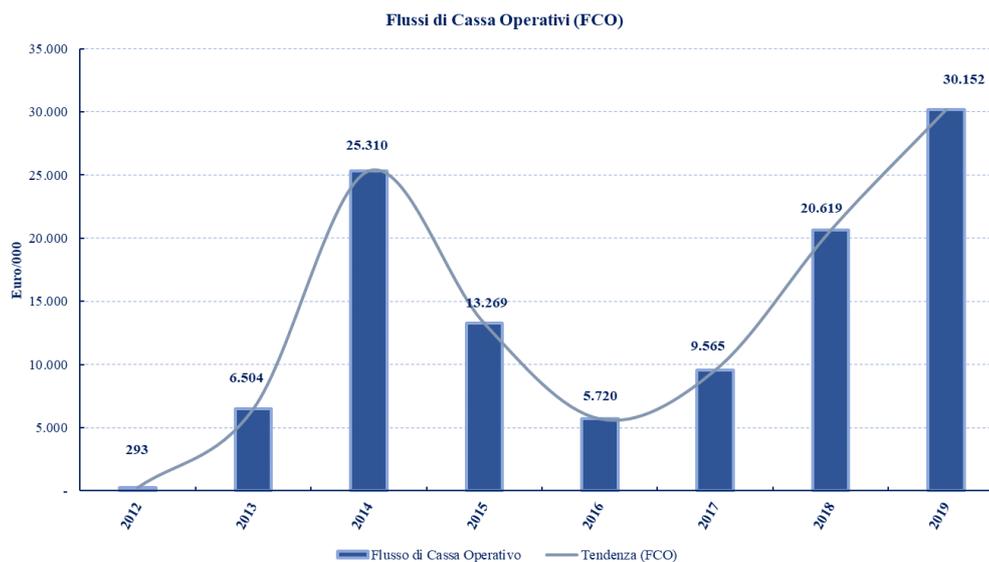


Figura 56: Rielaborazione propria Bilanci OJM 2001-2019

Da ultimo, effettuando un ulteriore rimando all'analisi condotta da PWC con specifico riguardo al confronto del livello di *leverage* all'entry ed *all'exit* dell'operatore del capitale di rischio, anche nel caso di specie è stato riscontrato, un miglioramento della PFN imputabile al miglioramento dei risultati operativi conseguiti

3.4 LA CREAZIONE DI VALORE

Alla luce di quanto esposto precedentemente, da ultimo, si è proceduto a fornire una quantificazione della creazione di valore nonché del ritorno dell'investimento realizzato dall'operatore del capitale di rischio.

Coerentemente con la classificazione operata delle tipologie di investimento realizzate da Wise⁷⁸, ai fini della presente analisi, il periodo che va dall'anno 2003 – data di ingresso nel capitale della OJM – al 2017 – anno di exit – è stato segmentato in due sottoperiodi, come di seguito rappresentato:

- I. Il periodo 2003-2007, relativo al primo investimento di *expansion*;
- II. Il periodo 2007-2017, relativo al secondo investimento realizzato mediante l'operazione di *LBO*;

Per l'appunto, il realizzo del primo investimento nel 2007 ed il successivo reinvestimento di quanto realizzato (da Wise e del *management team*) effettuato nel 2007 per acquisire il 100% della OJM, ha permesso di evidenziare già una prima crescita di valore imputabile alle operazioni realizzate nel periodo 2003-2007.

Nel prosieguo si procederà pertanto, per ciascun periodo a definire: *i)* l'importo e le modalità di investimento; *ii)* la modalità di *exit*; *iii)* le grandezze selezionate ai fini dei calcoli effettuati, fornendo evidenza della *ratio* sottostante la scelta; *iv)* quantificare il ritorno dell'investimento realizzato da Wise nonché fornire evidenza della creazione di valore per la Società.

L'obiettivo dell'analisi condotta è stato inoltre quello di accertare che la crescita di valore – dovuta all'ingresso del fondo di *private equity* nella compagine azionaria – non fosse

⁷⁸ Cfr. Capitolo 3 “Il caso il caso Wise SGR S.p.A. – Openjobmetis agenzia per il lavoro S.p.A.” paragrafo 3.2 “*L'investment thesis* e le opportunità di crescita”.

imputabile ad un'espansione dei multipli di mercato bensì derivata totalmente dalla pura crescita dell'Ebitda generata dallo sviluppo commerciale, dall'efficienza operativa e dalle operazioni di M&A realizzate nel corso dell'*holding period*.

Le risultanze a cui si è pervenuti, trovano fondamento *i)* nell'analisi dei documenti contabili della OJM per il periodo 2001-2019, tra cui le relative relazioni sulla gestione e note integrative a corredo degli schemi di stato patrimoniale e conto economico; *ii)* le informazioni contenute nel "*Prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all'ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Openjobmetis S.p.A.*"⁷⁹ (nel seguito anche solo, il "Prospetto di OPVS") *iii)* i comunicati stampa di Wise e della OJM; *iv)* le informazioni ed i dati desunti dal database di Bloomberg, opportunamente elaborati ai fini della stima svolta.

Con riferimento al primo investimento (2003-2007) può essere rappresentato quanto segue.

Nel luglio del 2003, a seguito di un lungo processo di negoziazione, Wise effettuava il primo investimento nel capitale della Società. L'investimento iniziale del 2003 è stato strutturato come segue:

- 2,5 milioni di euro in aumento di capitale per il 25% dell'allora Openjob;
- l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile interamente sottoscritto da Wise e versato nel dicembre 2004;

Successivamente, nel 2005, Wise ha incrementato la propria partecipazione al capitale della Società (50%), procedendo ad una rinegoziazione complessiva che ha comportato:

⁷⁹ Il Documento di Registrazione è stato depositato presso la Consob in data 18 novembre 2015, a seguito di comunicazione del provvedimento di approvazione con nota del 18 novembre 2015, protocollo n. 0089023/15. La Nota Informativa è stata depositata presso la Consob in data 18 novembre 2015, a seguito di comunicazione del provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione con nota del 18 novembre 2015, protocollo n. 0089070/15. La Nota di Sintesi è stata depositata presso la Consob in data 18 novembre 2015, a seguito di comunicazione del provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione con nota del 18 novembre 2015, protocollo n. 0089070/15. Borsa Italiana S.p.A. ha disposto l'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie dell'Emittente presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla medesima Borsa Italiana S.p.A. con provvedimento n. 8133 del 17 novembre 2015. Il Prospetto Informativo è disponibile presso la sede dell'Emittente e dei Collocatori, nonché sul proprio sito internet www.openjobmetis.it.

- Un ulteriore aumento di capitale per euro 2,5 milioni di euro;
- La conversione del prestito obbligazionario di cui sopra (3 milioni di euro).

La compagine sociale, così come anticipato in precedenza era così costituita alla data del 2005:

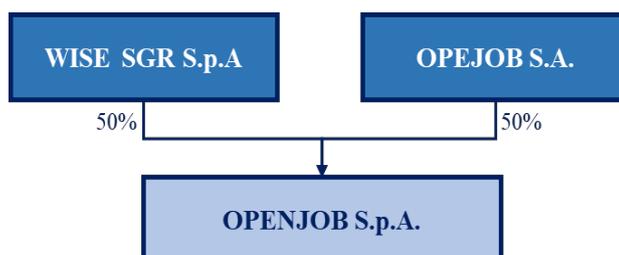


Figura 57: Rielaborazione propria

Tali investimenti, se pur operati in esercizi differenti, al fine dell'analisi condotta, per semplicità sono stati assunti quale un unico investimento iniziale, che, dunque ha permesso di quantificare il 100% dell'*equity value* (a valori di mercato) della Openjob al momento dell'*entry* come rappresentato nella tabella sottostante:

Valuta: euro/000	Equity Value
Equity investita 2003	2.500
Equity investita 2005	2.500
Conversione prestito obbligazionario	3.000
Totale I° Investimento (50%)	8.000
Totale Equity Value	16.000

Figura 58: Rielaborazione propria

Per pervenire alla configurazione del EV della Società è stata utilizzata la PFN calcolata al 2005. L'EV della Società al momento dell'Ingresso di Wise è stata pertanto così quantificata:

Valuta: euro/000	EV Entry
Equity Value	16.000
PFN	3.685
EV	19.685
EBITDA	1.928
Multiple EV/EBITDA	10,2x

Figura 59: Rielaborazione Propria

L'EV al momento di ingresso risulta pari a complessivi euro 19,6 milioni di euro, con il mercato che ha riconosciuto un multiplo pari al 10,2x al momento dell'ingresso di Wise.

Venendo alla determinazione dell'EV al momento della prima uscita (2007) è opportuno operare delle preliminari osservazioni in merito alle grandezze che ne determinano la configurazione nonché giustificare la sottostante *ratio*. L'operazione di LBO, avvenuta nel corso dell'esercizio 2007, ha – come descritto in commento all'andamento dell'Ebitda e della PFN nel precedente paragrafo – fortemente influenzato *i*) il risultato del margine operativo lordo per via del sostenimento dei *transaction cost* afferenti all'operazione effettuata e *ii*) l'incremento dell'esposizione debitoria della Società verso le banche, dunque si è proceduto rispettivamente a:

- Depurare la PFN del 2007 dal finanziamento *bridge* di importo pari ad euro 23,5 milioni di euro in capo alla WM (la *NewCo* appositamente costituita) poi fusa nella Società;
- Utilizzare ai fini della determinazione del multiplo riconosciuto dal mercato, l'Ebitda alla data del 31.12.2006;
- *Equity value* è stato assunto pari a 46 milioni di euro⁸⁰.

Alla luce di quanto esposto, la configurazione dell'EV della Società al momento della prima *exit* era la seguente:

⁸⁰ Le Info di cui all'elenco puntato sono state desunte dalla nota integrativa al bilancio 2007.

Valuta: euro/000	EV Exit
Equity Value	46.000
PFN	20.716
EV	66.716
EBITDA	5.358
Multiple EV/EBITDA	12,5x

Figura 60: Rielaborazione propria

Alla luce dei calcoli effettuato è possibile quantificare la creazione di valore sia in termini di EV che *equity value* per Wise e per i soci uscenti:

- L'EV passa da complessivi euro 19,6 milioni a 66,7 milioni di euro e risulta pertanto triplicato (3,38x);
- Il ritorno complessivo per gli azionisti in uscita è di circa tre volte (2,9x) l'investimento effettuato in soli tre anni e mezzo;

Valuta: euro/000	EV Entry	EV Exit	Incremento EV e Multiplo
Equity Value	16.000	46.000	-
PFN	3.685	20.716	-
EV	19.685	66.716	3,4x
EBITDA	1.928	5.358	-
Multiple EV/EBITDA	10,2x	12,5x	2,2x

Valuta: euro/000	Equity Investita	Equity Realizzata	Ritorno
Wise SGR (50%)	8.000	23.000	2,9x
OpenJob SA (50%)	8.000	23.000	2,9x
Totale	16.000	46.000	2,9x

Figura 61: Rielaborazione Propria

Del che è stato possibile scomporre i fattori della *value creation*, evidenziando il peso percentuale di ciascuna componente nella creazione di valore:

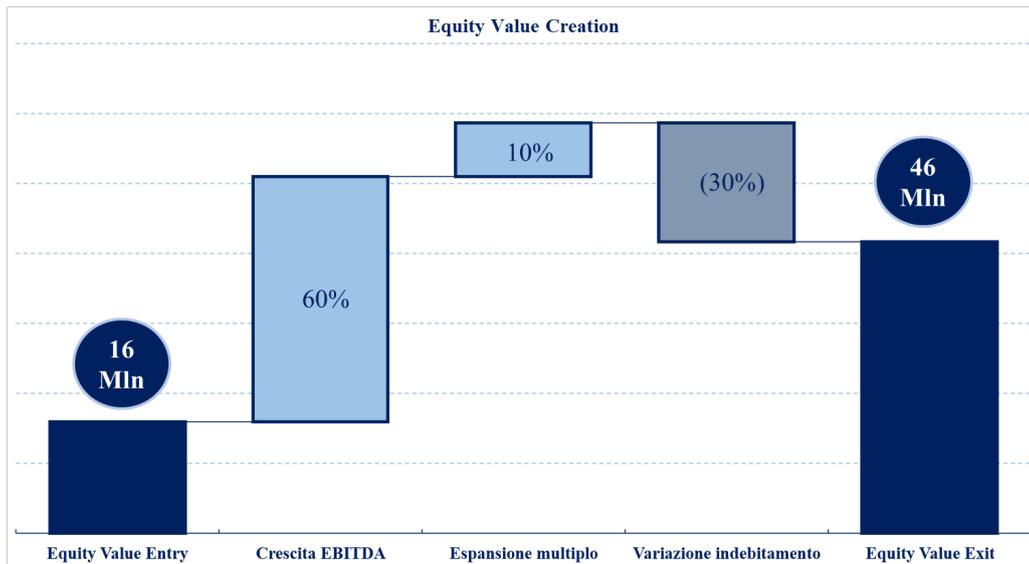


Figura 62: Rielaborazione Propria

Nello specifico, è possibile apprezzare come la creazione di valore sia, in termini percentuali, imputabile al miglioramento del margine operativo lordo (Ebitda), mentre la variazione in PFN ha contribuito a ridurre il valore creato. L'espansione dei multipli di mercato fra l'entrata e l'uscita ha avuto un peso marginale nella creazione di valore.

In riferimento al secondo investimento può essere rappresentato quanto nel prosieguo.

Nel 2007, Wise e parte de *management team* hanno reinvestito l'intero realizzo della precedente operazione, acquisendo il 100% del capitale della Società. L'operazione è stata strutturata come un LBO.

Pertanto, operando analogamente a quanto fatto per il primo investimento, si è proceduto alla quantificazione dell'EV al momento dell'entry (2007). Per continuità di valutazione l'EV della OJM al momento dell'ingresso nel secondo investimento è stato posto pari al EV in uscita del primo investimento. La configurazione dell'EV della OJM risulta pertanto essere la seguente:

Valuta: euro/000	EV Entry
Equity Value	46.000
PFN	20.716
EV	66.716
EBITDA	5.358
Multiple EV/EBITDA	12,5x

Figura 63: Rielaborazione Propria

Per la determinazione dell'EV al 2017, anno dell'exit, *equity value* è stato posto pari al prodotto fra il numero di azioni allora in circolazione (13.712.000 azioni) e il prezzo per azione a dicembre del medesimo anno. Per quanto concerne la PFN e l'Ebitda sono stati selezionati quelli calcolati sulla base dei prospetti contabili alla data del 31.12.2017, in quanto come descritto nel paragrafo precedente, in tale data la Società vantava un Ebitda ormai a regime nonché una PFN ridotta grazie ai risultati conseguiti dalla gestione operativa⁸¹. L'EV al 2017 è pertanto configurato come di seguito.

Valuta: euro/000	EV Exit
Equity Value	164.544
PFN	34.958
EV	199.502
EBITDA	22.027
Multiple EV/EBITDA	9,1x

Figura 64: Rielaborazione Propria

Alla luce di quanto determinato è possibile definire, in primo luogo l'incremento di valore della Società il cui EV passa da 66,7 milioni di euro a 199,5 milioni di euro, evidenziando un risultato triplicato rispetto all'ingresso. Inoltre, come possibile apprezzare dal quadro sinottico sottostante, fra *l'entry multiple* e *l'exit multiple* riconosciuti alla OJM non vi è stato alcun incremento.

⁸¹ Cfr. Capitolo 3 "Il caso il caso Wise SGR S.p.A. – Openjobmetis agenzia per il lavoro S.p.A." paragrafo 3.2 "I key-factor del Value creation plan".

Valuta: euro/000	EV Entry	EV Exit	Incremento EV e Multiplo
Equity Value	46.000	164.544	-
PFN	20.716	34.958	-
EV	66.716	199.502	3,0x
EBITDA	5.358	22.027	-
Multiple EV/EBITDA	12,5x	9,1x	-

Figura 65: Rielaborazione Propria

Quanto all'analisi del ritorno conseguito da Wise risulta necessario entrare nello specifico della quantificazione dell'equity investita dal fondo nonché fornire una dettagliata descrizione dell'*exit route* tramite quotazione.

L'equity investita da Wise fra il 2007 ed il 2017 può essere così sintetizzata:

- Euro 23 milioni di euro, quanto realizzato dal primo investimento ed interamente reinvestito nella Società;
- Euro 7,3 milioni di euro c.a., quale ulteriore aumento di capitale sottoscritto e liberato mediante conferimenti in denaro al momento dell'acquisizione di Metis;

Il totale dell'equity investita da Wise ammonta pertanto a 30,8 milioni di euro.

Quanto all'uscita di Wise quest'ultima è avvenuta gradualmente nel corso del tempo. Una prima parte della partecipazione è stata disinvestita in sede di OPVS, alla data del 03.12.2015, incluso l'esercizio integrale dell'opzione di *Greenshoe*⁸². A riguardo il prospetto di OPVS ha previsto *“la concessione, da parte di Wise al Coordinatore dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, anche in nome e per conto dei membri del Consorzio per il*

⁸² La *greenshoe*, detta anche *over-allotment option*, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori. L'opzione, che ha normalmente una durata di 30 giorni, è normalmente concessa da parte degli azionisti della società, che si rendono disponibili ad incrementare il numero di azioni poste in vendita, riducendo così la propria quota di partecipazione. Più raramente, i titoli oggetto della *greenshoe* derivano da un apposito aumento di capitale che può essere realizzato in caso l'opzione venga esercitata. Solitamente la quantità di azioni riservata alla *green shoe* non supera il 15% dell'offerta globale. Questa soglia non è stabilita a livello normativo, ma si tratta di una pratica diffusa. Cfr. *Borsa Italiana*.

*Collocamento Istituzionale, di un'opzione di chiedere in prestito massime n. 750.018 Azioni, corrispondenti ad una quota pari al 15% del numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, ai fini di un over allotment nell'ambito del Collocamento Istituzionale. [...] È inoltre prevista la concessione, da parte di Wise al Coordinatore dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, anche in nome e per conto dei membri del Consorzio per il Collocamento Istituzionale, di un'opzione per l'acquisto, al Prezzo d'Offerta, di massime n. 750.018 Azioni, corrispondenti ad una quota pari al 15% del numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione da allocare presso i destinatari del Collocamento Istituzionale, in caso di over allotment.”.*⁸³

Grazie a tale operazione la quota di partecipazione di Wise al capitale della OJM è passata dal 67,3% al 35,5%.

IPO Azionisti 03.12.2015	N° Azioni alla data della nota informativa	%	N. Azioni Offerte in vendita	N° Azioni Aumento di capitale	N° Azioni Post Offerta	N° Azioni Greenshoe	N° Azioni Post Offerta e Greenshoes	%
Wise SGR Spa	7.278.813	67,3%	1.664.220	-	5.614.593	750.018	4.864.575	35,5%
Omniafin Spa	2.707.320	25,0%	270.732	-	2.436.588	-	2.436.588	17,8%
MTI Investimenti	825.867	7,6%	165.173	-	660.694	-	660.694	4,8%
Quaestio Capital	-	-	-	-	1.234.080	-	1.234.080	9,0%
Mercato	-	-	-	2.900.000	3.766.045	-	4.516.063	32,9%
Totale	10.812.000	100%	2.100.125	2.900.000	13.712.000	750.018	13.712.000	100%

Figura 66 “Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all’ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Openjobmetis S.p.A

Successivamente, in data 24 marzo 2017, Wise cede il 30,48% del capitale della Società (pari a 4.180.000 Azioni ordinarie di OJM) attraverso una procedura di *Accelerated Book Building*⁸⁴ rivolta esclusivamente ad investitori qualificati in Italia e ad investitori

⁸³ Cfr. “Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all’ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Openjobmetis S.p.A”

⁸⁴ L’ *Accelerated Book building* è una procedura con cui vengono cedute ad investitori istituzionali quote societarie particolarmente rilevanti. In Italia questa operazione è utilizzata spesso dagli azionisti di maggioranza per cedere pacchetti azionari mentre all'estero viene utilizzata anche dalla stessa società per reperire velocemente capitali (per acquisizioni o per rifinanziamento del debito). Uno dei vantaggi dell’*Accelerated Book building* è proprio la velocità. Le azioni sono cedute in uno massimo due giorni e senza bisogno di nessuna operazione pubblicitaria (come accade invece per le Ipo). Un'altro vantaggio è il collocamento ad investitori istituzionali e non direttamente sul mercato (che potrebbe non essere in grado in un breve lasso di tempo di assorbire una quantità troppo elevata di azioni). Per contro l’*Accelerated Book building* prevede uno sconto per gli investitori istituzionali che acquistano la quota che può variare tra l'1 ed il

istituzionali esteri. A seguito di tale cessione Wise è venuta detenere il 4,97% del capitale della OJM, partecipazione sulla quale ha assunto un impegno di *lock-up* di 180 giorni, così come da prospetto OPVS.

Nel grafico sottostante è rappresentato l'andamento del prezzo di mercato del titolo della OJM a far data dalla quotazione sul segmento Star di Borsa Italiana, estratto dal database di Bloomberg:

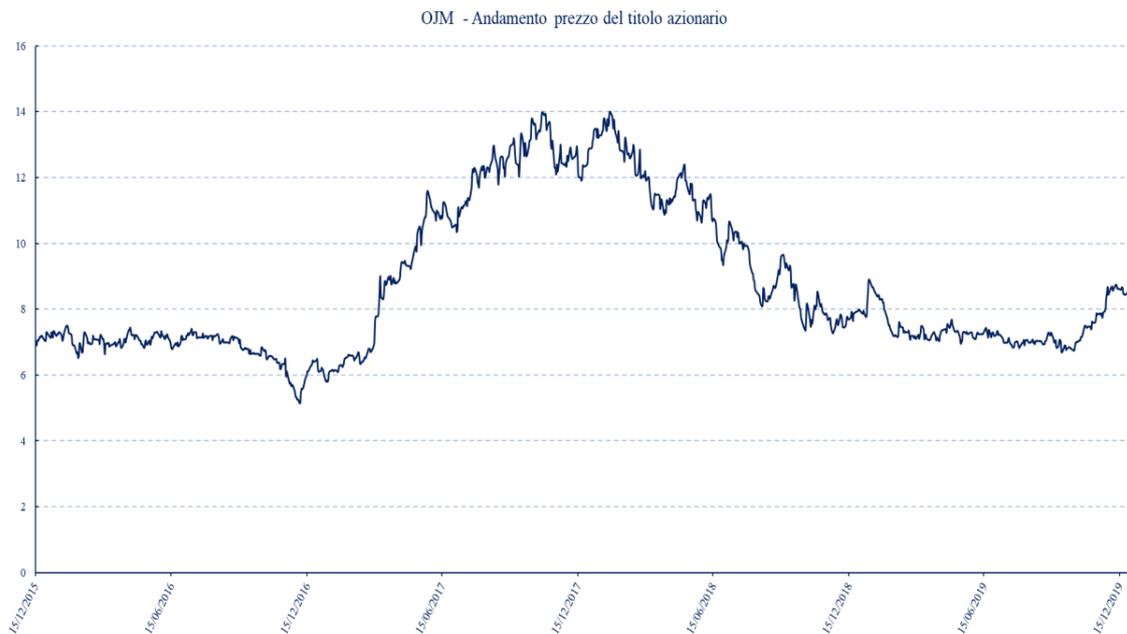


Figura 67: Rielaborazione Propria su Bloomberg DataBase

Pertanto alla luce di quanto esposto è stato possibile quantificare quanto da Wise realizzato in sede di disinvestimento:

5%. Lo sconto è il margine di guadagno degli investitori che con il tempo cederanno una parte del pacchetto ad altri investitori mentre una parte finirà sul mercato

Prezzi	Prezzo OPVS	Prezzo Greenshoes	Prezzo ABB	Prezzo Lock-up
Prospetto OPVS	6,60	-	-	-
Comunicato stampa OJM dicembre 2015	-	6,60	-	-
Comunicato Stampa Wise 24 marzo 2017	-	-	8,25	-
Bloomberg	-	-	-	12,65
Numero Azioni	OPVS	Greenshoes	ABB	Lock-up
Totale Valuta: Euro/000				
Azioni OPVS	1.664.220	-	-	-
Azioni Greenshoes	-	750.018	-	-
Azioni vendute ABB	-	-	4.180.000	-
Azioni vendute lockup	-	-	-	684.575
Totale disinvestito	10.984	4.950	34.485	8.660

Figura 68: Rielaborazione propria

Il ritorno conseguito da Wise con il secondo investimento ammonta a complessivi euro 59 milioni di euro, pari a circa 2x l'*equity* investita.

Valuta: euro/000	Equity Investita	Disinvestimento OPVS	Disinvestimento Greenshoes	Disinvestimento ABB	Disinvestimento Lock-up	Equity Realizzata	Ritorno
Wise SGR S.p.A	30.833	10.984	4.950	34.485	8.660	59.079	1,9x

Figura 69: Rielaborazione propria

In conclusione, al fine effettuare un ulteriore controllo in merito alla coerenza dei calcoli effettuati nonché fornire maggiore evidenza del fatto che la creazione di valore non possa che non essere imputata interamente alla crescita dell'Ebitda generata dallo sviluppo commerciale, dall'efficienza operativa e dalle operazioni di M&A realizzate nel corso dell'*holding period*, si è proceduto ad effettuare una valutazione secondo il metodo diretto dei multipli di mercato ed analizzare l'andamento dei multipli selezionati nell'arco temporale 2006-2017.

Le valutazioni comparative di mercato, sono quelle metodologie che trovano fondamento sull'impiego dei prezzi di società confrontabili i cui titoli sono oggetto di negoziazione sui mercati regolamentati ovvero espressi nell'ambito di transazioni tra parti indipendenti relative a quote di capitale comunque di società confrontabili (c.d. transazioni comparabili). Come anticipato nell'elaborato, questa metodologia ha trovato, nel corso degli anni, una

diffusione sempre più accentuata da un lato, per effetto tanto della crescita dei prezzi azionari registrata nel corso degli ultimi 10-15 anni in tutte le principali borse mondiali, dall'altro per la sempre maggiore frequenza di utilizzo all'interno di operazioni di compravendita di aziende, di operazioni di M&A o di *Private Equity*. Da metodo di controllo, con funzioni ancillari, i multipli sono divenuti strumento di fondamentale importanza con dignità di pari grado rispetto ai metodi assoluti, siano essi di matrice reddituale o finanziaria. La logica sottostante l'applicazione di questa metodologia risiede nella constatazione che nessun operatore razionale riconoscerebbe a un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, una volta considerate le opportune differenze. Al contempo, è corretto osservare come l'applicazione del metodo basato sui multipli di borsa consente non solo di ridurre tutte le incertezze valutative sottostanti il metodo fondamentale (*DCF*), che nella maggioranza dei casi è basato sull'attualizzazione dei risultati finanziari o economici attesi, ma permette di cogliere in "tempo reale" le valutazioni espresse dal mercato e quindi di sintetizzare in un unico metodo il c.d. Paradigma Fondamentale di Mercato⁸⁵.

Il processo valutativo si è pertanto basato sui seguenti passaggi:

- I. La definizione del campione di riferimento: data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) e la comparabilità tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti;
- II. La scelta dei multipli significativi: è stato selezionato quale multiplo di riferimento quello c.d. "*Asset Side*" dell'EV/EBITDA;
- III. calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione: in genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello

⁸⁵ Sempre nell'ipotesi in cui non si manifestino quelle distorsioni tipiche di certe fasi di mercato ovvero frutto delle caratteristiche del titolo o dei titoli ricompresi nel paniere di analisi – come nell'ipotesi in cui i mercati siano "sottili".

successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione;

- IV. identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione. La scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione;
- V. applicazione dei multipli: il *ratio* così ottenuto, nel caso di specie, è stato poi applicato alla quantità economica (Ebitda) della società oggetto di valutazione.

Si è pertanto provveduto a estrapolare dal data base di Bloomberg il multiplo EV/Ebitda delle società maggiormente comparabili alla OJM operanti nel settore della “*Business Training Employment Agency & Support Services*”. In funzione del grado di comparabilità, da un punto di vista finanziario ed industriale, è stato selezionato il seguente campione di *comparable*⁸⁶:

⁸⁶ **Adecco** (Svizzera), società quotata alla Borsa di Zurigo, capitalizzazione di circa Euro 11.0 miliardi. Adecco opera nell'ambito delle risorse umane offrendo servizi di collocamento, outsourcing del personale, consulenza professionale e servizi collegati. L'attività di Adecco si svolge prevalentemente in campo industriale, informatico, ingegneristico, finanziario, legale, medico e scientifico.

Randstad (Olanda), società quotata alla Borsa di Amsterdam, capitalizzazione di circa Euro 9,9 miliardi. Randstad svolge la propria attività negli ambiti del personal recruiting, delle soluzioni HR e dei servizi interni, oltre che nel segmento professionals. Il personal recruiting si focalizza su individui in possesso del diploma di scuola superiore o con un livello educativo inferiore. Le soluzioni HR consistono principalmente nell'outsourcing del processo di recruitment, nell'outplacement e nell'offerta di servizi di consulenza. I servizi interni rispondono al fabbisogno delle aziende che necessitano di elevati volumi di forza lavoro. Infine, il segmento professionals identifica e valuta i candidati le cui capacità rispecchiano le richieste delle aziende clienti.

Robert Half (USA), società quotata alla Borsa di New York (New York Stock Exchange, NYSE), capitalizzazione di circa Euro 6 miliardi. Robert Half è una società di consulenza per le risorse umane che opera su scala globale. Fondata nel 1948, è stata riportata dalla rivista Fortune tra le "aziende più ammirate al mondo" nel settore del temporary-help aiuto temporaneo per 21 anni consecutivi ed è accreditata come la prima e più grande azienda di personale contabile e finanziaria al mondo, con oltre 345 sedi in tutto il mondo. La Società opera attraverso tre segmenti principali: i) personale temporaneo e di consulenza, ii) personale di collocamento a tempo indeterminato, iii) consulenza sul rischio e servizi di audit interno. Attraverso le sue divisioni Accountemps, Robert Half Finance & Accounting, Robert Half Management Resources, la società fornisce professionisti temporanei, a tempo pieno e di progetto nei settori della contabilità e della finanza.

KForce (USA), società quotata al NASDAQ, capitalizzazione di circa Euro 738 milioni. Kforce è una società di servizi di professional staffing che crea e gestisce team di esperti in tecnologia, finanza e contabilità. Kforce funge da partner affidabile per oltre 4.000 organizzazioni – operanti nei settori tecnologico, finanziario e governativo – alle quali fornisce soluzioni flessibili e permanenti per l'assunzione di personale, garantendo altresì un supporto per la gestione della carriera individuale.

NAME	COUNTRY_FULL_NAME	ICB_SUBSECTOR_NAME	2017
ADECCO GROUP AG-REG	SWITZERLAND	Business Training Employment Agency	6,6x
RANDSTAD NV	NETHERLANDS	Business Training Employment Agency	8,6x
ROBERT HALF INTL INC	UNITED STATES	Business Training Employment Agency	9,9x
KFORCE INC	UNITED STATES	Business Training Employment Agency	10,2x
CPL RESOURCES PLC	IRELAND	Business Training Employment Agency	9,4x
Media			8,9x
Mediana			9,4x
Min			6,6x
Max			10,2x

Figura 70: Bloomberg database

Replicando pertanto la valutazione dell'EV al 2017 – anno di *exit* di Wise – utilizzando il multiplo medio del campione selezionato, si perviene ad un risultato prossimo a quanto riscontrato in precedenza, evidenziando uno scostamento nel valore finale di appena 2,8 milioni di euro (199 milioni contro 196 milioni).

Valuta:euro/000	MKT Multiple 2017
Multiple Average	8,9x
EBITDA	22.027
EV	196.627
PFN	34.958
Equity Value	161.669

Figura 71: Rielaborazione propria

Dall'analisi condotta circa l'andamento dei multipli del settore di riferimento della Società non è emersa alcuna espansione significativa, con particolare riferimento agli anni di *entry* ed *exit* della Società. Il risultato è inoltre coerente con quanto rilevato circa la stima della

CPL ID (Irlanda), società quotata alla Borsa di Dublino. Capitalizzazione di circa Euro 219 milioni. CPL Resources Public Limited Company è specializzata nella fornitura di professionisti nel settore dell'IT – permanenti ed a contratto – in tutta l'Irlanda e in Europa. La Società recluta personale tecnico e dirigenziale nei settori del software, dell'elettronica, dell'ingegneria, della sanità e della finanza. Attualmente, il gruppo ha 12 società distribuite in 21 uffici nella Repubblica d'Irlanda, de nell'Irlanda del Nord e nel resto del Europa.

crescita dell'EV durante il secondo investimento: l'entry multiple risultava pari a 12,5x contro il 9,1x dell'exit multiple.

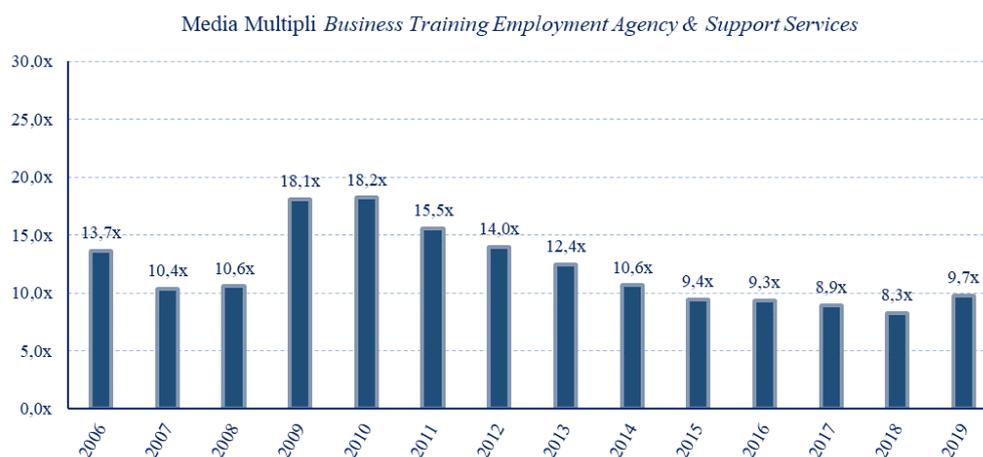


Figura 72: Rielaborazione Propria su Bloomberg Database

Se considerato quale un unico e singolo investimento, per apprezzare ancor più la crescita di valore apportata, i risultati sono i seguenti:

Valuta: euro/000	EV Entry 2003 (I Investimento)	EV Exit 2017 (II Investimento)	Incremento EV e Multiplo
Equity Value	16.000	164.544	-
PFN	3.685	34.958	-
EV	19.685	199.502	10,1x
EBITDA	1.928	22.027	-
Multiple EV/EBITDA	10,2x	9,1x	-

Figura 73: Rielaborazione propria

Quanto al ritorno di Wise:

Valuta: euro/000	EV Entry 2003 (I Investimento)	EV Exit 2017 (II Investimento)	Ritorno
Wise SGR	8.000	59.079	7,4x

Figura 74: Rielaborazione Propria

CONCLUSIONI

Quanto studiato ed analizzato, a livello tecnico e teorico, nei primi due capitoli dell'elaborato è stato fondamentale per procedere con adeguata consapevolezza all'analisi del *case study* selezionato.

Sulla base delle conclusioni emerse è stato possibile quantificare la creazione di valore nonché identificare chiaramente le componenti a cui questa è ascrivibile.

Successivamente l'ingresso di Wise nella compagine azionaria dell'allora Openjob, ha avuto inizio il progetto di espansione per linee esterne della Società che è stato attuato mettendo in atto sei acquisizioni fra il 2003 ed il 2013. Gli *add-on* conseguiti hanno permesso la realizzazione di sinergie quali l'eliminazione delle filiali in sovrapposizione e l'efficientamento della struttura nonché la crescita delle quote di mercato della Società, tanto da renderla un *target* potenzialmente quotabile.

Grazie all'impegno congiunto del *management team* e di Wise, la OJM è passata dall'essere un piccolo operatore del mercato della somministrazione del lavoro, con un fatturato pari a circa 45 milioni, fino a costituire un polo del lavoro somministrato che nel 2017 ha fatturato oltre 596 milioni di euro, rientrando fra i primi *player* nazionali a capitale italiano del settore, contando su una rete di 120 filiali distribuite capillarmente in tutta Italia operando attraverso una serie di aree specializzate quali: sanità, industriale, ICT, *hotellerie, restaurant e catering, diversity talent e family care*.

Di non minor rilevanza è stata la risposta della Società alla crisi del 2009, che grazie agli interventi effettuati, si è dimostrata adeguata ad affrontare gli eventi più sfidanti di ripresa del mercato.

Lo sviluppo commerciale, l'efficientamento della gestione operativa e le operazioni di M&A si sono dimostrati i fattori da cui è derivata la crescita dell'Ebitda che è passato da un valore

negativo di euro 1,4 milioni ai quasi 22 milioni di euro del 2017. Alla crescita ed espansione del margine operativo lordo è pressoché imputabile l'intera creazione di valore.

Con la quotazione del 2015, la OJM è divenuta la prima ed unica Agenzia per il Lavoro sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana nel segmento Star.

BIBLIOGRAFIA

- 📖 A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private equity e Venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione, 2015, Guerini Next.
- 📖 L. Cary, *The Venture Capital Report. Guide to Venture Capital in the UK & Europe*, Management Today, London, 1993
- 📖 S. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hants, 1992
- 📖 NVCA, 1999, Annual Report, Venture One, San Francisco, 1999.
- 📖 W.D. Bygrave, M. Hay, J.B. Peeters, *Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, London 1994.
- 📖 W. Bygrave, J.A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.
- 📖 A. Gervasoni, "Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice", Risk Books, London, 2014.
- 📖 A. Gervasoni, A. Bechi, *I Fondi Chiusi di Private Equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna 2007.
- 📖 A. Gervasoni, *I Fondi di Investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.
- 📖 Cfr. M. Carlotti, *Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2012.

- 📖 Prequin, *Global Private Equity Report*, Prequin 2013.
- 📖 C. Teodori, “*Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione*”, terza edizione, Giappichelli, Torino.
- 📖 “*Everything Is Private Equity Now*, 03/10/2019, *Bloomberg Business Week*.
- 📖 KPMG, *Private Capital per le imprese*, Convegno Annuale AIFI, marzo 2019.
- 📖 KPMG, *The Sunny Spell - Italian Private Equity and Venture capital market performance*, 2018
- 📖 KPMG, *Sustainable returns – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2017;
- 📖 KPMG, *The way ahead – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2016.
- 📖 KPMG, *What’s Next – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2015.
- 📖 KPMG, *Still Growing – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2014.
- 📖 KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance*, 2004.
- 📖 AIFI, *Il Private Equity nel nuovo assetto dell’economia italiana*, Convegno annuale 2012.
- 📖 Invest Europe, *Central and Eastern Europe, private equity statistics*, June 2019.
- 📖 Invest Europe, *Investing in europe: Private equity activity*, research 2019.
- 📖 AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2019.

-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2018.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2017.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2016.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2015.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2014.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2013.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2012.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2011.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2010.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2009.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2008.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2007.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2006.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2005.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2004.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2003.

- 📖 AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2002.
- 📖 F. Sottrici, *Venticinque anni di private equity in italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, *LIUC Papers n. 262*, febb. 2013.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2018.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2017.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2016.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2015.
- 📖 EY, *Why private equity can endure the next economic downturn*, March 2020.
- 📖 EY, *PE Pulse Quarterly insights and intelligence on PE trends*, April 2020.
- 📖 EY, *Private equity firms face different challenges and obstacles as they seek to arrive at a common goal of operational excellence*, 2018.
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2019;
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2017;
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2014;
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2020*.
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2019*.
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2018*.

- 📖 Bain & Company, *Add-on Strategy una via per la crescita profittevole*, Nov. 2014.
- 📖 MC Kinsey, *A new decade for private markets McKinsey Global Private Markets Review*, 2020.
- 📖 MC Kinsey, *Superiors return in Private Equity from Active Ownership*, 2005.
- 📖 LIUC, *Il ruolo del capitale di rischio per la nascita di nuove imprese e la successiva creazione di valore*, nov. 2005.
- 📖 A.Rappaport, *Creating Shareholder Value, The Free Press, New York*, 1998.
- 📖 P. Fernández, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, 2002.
- 📖 Bini, Guatri, *La valutazione delle aziende*, 2007, Egea.
- 📖 A. Damodaran (Ed. Italiana a cura di F.Ferri), *Finanza Aziendale*, 2009.
- 📖 A. Damodaran, *Private Equity: Beyond the “storytelling”*.
- 📖 Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, 10° ed., McGrawHill.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2019.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2018.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2017.

-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2016.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2015.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2014.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2013.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2012.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2011.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2010.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2009.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2008.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2007.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2006.

- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2005.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2004.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2003.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2002.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2001.
- 📖 *“Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all’ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Openjobmetis S.p.A”* Depositato in Consob 18 nov. 2015.
- 📖 Wise SGR S.p.A., Comunicato Stampa, Milano 24 marzo 2017.
- 📖 Openjobmetis S.p.A. Agenzia per il Lavoro, Comunicato Stampa, Gallarate 30 dicembre 2015.

SITOGRAFIA

-  aifi.it/
-  privateequitymonitor.it/
-  ebitemp.it/
-  investeurope.eu/
-  bloomberg.com/businessweek
-  bloomberg/marketdatabase
-  eesc.europa.eu/
-  oecd.org/
-  istat.it/
-  ec.europa.eu/eurostat/
-  imf.org/

ALLEGATO N° 1 – STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO OJM (2001-2019)

Valore euro/000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Imm. Immateriali	166	243	967	957	957	9.986	49.893	49.376	50.377	50.757	78.280	77.204	76.332	75.256	74.661	74.472	74.388	75.992	
Imm. Materiali	101	150	333	361	433	754	2.475	2.293	1.974	1.983	2.901	2.674	2.280	2.084	2.173	2.096	2.300	2.376	14.411
Imm. Finanziarie	373	27	478	71	56	2.221	134	26	47	21	81	59	84	83	34	16	7	3	43
Attivo Fisso	640	420	1.778	1.389	1.446	12.961	52.502	51.695	52.398	52.741	81.262	79.937	78.696	77.423	76.868	76.675	76.779	76.767	90.446
Rimanenze	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crediti verso clienti	970	4.761	11.642	16.598	19.949	39.731	43.032	35.699	34.218	43.671	92.020	92.233	96.058	83.686	84.928	104.174	123.295	115.270	116.357
Debiti verso fornitori	321	4.430	1.531	1.424	1.819	4.430	4.851	3.927	2.289	2.154	5.006	4.236	4.452	6.003	7.489	8.175	6.946	5.677	7.942
Capitale circolante operativo	649	4.062	10.111	15.175	18.130	35.301	38.181	31.772	31.929	41.517	87.014	87.997	91.606	77.683	77.439	95.999	116.349	109.593	108.415
Crediti	-	-	-	17	132	32	-	-	-	22	954	731	195	399	431	1	17	-	-
Crediti finanziari	-	-	-	17	132	144	-	-	261	62	1.455	2.937	1.885	2.626	1.804	2.936	2.910	1.327	2.326
Crediti per imposte anticipate	-	-	-	1.846	2.158	1.445	558	-	-	-	1.619	1.790	3.452	4.472	5.230	2.895	2.156	1.687	1.559
Attività finanziarie non costituenti rimanenze	84	110	227	352	329	483	-	-	-	-	325	326	467	319	547	583	639	921	862
Rischi e risconti	138	154	3.409	232	245	413	1.862	1.695	1.088	1.019	3.352	3.002	2.972	1.275	4.430	2.878	3.683	5.780	6.372
Crediti verso altri	222	626	3.656	2.447	2.864	2.515	2.420	1.695	1.349	1.481	7.635	8.786	8.951	9.091	12.432	9.293	9.405	9.715	11.119
Debiti	1.412	-	-	-	-	-	-	-	-	1.477	3.059	2.643	1.327	-	1.454	49	-	-	-
Debiti tributari	47	263	1.432	1.465	1.741	4.293	23	1.468	248	5.717	9.971	8.768	10.093	9.239	10.047	10.752	14.919	13.313	11.348
Debiti verso istituti previdenziali	228	730	1.914	2.759	2.638	6.216	-	-	-	12.729	12.674	11.538	12.616	13.331	13.863	16.686	19.723	19.415	18.946
Rischi e Risconti passivi	12	12	15	17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debiti verso altri finanziatori	29	145	261	477	284	137	-	-	-	2.011	1.540	939	939	566	83	72	62	49	12.051
Debiti verso altri	483	1.514	3.674	4.898	5.723	12.212	11.732	9.464	13.607	13.187	29.447	25.488	26.596	28.650	30.214	36.653	43.499	48.531	45.266
Debiti	2.212	2.024	6.452	8.007	10.608	22.858	28.846	22.535	19.423	37.187	46.806	48.986	48.986	34.988	34.210	41.080	47.551	43.000	31.923
CCN	(1.341)	2.024	6.452	8.007	10.608	14.958	28.846	22.535	19.423	7.017	37.187	46.806	48.986	34.988	34.210	41.080	47.551	43.000	31.923
Fonditrasci e oneri	-	45	-	-	10	97	824	967	987	274	-	987	963	1.074	1.116	1.078	1.064	1.093	1.158
Capitale investito netto	(641)	2.154	7.588	8.602	10.915	25.109	66.147	63.375	60.015	58.714	117.310	125.756	126.719	111.337	109.714	116.626	123.266	120.674	121.185
Patrimonio netto	(622)	588	1.699	1.683	7.230	6.880	21.931	24.789	25.026	27.083	41.750	43.365	41.844	43.927	66.506	75.788	88.308	96.522	103.159
Debiti verso banche	15	1.675	3.348	5.186	5.740	21.123	44.875	38.957	34.694	32.603	76.206	84.044	87.908	70.102	65.620	49.458	39.620	30.630	24.557
Obbligazioni Convertibili	-	-	3.000	3.000	-	-	-	-	875	875	1.013	1.074	1.123	1.168	-	-	-	-	-
Finanziamento soci	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidità	156	109	460	1.267	2.056	2.694	659	371	580	1.847	1.659	2.727	4.156	3.860	22.412	8.810	4.662	6.478	6.531
Posizione Finanziaria Netta	(142)	1.566	5.889	6.919	3.685	18.429	44.216	38.586	34.989	31.631	75.650	82.291	84.875	67.410	43.208	40.648	34.958	24.152	18.026
Fonti di finanziamento	(764)	2.154	7.588	8.602	10.915	25.109	66.147	63.375	60.015	58.714	117.310	125.756	126.719	111.337	109.714	116.626	123.266	120.674	121.185

ALLEGATO N° 2 – CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO OJM (2001-2019)

Valore euro/000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Revers di vendita di prodotti e servizi	1.585	14.612	44.095	59.396	72.558	153.432	100.992	201.103	138.763	179.734	361.601	347.155	364.647	391.952	432.763	460.952	583.897	594.271	565.344
Affitti e proventi	46	1.161	4.662	1.115	1.215	4.662	2.476	6.145	3.929	4.234	9.278	12.189	9.055	9.478	10.514	11.957	12.958	13.248	12.765
Valore della produzione	1.631	14.632	45.255	60.512	74.273	158.093	103.468	207.248	142.692	183.968	370.829	359.344	373.702	401.430	443.277	472.909	596.855	607.519	578.107
Materie prime	(81)	(114)	(123)	(65)	(97)	(137)	(72)	(137)	(91)	(80)	(236)	(253)	(181)	(180)	(229)	(233)	(257)	(238)	(250)
Servizi	(420)	(1.249)	(3.074)	(3.307)	(3.907)	(8.822)	(7.777)	(13.430)	(10.207)	(9.491)	(21.310)	(16.957)	(18.176)	(18.559)	(21.702)	(22.479)	(26.863)	(26.702)	(28.609)
Godimento beni di terzi	(310)	(818)	(1.473)	(1.704)	(1.558)	(2.485)	-	-	-	(2.347)	(4.124)	(4.124)	(3.689)	(3.524)	(3.689)	(3.809)	(4.096)	(4.096)	-
Personale	(2.383)	(13.930)	(40.827)	(54.082)	(64.984)	(136.837)	(91.274)	(178.911)	(123.945)	(158.908)	(333.972)	(324.972)	(340.344)	(363.932)	(400.832)	(427.386)	(542.092)	(552.006)	(523.340)
Oneri diversi di gestione	(24)	(73)	(1.190)	(1.499)	(1.799)	(4.454)	(3.107)	(5.403)	(3.268)	(5.485)	(2.415)	(1.671)	(1.944)	(1.900)	(1.962)	(2.153)	(2.307)	(2.464)	(2.529)
Costi della produzione	(3.219)	(14.985)	(46.686)	(60.657)	(72.345)	(152.235)	(102.230)	(197.881)	(138.511)	(176.311)	(361.067)	(347.972)	(364.334)	(388.191)	(428.355)	(455.936)	(574.828)	(585.506)	(554.638)
LABIDA	(1.587)	(1.453)	(1.431)	(140)	1.928	5.588	1.238	9.367	4.081	7.657	8.762	11.367	9.368	13.239	14.922	16.973	22.027	22.013	23.460
Accantonamenti fondo rischi	-	-	-	-	(10)	(97)	-	-	-	(130)	(303)	(120)	(30)	(100)	(230)	(634)	(8)	-	-
Svalutazioni	-	(45)	(180)	(183)	(234)	(558)	(3.208)	(685)	(670)	(594)	(1.545)	(1.902)	(4.806)	(3.639)	(2.947)	(435)	(2.150)	(2.169)	(3.062)
Ammortamenti	(47)	(106)	(380)	(442)	(515)	(2.159)	(57)	(1.063)	(1.277)	(1.299)	(3.344)	(1.866)	(1.875)	(1.890)	(1.283)	(1.046)	(839)	(966)	(4.824)
EBIT	(1.635)	(1.705)	(1.991)	(772)	1.169	2.544	(2.527)	7.619	2.134	5.634	3.370	7.479	2.637	7.610	10.442	14.888	19.030	18.878	15.583
Proventi e oneri finanziari	10	(47)	(283)	(309)	(364)	(837)	(1.134)	(2.347)	(1.278)	(1.431)	(3.698)	(4.172)	(4.093)	(3.633)	(3.220)	(1.449)	(864)	(528)	(694)
Proventi e oneri straordinari	3	0	18	(523)	(579)	(352)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(1.622)	(1.752)	(2.256)	(1.605)	226	1.355	(3.661)	5.272	866	4.203	(328)	3.307	(1.456)	3.977	7.222	13.439	18.166	18.350	14.889
Imposte concorsi	-	(50)	(189)	(270)	(392)	(1.192)	(472)	(2.414)	(556)	(2.081)	(1.925)	(1.612)	(2.257)	(3.078)	(3.489)	(1.813)	(4.787)	(5.487)	(4.366)
Relative ad esercizi precedenti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(26)	857	309	1.597	1.040	768	(2.335)	(1.139)	(341)	8
Imposte idriche	-	-	-	1.847	314	(713)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(127)
Imposte	-	(50)	(189)	1.578	(78)	(1.905)	(472)	(2.414)	(556)	(2.077)	(1.068)	(1.303)	(660)	(2.039)	(1.660)	(2.335)	(1.139)	(341)	(127)
Risultato netto	(1.622)	(1.802)	(2.445)	(77)	148	(580)	(433)	2.858	300	2.096	(1.306)	2.004	(2.116)	1.939	4.501	9.261	12.240	12.376	10.404

ALLEGATO N° 3 – CASH FLOW STATEMENT OJM (2001-2019)

Valore euro/000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
EBITDA	(1.587)	(1.553)	(1.431)	(1.46)	1.928	5.358	1.238	9.267	4.081	7.657	8.762	11.367	9.368	13.239	14.922	16.073	22.027	22.013	23.469
(Incremento) decremento Crediti verso clienti	(3.791)	(6.880)	(4.957)	(3.351)	(19.782)	(3.301)	32	7.333	1.481	(9.453)	(48.349)	(213)	(3.825)	12.372	(1.242)	(19.246)	(19.121)	(1.087)	-
(Incremento) decremento IC	-	-	-	-	-	(32)	32	-	-	(22)	(932)	223	536	(204)	(32)	430	(16)	17	-
(Incremento) decremento Crediti tributari	-	-	-	(17)	(115)	(12)	144	-	(261)	199	(1.393)	(1.482)	1.052	(741)	822	(1.132)	26	1.383	(999)
(Incremento) decremento Crediti imposte anticipate	(362)	-	-	(1.860)	(311)	715	885	538	-	-	(1.619)	(171)	(1.642)	(1.040)	(758)	2.335	739	469	128
(Incremento) decremento Att. Fin non fin.	(16)	(3.255)	3.178	(13)	(168)	(1.449)	167	607	69	(2.333)	330	30	1.697	(3.145)	1.542	(805)	(2.097)	(992)	-
(Incremento) decremento Crediti verso altri:	(16)	(117)	(124)	22	(154)	483	421	(924)	(1.638)	(378)	123	(71)	(141)	148	(228)	(36)	(56)	(282)	59
(Incremento) decremento Ralci e rconti attivi:	378	(26)	832	(107)	395	2.611	-	-	-	(135)	2.882	(770)	216	1.551	1.486	686	(1.229)	(1.269)	2.265
(Incremento) decremento Debiti verso fornitori	(1.412)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.477	1.882	(416)	(1.316)	(1.327)	1.484	(1.405)	(449)	-	-
(Incremento) decremento Debiti IC	216	1.169	33	33	276	2.552	(4.270)	1.445	(1.220)	1.477	1.882	(416)	(1.316)	(1.327)	1.484	(1.405)	(449)	-	-
(Incremento) decremento Debiti tributari	502	1.184	845	(121)	3.578	(6.216)	(2.268)	-	-	5.469	4.254	(1.203)	1.325	(854)	808	705	4.167	(1.860)	(1.365)
(Incremento) decremento Debiti prelevati	1.032	2.160	1.224	825	6.490	(480)	0	4143	-	12.729	(55)	(1.136)	1.078	715	552	2.823	3.037	(308)	(469)
(Incremento) decremento Ralci e rconti passivi	0	3	2	(17)	(17)	0	-	-	-	(713)	(274)	(471)	(601)	(373)	(483)	(11)	(10)	(13)	12.002
(Incremento) decremento Debiti verso altri	116	116	216	10	87	727	143	20	20	(713)	(274)	(471)	(601)	(373)	(483)	(11)	(10)	(13)	12.002
(Incremento) decremento Debiti verso altri finanziatori	45	(45)	-	-	10	1.884	11.664	(4.489)	931	(100.049)	369	(152)	(24)	111	42	(38)	(14)	29	26
(Incremento) decremento Fondi rischi e oneri	183	397	151	336	78	(472)	(2.414)	(556)	(2.107)	(1.068)	(1.303)	(660)	(2.038)	(2.721)	(4.148)	(5.925)	(5.974)	(4.485)	65
Movimento del TR	(50)	(189)	1.578	(78)	(1.905)	(472)	(2.414)	(556)	(2.107)	(1.068)	(1.303)	(660)	(2.038)	(2.721)	(4.148)	(5.925)	(5.974)	(4.485)	65
Imposte	(4.740)	(5.696)	28	(406)	774	(74)	(241)	8.918	7.588	7.194	(22.381)	293	6.504	25.310	13.269	5.720	9.565	20.619	30.152
Plusso di Cassa Operativa	(4.740)	(5.696)	28	(406)	774	(74)	(241)	8.918	7.588	7.194	(22.381)	293	6.504	25.310	13.269	5.720	9.565	20.619	30.152
Acquisti finanziari	(45)	(180)	(185)	(234)	(589)	(3.208)	(685)	(670)	(1.330)	(594)	(1.545)	(1.202)	(4.806)	(3.639)	(2.947)	(435)	(2.150)	(2.169)	(3.062)
Storazioni	0	18	(523)	(571)	(13.674)	(40.098)	(236)	(1.980)	(1.642)	(31.865)	(541)	(634)	(617)	(728)	(853)	(943)	(2.954)	(16.502)	-
Proventi e oneri straordinari	113	(1.738)	(52)	(571)	(13.674)	(40.098)	(236)	(1.980)	(1.642)	(31.865)	(541)	(634)	(617)	(728)	(853)	(943)	(2.954)	(16.502)	-
(Incremento) decremento in ammortamenti	0	18	(523)	(571)	(13.674)	(40.098)	(236)	(1.980)	(1.642)	(31.865)	(541)	(634)	(617)	(728)	(853)	(943)	(2.954)	(16.502)	-
Plusso di cassa da attività di investimento	68	(1.900)	(761)	(1.395)	(14.682)	(43.306)	(941)	(2.650)	(2.360)	(3.931)	(2.562)	(3.925)	(4.560)	(3.925)	(4.882)	(5.122)	(6.123)	(19.565)	(694)
Proventi finanziari	(47)	(283)	(309)	(364)	(837)	(1.134)	(2.347)	(1.278)	(1.431)	(3.698)	(4.172)	(4.093)	(3.633)	(3.220)	(3.220)	(1.439)	(864)	(538)	(694)
(Incremento) decremento Debiti verso banche	1.660	1.674	1.838	555	15.383	23.752	(5.918)	(4.263)	(2.091)	43.603	7.838	3.864	(17.806)	(4.482)	(16.162)	(9.838)	(8.990)	(6.073)	-
(Incremento) decremento finanziamenti soci	-	3.000	-	(3.000)	-	-	-	875	-	138	61	49	45	(1.168)	-	-	-	-	-
Incremento (decremento) Obbligazioni convertibili	3.012	3.556	11	5.399	-	19.384	-	-	(53)	(39)	16.053	(389)	595	144	18.078	211	90	(4.162)	(3.762)
Mezzi propri	4.625	7.247	1.539	2.889	14.546	(2.002)	(2.389)	209	(3.561)	56.106	3.338	415	(21.250)	9.208	(17.400)	(10.612)	(13.680)	(10.534)	53
Plusso di cassa da attività finanziaria	4.625	7.247	1.539	2.889	14.546	(2.002)	(2.389)	209	(3.561)	56.106	3.338	415	(21.250)	9.208	(17.400)	(10.612)	(13.680)	(10.534)	53
Plusso di cassa netto	(47)	351	807	789	638	(2.035)	(2.889)	209	1.267	(1.89)	1.068	1.429	415	(21.250)	9.208	(17.400)	(10.612)	(13.680)	53
Cassa iniziale	156	109	400	1.267	2.656	2.694	659	371	580	1.847	1.659	2.727	4.156	3.860	22.412	8.810	4.662	6.478	-
Change in cash	(47)	351	807	789	638	(2.035)	(2.889)	209	1.267	(1.89)	1.068	1.429	415	(21.250)	9.208	(17.400)	(10.612)	(13.680)	53
Cassa finale	109	460	1.267	2.056	2.694	659	371	580	1.847	1.659	2.727	4.156	3.860	22.412	8.810	4.662	6.478	6.531	-

Dipartimento di **IMPRESA & MANAGEMENT**

Cattedra di **OPERAZIONI STRAORDINARIE E
VALUTAZIONE D'AZIENDA**

**LA CREAZIONE DI VALORE NELLE PRIVATE
EQUITY BACKED COMPANIES: IL CASO WISE
SGR S.P.A – OPENJOBMETIS S.P.A**

Relatore
Professor Eugenio Pinto

Correlatore
Professor Alessandro Musaio

Candidato
Fabrizio Maria Bertusi
Matricola n. 708501

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INDICE DELLA TESI

ABSTRACT	2
CAPITOLO 1. L'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO.....	5
1.1 VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY: ASPETTI DEFINITORI ED INQUADRAMENTO TEORICO	6
1.2 ORIGINI DEL MERCATO EUROPEO ED ITALIANO: QUADRO STORICO E NORMATIVO ...	9
1.3 LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO	16
1.4 GLI OPERATORI: I VEICOLI DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO	20
CAPITOLO 2. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO E L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY. UNA PANORAMICA SUL MERCATO EUROPEO E ITALIANO.....	32
2.1 IL MERCATO EUROPEO	33
2.2 IL MERCATO ITALIANO	48
2.3 L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY	63
2.4 I MULTIPLI DI MERCATO E I <i>DRIVER</i> DELLA CRESCITA	71
CAPITOLO 3. IL CASO WISE SGR S.p.A. – OPENJOBMETIS AGENZIA PER IL LAVORO S.p.A.....	84
3.1 OVERVIEW DELLA OPENJOBMETIS S.p.A E DELL'OPERAZIONE	85
3.2 L' <i>INVESTMENT THESIS</i> E LE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA	90
3.3 I <i>KEY FACTOR</i> DEL <i>VALUE CREATION PLAN</i>	97
3.4 LA CREAZIONE DI VALORE.....	111
CONCLUSIONI.....	126
BIBLIOGRAFIA.....	128
SITOGRAFIA	135
ALLEGATO N° 1 – STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO OJM (2001-2019).....	136
ALLEGATO N° 2 – CONTO ECONOMICO OJM (2001-2019).....	137
ALLEGATO N° 3 – <i>CASH FLOW STATEMENT</i> OJM (2001-2019).....	138

RIASSUNTO

L'interesse per i fondi di *private equity* è stato suscitato durante il semestre di studio svolto all'estero (*Faculdade de Economia – Universidade do Porto*), dove si è avuta la possibilità di partecipare ad un ciclo di conferenze attinenti al funzionamento e alle operazioni poste in essere dagli operatori del mercato del capitale di rischio che hanno promosso il personale interesse per tale *asset class*.

In Italia, l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital ha definito l'attività di *private equity* come “*attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine*”.

Del che è cresciuta la convinzione di cimentarsi nella stesura del presente elaborato con l'intento di fornire un quadro quanto più completo ed esaustivo possibile in merito a tale argomento.

Posto quanto sopra, si è deciso di segmentare la struttura dell'elaborato in due parti principali: una prima parte di natura tecnica e teorica ed una seconda parte di natura empirica che si sostanzia nell'analisi del *case study* selezionato.

Il primo capitolo di carattere introduttivo, e prodromico ai temi trattati nel prosieguo, è teso a fornire un quadro completo degli aspetti definatori dell'attività di investimento nel capitale di rischio. Si è pertanto proceduto a svolgere una *review* delle opinioni della più autorevole letteratura nell'ambito, al fine di pervenire ad una definizione dell'attività di investimento nel capitale di rischio, operando una distinzione delle operazioni poste in essere dagli investitori specializzati in funzione del ciclo di vita in cui si trovano le società *target*. È stata pertanto identificata la seguente classificazione, così come sintetizzata nel quadro sinottico sottostante:

Fase del ciclo di vita	Tipologia Investimento	Quota Acquisita	Leva Finanziaria	Rischio	Ratio	Obiettivo
Avvio	Seed	Min/Mag	*	Molto elevato	Creazione di un nuovo business	Testare la <i>business idea</i>
	Start-up	Min/Mag	*	Molto elevato	Lancio di una nuova società	Iniziare le vendite
Sviluppo	Expansion	Min	*	Elevato	Sviluppo di un nuovo business	Incremento capacità produttiva Attività di M&A Internazionalizzazione
Maturità	Buy out	Mag	✓	Moderato	Ricambio generazionale	Soluzioni per far fronte ad un piano di successione
					Volontà degli azionisti di vendere	Riorganizzazione della struttura aziendale
	Replacement	Min	*	Moderato	Azionista di minoranza non più interessato all'impresa	Mantenimento della compagine azionaria che è allineata sullo sviluppo aziendale
Declino	Turnaround	Mag	*	Molto elevato	Situazione di crisi	Risanamento aziendale

Tabella 1: Le fasi del ciclo di vita e le tipologie di operazione. Fonte: A. Gervasoni (A cura di), "Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice", Risk Books, London, 2014.

Successivamente si è deciso di ripercorre l'*excursus* storico e normativo, a livello nazionale ed europeo, che ha consentito la nascita dei fondi di *private equity*. Con particolare riferimento a quanto riscontrato a livello nazionale, l'*iter* normativo che ha contribuito alla creazione e allo sviluppo dell'odierno assetto del mercato del capitale di rischio può essere brevemente così riepilogato:

Anno	Intervento Normativo
1987	Delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR)
1993	Emanazione del Testo Unico in materia Bancaria e Creditizia (D.lgs. 385/1993)
1993	Emanazione della Legge 344/1993 - Istituzione dei fondi di investimento mobiliare chiusi
1998	Emanazione del Testo Unico della Finanza - TUF (D.lgs. 58/1998)
1999	Emanazione del Decreto del Ministero del Tesoro n.228
1999	Emanazione del Provvedimento Banca di Italia
2003	Emanazione del Decreto del Ministero del Tesoro n.47
2005	Emanazione del Provvedimento di Banca di Italia
2010	Riforma del Titolo V del Testo Unico Bancario
2011	Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativa - AIFMD
2015	Recepimento della Direttiva UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)
2015	Attuazione del Regolamento EuVECA sui fondi europei di <i>venture capital</i>

Tabella 2: Interventi normativi (1987-2015)

Da ultimo è stata oggetto di scrutinio l'architettura e la forma statutaria dei veicoli di investimento nel capitale di rischio, il loro funzionamento, i meccanismi di retribuzione e di

allineamento degli interessi fra il *management* del fondo ed i finanziatori. I fondi chiusi¹ mobiliari rappresentano il privilegiato veicolo di investimento utilizzato dagli operatori di *private equity*. La struttura statutaria, in ambito internazionale, maggiormente utilizzata è quella della *limited partnership* di matrice anglosassone² che trova fondamento nell'accordo (*limited partnership agreement*) stilato tra i *limited partner* ed i *general partner*. In Italia, tali operatori svolgono la propria attività prevalentemente attraverso le SGR (introdotte con l'emanazione del TUF 1998). Le clausole contrattuali contenute nel regolamento di gestione (*terms & conditions*)³, il quale è oggetto di negoziazione durante il periodo di *fundraising*⁴, permettono l'allineamento degli interessi fra finanziatori e gestori del fondo.

A parere di chi scrive, l'analisi tecnica e teorica, condotta nel primo capitolo è risultata fondamentale per comprendere appieno le logiche sottostanti le operazioni poste in essere dagli operatori nonché indispensabile per procedere con consapevolezza all'analisi di quanto in seguito trattato.

Sulla scorta delle conoscenze acquisite si è proceduto alla stesura del secondo capitolo. Quest'ultimo si sostanzia nello studio, condotto a livello europeo e nazionale, del mercato del capitale di rischio. L'approfondimento in parola è infatti teso all'individuazione degli aggregati principali del mercato (*fundraising*, investimenti e disinvestimenti), sia a livello nazionale che europeo. L'analisi spaziale degli aggregati di mercato è stata condotta su un arco temporale ventennale (2000-2019). Del che, data l'ampiezza del periodo di studio, si è resa necessaria la segmentazione dello stesso: si è proceduto pertanto ad effettuare un'analisi

¹ Si parla di fondi chiusi in quanto, a differenza dei fondi aperti, essi non consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma, di norma, soltanto alla scadenza prefissata dal regolamento, nonché per il differente profilo di rischio determinato dalla politica di investimento del fondo, orientata all'acquisizione di partecipazioni in imprese non quotate e pertanto, non prontamente liquidabili. Nei fondi chiusi non è inoltre consentito ai nuovi sottoscrittori di entrare una volta che la raccolta programmata è stata completata. Cfr. A. Gervasoni, *I Fondi di Investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.

² Questa struttura giuridica è la più comune sia per la flessibilità del processo decisionale sia in quanto compatibile con i requisiti richiesti dalla normativa ERISA che i fondi pensione statunitensi, ovvero la principale classe di investitori in *private equity* a livello internazionale, devono rispettare, e anche in quanto struttura trasparente dal punto di vista fiscale e quindi non soggetta di per sé a tassazione. G. Fraser-Sampson, *Private equity as an Asset Class*, Wiley, London 2010.

³ Il regolamento disciplina il rapporto tra il gestore e gli investitori. Le principali regole di un fondo, alla luce dell'ILPA *guidelines*, riguardano i seguenti aspetti: *i*) il periodo di investimento; *ii*) la durata totale del fondo; *iii*) la *management fee*; *iv*) il *carried interest*; le politiche di "richiamo" del capitale e distribuzione; *v*) le politiche di gestione degli scenari "patologici"; *vi*) le limitazioni agli investimenti (clausole che regolano la diversificazione del portafoglio). Cfr. M. Carloti, *Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2012.

⁴ Generalmente, gli equilibri che regolano la definizione di tali condizioni contrattuali si modificano al mutare del contesto competitivo internazionale. Pertanto, quanto rappresentato a seguire è frutto delle più recenti evidenze empiriche. Cfr. Grant Thornton, *Keeping LPs Happy: It's a Whole New Ballgame for Private Equity*, 2013.

di *trend* delle grandezze in esame, identificando gli eventi di natura esogena che hanno influenzato i risultati dell'industria del capitale di rischio (per il periodo primi anni 2000-2014), nonché un approfondimento dei più recenti sviluppi (per il periodo 2015-2019). Lo studio in parola è stato frutto della rielaborazione dei dati rilevati dai principali istituti statistici nazionali, europei e mondiali di riferimento per l'industria di *private equity* e più in generale a livello macroeconomico. Il livello di accertamento perseguito è stato analitico e rigoroso. A livello nazionale, si è potuto determinare, in virtù di quanto consuntivato dal *Private Equity Monitor*⁵ un c.d. "*profilo medio*" dell'investimento tipo e dunque ad una stima delle caratteristiche delle società target oggetto di investimento nel corso del periodo in analisi.

Di talché successivamente all'analisi del mercato di riferimento – necessaria alla comprensione della rilevanza strategica di tale *asset class* – si è provveduto ad analizzare *i)* l'impatto, a livello aggregato delle operazioni di *private equity* sulle società partecipate e *ii)* identificare i *key factor* del processo di creazione di valore per la c.d. *backed company*. Quanto al punto uno, sulla base delle risultanze emerse dall'analisi condotta da *PricewaterhouseCoopers*⁶ – che, a livello aggregato, ha evidenziato l'impatto delle operazioni di *private equity* sulle società partecipate – è stato possibile osservare l'impatto di tali operazioni in riferimento a:

- Il tasso di crescita annuo composto (CAGR) dei ricavi;

⁵ L' Osservatorio Private Equity Monitor - PEM sviluppa un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati nel nostro Paese, al fine di offrire ad operatori, analisti, studiosi e referenti istituzionali, informazioni utili per lo svolgimento delle relative attività. In particolar modo, il PEM[®], focalizza la propria attività di ricerca sul segmento del *later stage*, monitorando le operazioni di *Expansion* e *Buy-out*.

⁶ Lo studio condotto da PWC ha lo scopo di esaminare le prestazioni delle società target durante il periodo di detenzione. È opportuno evidenziare che in alcuni casi è stato necessario uno spostamento dell'*holding period* di detenzione per rendere comparabili alcuni dati nel periodo stesso. Il campione è stato creato sulla base dei disinvestimenti totali avvenuti nel periodo 2007-2017, escludendo le società target: *i)* il cui nome non era divulgato o non identificabile; *ii)* rappresentate da holding non operative, piccole cooperative e società statali; *iii)* i cui dati finanziari più recenti non erano disponibili; *iv)* non rappresentative di un vero e proprio disinvestimento ma di mero trasferimento di azioni tra soci appartenenti allo stesso sindacato. A causa della mancanza di informazioni specifiche, non è stato possibile analizzare separatamente la crescita organica rispetto a quella inorganica (ovvero l'impatto degli *Add-On*). Tuttavia, va notato come il campione analizzato sia completamente confrontabile con il *benchmark* selezionato, in quanto quest'ultimo include anche l'impatto delle acquisizioni. Al fine di misurare se la performance del campione analizzato sia stata inferiore (o superiore) rispetto all'andamento del mercato, i risultati della ricerca sono stati confrontati con le performance di aziende italiane di medie e grandi dimensioni. Il *benchmark* scelto ed utilizzato per il confronto è stato estrapolato dalle informazioni contenute nei "*Dati Cumulativi di 2.075 società italiane*", un'indagine compilata dal Centro Studi di Mediobanca. Al fine di rendere completamente comparabile il campione di aziende individuato *i)* le società di proprietà del governo sono state escluse dal *benchmark*, mentre *i)* le informazioni sul *benchmark* sono state ponderate per considerare lo stesso periodo di detenzione delle società incluse nel campione analizzato.

- Il tasso di crescita dei livelli di *employability*;
- Il livello di *leverage* (rapporto $\frac{PFN}{EBITDA}$);

Sulla base di quanto esposto, è stato pertanto possibile identificare, preliminarmente, i *driver* della crescita.

Con riferimento al punto *ii*) l'obiettivo dell'operatore di *private equity* è, generalmente, quello di realizzare in sede di disinvestimento (*exit*) un quanto più elevato *capital gain* – plusvalenza che, come facilmente intuibile, è quantificabile quale differenza fra il valore dell'*equity* (nel seguito anche solo “*Shareholders Value*” o “*SV*”) della *target* al momento di ingresso (*equity* investita nella *target*) e lo *SV* della stessa al momento dell'*exit*⁸ (*equity* realizzata in sede di disinvestimento). Partendo dal quadro delineato, si è reso necessario, rispettivamente:

- Definire le modalità utilizzate per la definizione del prezzo di acquisizione e di cessione generalmente adottate dalla prassi nel mercato del *private equity*; nonché
- Comprendere le variabili che generalmente determinano un apprezzamento della società (e dunque un incremento dell'EV “*Enterprise Value*”) nonché dello *SV*, e dunque un miglior ritorno agli investitori nel capitale di rischio desumendo ed identificando, conseguentemente, i *driver* della crescita che, parimenti, rappresentano gli aspetti chiave sui quali gli operatori del capitale di rischio rivolgono il loro *focus*.

Generalmente, gli operatori del capitale di rischio⁹ utilizzano per definire il prezzo di acquisizione della *target* e di cessione della stessa, la valutazione per multipli dell'*Enterprise*

⁷ $\frac{PFN}{EBITDA}$ esprime la capacità della gestione operativa di un'azienda di produrre le risorse finanziarie necessarie a far fronte all'ammontare dei debiti finanziari netti esistenti, collegando la redditività alla liquidità. L'*ebitda* è un risultato economico che ha anche una valenza finanziaria, in quanto è al lordo dei costi operativi non monetari (tipicamente ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni). Il confronto con la posizione finanziaria netta indica i tempi medi di rimborso dell'indebitamento finanziario netto attraverso i flussi finanziari prodotti dalla gestione caratteristica. Cfr. C. Teodori, “*Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione*”, terza edizione, Giappichelli, Torino.

⁸ Proporzionalmente alla quota di *equity* detenuta dal fondo.

⁹ Nella prospettiva del *merchant banking* i multipli sono sempre stati uno strumento per la stima di prima approssimazione di un valore realizzabile o sostenibile sul mercato per un'impresa non quotata, in quanto allineato ai prezzi correnti di società comparabili (quotate o oggetto di compravendita). Si è sempre trattato, dunque, di strumenti di valutazione relativa rispondenti a finalità orientative, in vista di transazioni da realizzare in orizzonti temporali ravvicinati. Da ciò è storicamente derivata una contrapposizione molto efficacemente sintetizzata da Kaplan e Ruback, secondo i quali la via dei multipli è preferita dagli *investment bankers* e dagli altri intermediari per acquisizioni, LBO, IPO, ed altre operazioni; mentre per contro” gli economisti finanziari e la più parte delle delle business school insegnano ai loro studenti a stimare le aziende mediante il valore attuale dei loro flussi di cassa attesi”. A ciò occorre aggiungere che il settore professionale, in particolar modo

Value (EV)¹⁰. Il multiplo maggiormente utilizzato nella prassi dagli investitori nel capitale di rischio è il multiplo c.d. *asset side* del EV sull'Ebitda. In particolare, l'utilizzo di tale moltiplicatore è particolarmente apprezzato in quanto permette di depurare il calcolo finale dell'EV da potenziali effetti distortivi ascrivibili alla singola realtà aziendale e nello specifico a politiche di bilancio, della gestione finanziaria e fiscale. Inoltre, l'utilizzo di tale indicatore permette di rendere più agevole la formazione di un campione sufficientemente rappresentativo di aziende comparabili¹¹. In sede di acquisto della società target il valore della stessa sarà pertanto determinato da *i)* il multiplo definito in sede di negoziazione; *ii)* l'Ebitda e *iii)* "PFN"¹² al momento della valutazione. Al momento dell'*exit*, la società con buone probabilità, sarà valutata secondo la medesima prassi valutativa, del che – fatto salvo qualsiasi eventuale aumento dei multipli, dettato da mutate condizioni esogene ascrivibili al generale andamento del mercato di riferimento della stessa e supponendo pertanto che il multiplo rimanga pressoché invariato – la differenza nella valorizzazione sarà data quindi dal mutato livello di Ebitda e PFN al momento dell'*exit* rispetto ai livelli registrati all'ingresso.

Se, dunque, in fase di disinvestimento, al termine dell'*holding period*, l'Ebitda dovesse essere più elevato e l'esposizione debitoria netta di natura finanziaria della società più bassa, allora il valore in sede di exit per l'investitore avrebbe una configurazione più elevata.

Di talché, in un siffatto scenario, si configurano quali *driver* della crescita di valore di una società:

- I tassi di crescita dei ricavi;
- La redditività e la pura crescita dell'Ebitda tramite lo sviluppo commerciale;

in Europa, è stato a lungo restio ad ammettere una funzione dei multipli che non fosse marginale e subordinata, confinandoli tutt'al più in un ruolo di "metodo di controllo", cioè in un controllo di ragionevolezza (*sanity check*). Cfr. L. Guatri, M. Bini, "La valutazione delle Aziende", Egea, 2011, Milano.

¹⁰ Generalmente, la più autorevole dottrina in materia di valutazione d'azienda opera una distinzione dei moltiplicatori usati nella prassi esclusivamente dipendente dal valore indicato a numeratore del multiplo:

- I. multipli c.d. *equity side* se al numeratore figura la capitalizzazione di borsa, il valore corrente del capitale. Per tale fattispecie di moltiplicatori il denominatore (utili netti o risultati operativi) dovrà necessariamente essere *unlevered*.
- II. multipli c.d. *asset side* se al numeratore rappresenta l'investimento nell'attivo lordo, inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa ed il debito finanziario netto (Valore del capitale + Debiti finanziari – liquidità) generalmente definito nella prassi quale Enterprise Value (EV). Al contrario, in tale fattispecie di moltiplicatori di mercato, il denominatore dovrà essere assunto quale *levered*.

Cfr. L. Guatri, M. Bini, "La valutazione delle Aziende", Egea, 2011, Milano.

¹¹ Al contrario, altri moltiplicatori non tengono conto di alcuni motivi di diversità delle imprese raffrontate, cioè la "scala" di misura della performance è meno significativa.

¹² Con riguardo alla Posizione Finanziaria Netta, quest'ultima viene definita quale l'impegno finanziario netto della società, e dunque non afferente a partite creditorie e debitorie tipicamente di funzionamento (quali i.e. "crediti verso clienti" e "debiti verso fornitori").

- La *debt capacity* della società;

Con particolare riferimento alle operazioni tese a garantire il consolidamento della *PE backed company* tramite fusioni ed acquisizioni di società operanti nel medesimo mercato, è stato operato un approfondimento delle stesse, generalmente definite quali *add-on o build-up strategy*. Per fornire un apprezzamento in termini quantitativi dell'incidenza delle operazioni di *add-on* sul totale delle operazioni poste in essere dai fondi di *private equity* si è reso necessario citare le risultanze emerse dall'analisi di Bain & Company¹³ (nel prosieguo anche solo "Bain") condotte sul mercato italiano fra il 2007 ed il 2013. Da un punto di vista valutativo, di non trascurabile importanza, nel quadro sin qui delineato è l'impatto che nel mercato del capitale di rischio ha la c.d. *multiple expansion*. Di tale fenomeno è stata fornita puntuale rappresentazione ed evidenza sulla creazione di valore, grazie all'analisi condotta da Bain su dati CEPRES¹⁴.

Il terzo capitolo si sostanzia nell'analisi del *case study* selezionato: il caso Wise SGR S.p.A (nel prosieguo anche solo "Wise") – Openjob Metis S.p.A.¹⁵ (nel prosieguo anche solo "OJM", la "Società", "Openjob"). Si è così proceduto preliminarmente a fornire una *timeline* degli eventi e delle operazioni poste in essere a far data dall'ingresso dell'investitore nella compagine azionaria della società (2003) fino all'anno di uscita (2017).

Le operazioni poste in essere, nonché la strategia di crescita per linee esterne (*build-up strategy*) conseguita mediante la realizzazione degli *add-on*, possono essere così brevemente riepilogate¹⁶.

¹³ Bain & Company, "Add-on Strategy una via per la crescita profittevole", Nov. 2014.

¹⁴ L'analisi dei dati CEPRES si concentra su circa 430 operazioni di buyout completamente realizzate tra il 2010 e il 2019 negli Stati Uniti e in Europa occidentale.

¹⁵ La Openjobmetis Agenzia per il Lavoro S.p.A, *holding* operativa del Gruppo – da oltre 19 anni operante nel mercato della somministrazione del lavoro – è divenuta, dal 15 novembre 2015, il primo operatore del settore a quotarsi sul Mercato Telematico Azionario nel segmento Star di Borsa Italiana. In dettaglio, la Società fornisce – attraverso le filiali distribuite sull'intero territorio nazionale – servizi di: *i*) somministrazione del lavoro; *ii*) ricerca e selezione del personale; *iii*) supporto alla ricollocazione professionale e *iv*) formazione. Nello sviluppo del proprio core business, la Società ha maturato specifiche competenze nella selezione di profili specializzati principalmente nei seguenti campi: *i*) sanità; *ii*) industriale; *iii*) ICT; *iv*) *hotellerie, restaurant e catering*; *v*) *diversity talent* e *vi*) *family care*.

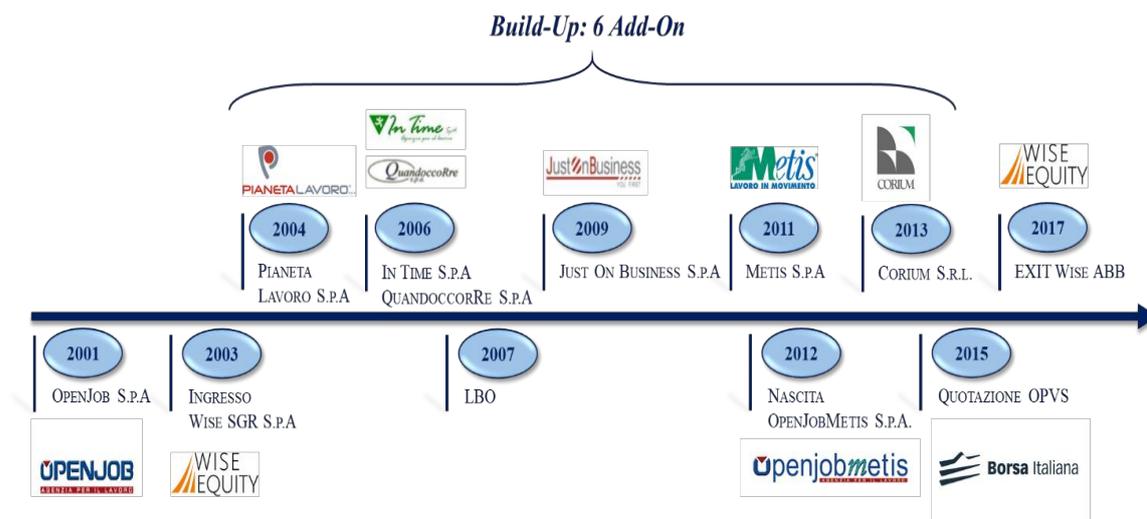


Figura 1: Time line Openjobmetis S.p.A. Rielaborazione propri

Successivamente, coerentemente con quanto rappresentato nei capitoli precedenti, si è pervenuti alle prime conclusioni in merito alle tipologie di interventi realizzati dall'investitore, e sono state inoltre operate considerazioni in merito alla peculiarità del caso di specie rispetto a quanto riscontrato nell'analisi del mercato italiano ed europeo.

In seguito, è stata definita *l'investment thesis* e le opportunità di crescita individuate dall'investitore. L'ingresso di Wise nel relativo capitale sociale della Openjob è stato guidato dalle evidenti potenzialità di crescita ed espansione manifestate dalla Società, nonché da fattori di natura esogena afferenti all'andamento del mercato di riferimento all'interno del quale la Stessa operava¹⁷. Sono state inoltre dettagliatamente illustrate le iniziative adottate in risposta alla crisi del 2009.

Dopo aver enucleato le opportunità di crescita individuate da Wise, si è reso necessario definire i c.d. *key factor* della creazione di valore nonché i *driver* della crescita. A livello economico, patrimoniale e di flussi – grazie all'analisi condotta sui bilanci della OJM – è stato possibile fornire chiara evidenza dell'impatto delle operazioni effettuate. La *build-up strategy* intrapresa, date le delineate caratteristiche del mercato di riferimento, è stata indubbiamente volta a garantire lo sviluppo commerciale (espansione dei ricavi e dell'Ebitda) ed il consolidamento della posizione della Società sul mercato. L'analisi condotta sui bilanci della OJM è stata rigorosa e puntuale, volta a fornire evidenza di quanto

¹⁷ Cfr. Capitolo 1 "L'attività di investimento nel capitale di rischio" nello specifico paragrafo 1.1. "Venture capital e private equity: aspetti definitivi ed inquadramento teorico".

anticipato nel corso dei paragrafi precedenti. Sono state operate, alla luce delle operazioni realizzate, appropriate ed approfondite riflessioni in merito ai risultati conseguiti.

Con particolare riferimento ai salienti aspetti evidenziati può essere rappresentato quanto segue:

Crescita Ebitda e Ebitda Margin: L'ebitda della OJM è passato infatti da un valore negativo per euro 1,4 milioni nel 2005 ad un valore complessivo di 22 milioni di euro, evidenziando una crescita media annua (CAGR) del 22,5%¹⁸ e facendo rilevare una ancor più decisa espansione nei primi anni di sviluppo della Società (tra il 2003 ed il 2006, l'ebitda è passato da un valore negativo di 1,4 milioni di euro ad un valore positivo di 5,3 milioni di euro).

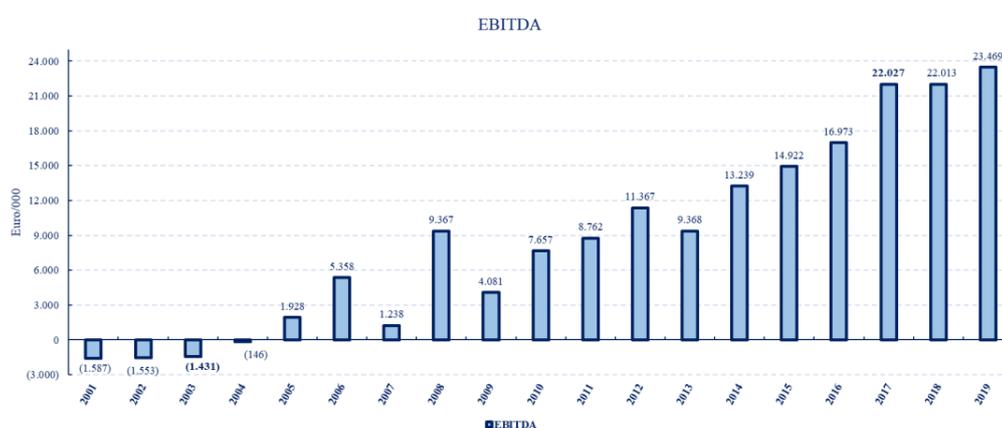


Figura 2: Rielaborazione propria su fonte dati bilanci 2001-2019 OJM

Con particolare riferimento all'*Ebitda margin*¹⁹ è possibile osservare come, nell'arco temporale 2003-2017, questo sia stato notevolmente incrementato (2,6% nel 2003, 3,7% nel 2017).

¹⁸ Il CAGR in questo caso è stato volontariamente calcolato per il periodo 2005-2017, a partire pertanto dal primo anno di Ebitda positivo.

¹⁹ Calcolato come $\frac{Ebitda}{Valore\ della\ produzione}$

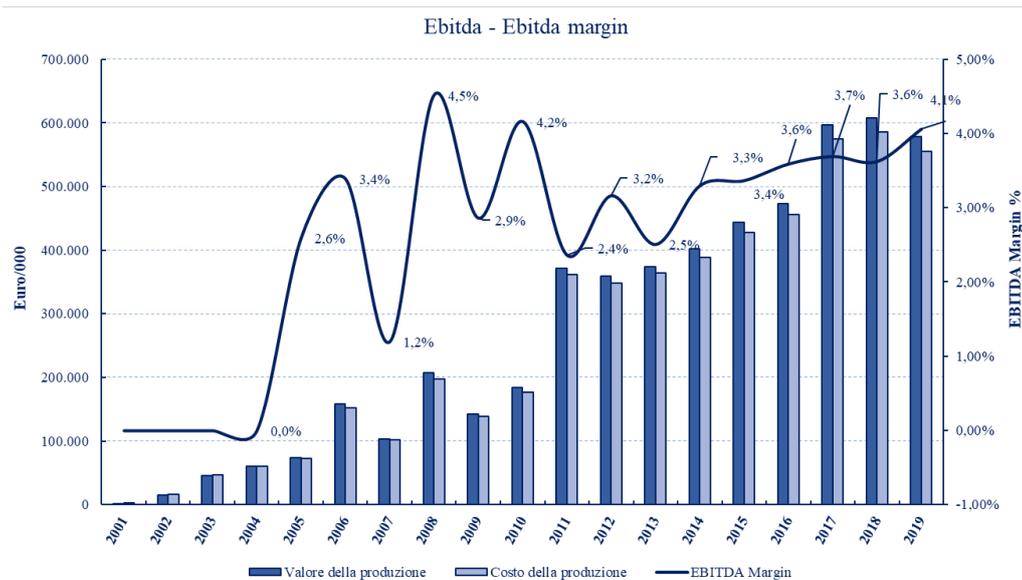


Figura 3 Rielaborazione propria su fonte dati bilanci 2001-2019 OJM

In merito all'aggregato in esame è opportuno fare delle osservazioni:

- In primo luogo, è necessario osservare che l'improvvisa riduzione del margine dell'esercizio 2007 (1,2%) rispetto al risultato dell'esercizio precedente (3,4% nel 2006) è riconducibile agli oneri non ricorrenti di natura professionale ascrivibili alle operazioni di fusione²⁰ deliberate nonché ad i costi di transazione sostenuti per il realizzo dell'operazione di LBO;
- La riduzione dell'esercizio 2009 è imputabile al generale ridimensionamento del mercato di riferimento in tale anno;
- Allo stesso modo, analoghe considerazioni possono essere effettuate circa gli esercizi 2011 e 2013, durante i quali sono avvenute le acquisizioni di Metis e Corium: l'Ebitda di tali anni non solo non incorpora ancora i benefici derivanti dall'opera di razionalizzazione della struttura organizzativa, che si sono manifestati a far data dei rispettivi esercizi seguenti, ma risultano influenzati da oneri di natura non ordinaria attribuibili alla riorganizzazione e alle acquisizioni²¹.

Alla luce delle precedenti osservazioni appare pertanto pacifico concludere che, depurando l'Ebitda dai costi di natura non ordinaria relativi alla realizzazione delle acquisizioni, il

²⁰ La Società ha deliberato nel corso dell'esercizio 2007 la fusione per incorporazione delle controllate al 100% dirette ed indirette In Time, Quandocorre e Pianeta Lavoro. Cfr. Relazione sulla Gestione ex art. 2428 c.c. al Bilancio 2007 OJM.

²¹ Cfr. Relazione sulla Gestione ex art. 2428 c.c. al Bilancio 2011 e 2013 OJM.

marginale percentuale si attestava a valori nell'intorno del 3,5-4% – quando l'Ebitda risultava a regime e le sinergie prospettate realizzate – notevolmente superiori se confrontati con i valori riscontrati nei primi anni di vita dell'impresa.

Il miglioramento della PFN: Come rappresentato nel grafico sotto riportato, al fine di valutare la sostenibilità della PFN è stato utilizzato l'indice di assorbimento dell'indebitamento finanziario netto calcolato sull'Ebitda²². Nello specifico è opportuno precisare che l'andamento "stock" della PFN subisce un elevato incremento (+140%) fra il 2006 ed il 2007, passando da un valore di euro 18,4 milioni ad uno di 44,2 milioni di euro. Tale variazione è ascrivibile all'operazione di LBO effettuata nel 2007, la quale ha indubbiamente contribuito ad incrementare l'esposizione finanziaria netta della Società.

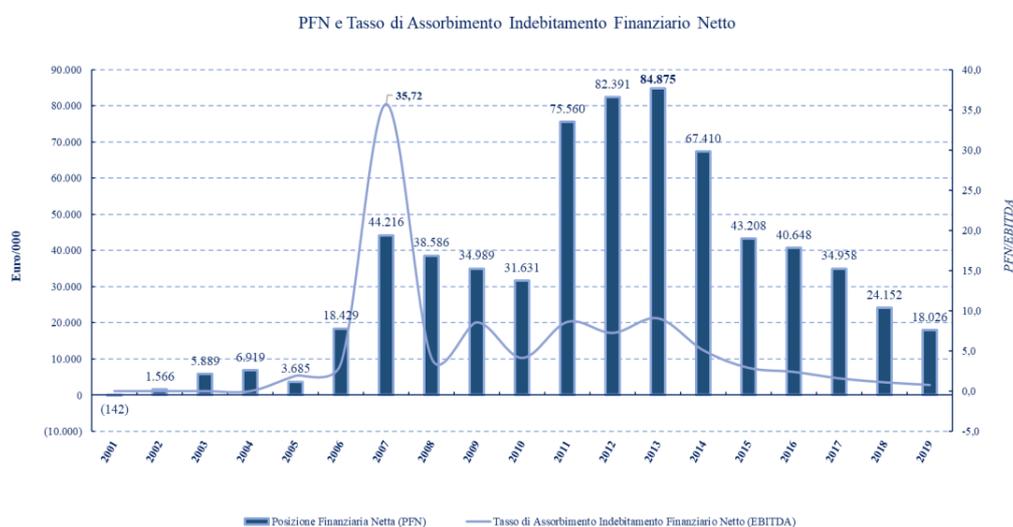


Figura 4: Rielaborazione propria su fonte dati Bilanci OJM 2001-2019

Parimenti, nel medesimo esercizio è possibile, di concerto, constatare che il tasso di indebitamento finanziario netto calcolato sull'Ebitda si attesta ad un valore particolarmente elevato, pari al 35,72, complice anche il fatto che l'Ebitda non fosse a regime, come descritto in precedenza. L'incremento della PFN, fino al 2013, è inoltre imputabile al finanziamento

²² $\frac{PFN}{EBITDA}$ esprime la capacità della gestione operativa di un'azienda di produrre le risorse finanziarie necessarie a far fronte all'ammontare dei debiti finanziari netti esistenti, collegando la redditività alla liquidità. L'ebitda è un risultato economico che ha anche una valenza finanziaria, in quanto è al lordo dei costi operativi non monetari (tipicamente ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni). Il confronto con la posizione finanziaria netta indica i tempi medi di rimborso dell'indebitamento finanziario netto attraverso i flussi finanziari prodotti dalla gestione caratteristica. Cfr. C. Teodori, "Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione", terza edizione, Giappichelli, Torino. Nell'elaborato si è proceduto a svolgere ulteriori verifiche in merito a tale aggregato.

di alcune delle acquisizioni a debito²³. L'andamento dell'indice di finanziario netto calcolato sull'Ebitda passa da un valore di 35,72 nell'anno dell'LBO ad uno di 1,59 nell'anno dell'exit di Wise. A far data del 2013, è rilevabile la riduzione della PFN: principalmente ascrivibile agli ottimi risultati della gestione operativa a partire dal 2013, come anche emerge dall'analisi del *cash flow statement*.

Da ultimo si è proceduto a quantificare il valore creato per la Società e per il fondo di *private equity*. Le conclusioni cui si è pervenuti trovano fondamento nell'analisi delle informazioni e dei dati desunti dal database di *Bloomberg* – opportunamente rielaborati ai fini della stima svolta – nonché dei documenti contabili della Openjobmetis per il periodo oggetto di studio. Coerentemente con la classificazione operata delle tipologie di investimento realizzate da Wise, ai fini della presente analisi, il periodo che va dall'anno 2003 – data di ingresso nel capitale della OJM – al 2017 – anno di *exit* – è stato segmentato in due sottoperiodi, come di seguito rappresentato:

- I. Il periodo 2003-2007, relativo al primo investimento di *expansion*;
- II. Il periodo 2007-2017, relativo al secondo investimento realizzato mediante l'operazione di *LBO*²⁴;

Si è proceduto pertanto, per ciascun periodo a definire: *i*) l'importo e le modalità di investimento; *ii*) la modalità di *exit*; *iii*) le grandezze selezionate ai fini dei calcoli effettuati, fornendo evidenza della *ratio* sottostante la scelta; *iv*) quantificare il ritorno dell'investimento realizzato da Wise nonché fornire evidenza della creazione di valore per la Società. In ultimo si è proceduto a valutare l'incidenza sul valore creato di una eventuale espansione dei multipli di mercato.

Quanto al I investimento: Nel luglio del 2003, a seguito di un lungo processo di negoziazione, Wise effettuava il primo investimento nel capitale della Società. L'investimento iniziale (per ottenere il 50% del capitale della Società) è stato strutturato come segue:

²³ In Time, Job e parte dell'acquisizione di Metis.

²⁴ Per l'appunto, il realizzo del primo investimento nel 2007 ed il successivo reinvestimento di quanto realizzato (da Wise e del *management team*) effettuato nel 2007 per acquisire il 100% della OJM, ha permesso di evidenziare già una prima crescita di valore imputabile alle operazioni realizzate nel periodo 2003-2007.

Valuta: euro/000	Equity Value
Equity investita 2003	2.500
Equity investita 2005	2.500
Conversione prestito obbligazionario	3.000
Totale 1° Investimento (50%)	8.000
Totale Equity Value	16.000

Figura 5: Rielaborazione propria

Per pervenire alla configurazione del EV della Società è stata utilizzata la PFN calcolata al 2005. L'EV della Società al momento dell'Ingresso di Wise è stata pertanto così quantificata:

Valuta: euro/000	EV Entry
Equity Value	16.000
PFN	3.685
EV	19.685
EBITDA	1.928
Multiple EV/EBITDA	10,2x

Figura 6: Rielaborazione Propria

L'EV al momento di ingresso risulta pari a complessivi euro 19,6 milioni di euro, con il mercato che ha riconosciuto un multiplo pari al 10,2x al momento dell'ingresso di Wise. Venendo alla determinazione dell'EV al momento della prima uscita (2007) è opportuno operare delle preliminari osservazioni in merito alle grandezze che ne determinano la configurazione nonché giustificarne la sottostante ratio. L'operazione di LBO, avvenuta nel corso dell'esercizio 2007, ha – come descritto in commento all'andamento dell'Ebitda e della PFN nel precedente paragrafo – fortemente influenzato *i)* il risultato del margine operativo lordo per via del sostenimento dei *transaction cost* afferenti all'operazione effettuata e *ii)* l'incremento dell'esposizione debitoria della Società verso il ceto bancario, dunque si è proceduto rispettivamente a:

- Depurare la PFN del 2007 dal finanziamento *bridge* di importo pari ad euro 23,5 milioni di euro in capo alla *NewCo* - appositamente costituita per realizzare l'operazione di LBO - poi fusa nella Società;
- Utilizzare ai fini della determinazione del multiplo riconosciuto dal mercato, l'Ebitda alla data del 31.12.2006;

- *Equity value* è stato assunto pari a 46 milioni di euro²⁵.

Alla luce di quanto esposto, la configurazione dell'EV della Società al momento della prima *exit* era la seguente:

Valuta: euro/000	EV Exit
Equity Value	46.000
PFN	20.716
EV	66.716
EBITDA	5.358
Multiple EV/EBITDA	12,5x

Figura 7: Rielaborazione propria

Alla luce dei calcoli effettuati è possibile quantificare la creazione di valore sia in termini di EV che Equity Value per Wise e per i soci uscenti:

- L'EV passa da complessivi euro 19,6 milioni a 66,7 milioni di euro e risulta pertanto triplicato (3,38x);
- Il ritorno complessivo per gli azionisti in uscita è di circa tre volte (2,9x) l'investimento effettuato in soli tre anni e mezzo;

Valuta: euro/000	EV Entry	EV Exit	Incr emento EV e Multiplo
Equity Value	16.000	46.000	-
PFN	3.685	20.716	-
EV	19.685	66.716	3,4x
EBITDA	1.928	5.358	-
Multiple EV/EBITDA	10,2x	12,5x	2,2x

Valuta: euro/000	Equity Investita	Equity Realizzata	Ritorno
Wise SGR (50%)	8.000	23.000	2,9x
OpenJob SA (50%)	8.000	23.000	2,9x
Totale	16.000	46.000	2,9x

Figura 8: Rielaborazione Propria

Del che è stato possibile scomporre i fattori della *value creation*, evidenziando il peso percentuale di ciascuna componente nella creazione di valore:

²⁵ Le Info di cui all'elenco puntato sono state desunte dalla nota integrativa al bilancio 2007.

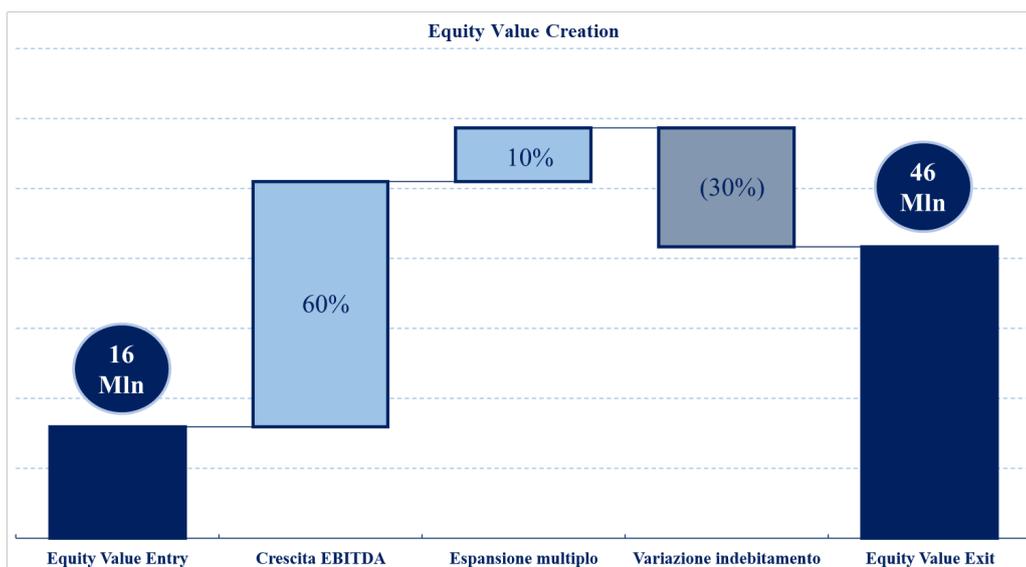


Figura 9: Rielaborazione Propria

Nello specifico, è possibile apprezzare come la creazione di valore sia, in termini percentuali, imputabile al miglioramento del margine operativo lordo (Ebitda), mentre la variazione della PFN ha contribuito a ridurre il valore creato. L'espansione dei multipli di mercato fra l'entrata e l'uscita ha avuto un peso marginale nella creazione di valore.

Con riguardo al II investimento: Nel 2007, Wise e parte de *management team* hanno reinvestito l'intero realizzo della precedente operazione, acquisendo il 100% del capitale della Società. L'operazione è stata strutturata come un LBO.

Pertanto, operando analogamente a quanto fatto per il primo investimento, si è proceduto alla quantificazione dell'EV al momento dell'entry (2007). Per continuità di valutazione l'EV della OJM al momento dell'ingresso nel secondo investimento è stato posto pari al EV in uscita del primo investimento:

Valuta: euro/000	EV Entry
Equity Value	46.000
PFN	20.716
EV	66.716
EBITDA	5.358
Multiple EV/EBITDA	12,5x

Figura 10: Rielaborazione Propria

Per la determinazione dell'EV al 2017, anno dell'exit, l'*equity value* è stato posto pari al prodotto fra il numero di azioni allora in circolazione (13.712.000 azioni) e il prezzo per azione a dicembre del medesimo anno. Per quanto concerne la PFN e l'Ebitda sono stati selezionati quelli calcolati sulla base dei prospetti contabili alla data del 31.12.2017, in quanto come descritto nel paragrafo precedente, in tale data la Società vantava un Ebitda ormai a regime nonché una PFN ridotta grazie ai risultati conseguiti dalla gestione operativa²⁶. L'EV al 2017 è pertanto configurato come di seguito.

Valuta: euro/000	EV Exit
Equity Value	164.544
PFN	34.958
EV	199.502
EBITDA	22.027
Multiple EV/EBITDA	9,1x

Figura 11: Rielaborazione Propria

Alla luce di quanto determinato è possibile definire, in primo luogo l'incremento di valore della Società il cui EV passa da 66,7 milioni di euro a 199,5 milioni di euro, evidenziando un risultato triplicato rispetto all'ingresso. Inoltre, come è possibile apprezzare dal quadro sinottico sottostante, fra l'*entry multiple* e l'*exit multiple* riconosciuti alla OJM non vi è stato alcun incremento.

Valuta: euro/000	EV Entry	EV Exit	Incremento EV e Multiplo
Equity Value	46.000	164.544	-
PFN	20.716	34.958	-
EV	66.716	199.502	3,0x
EBITDA	5.358	22.027	-
Multiple EV/EBITDA	12,5x	9,1x	-

Figura 12: Rielaborazione Propria

Quanto all'analisi del ritorno conseguito da Wise risulta necessario entrare nello specifico della quantificazione dell'*equity* investita dal fondo nonché fornire una dettagliata descrizione dell'*exit route* tramite quotazione.

L'*equity* investita da Wise fra il 2007 ed il 2017 può essere così sintetizzata:

²⁶ Cfr. Capitolo 3 "Il caso il caso Wise SGR S.p.A. – Openjobmetis agenzia per il lavoro S.p.A." paragrafo 3.2 "I key-factor del Value creation plan".

- Euro 23 milioni di euro, quanto realizzato dal primo investimento ed interamente reinvestito nella Società;
- Euro 7,3 milioni di euro c.a., quale ulteriore aumento di capitale sottoscritto e liberato mediante conferimenti in denaro al momento dell'acquisizione di Metis;

Il totale dell'*equity* investita da Wise ammonta pertanto a 30,8 milioni di euro.

Quanto all'uscita di Wise quest'ultima è avvenuta gradualmente nel corso del tempo, a far data dalla OPVS²⁷. I risultati dell'exit possono essere così brevemente riepilogati:

Prezzi	Prezzo OPVS	Prezzo Greenshoes	Prezzo ABB	Prezzo Lock-up
Prospetto OPVS	6,60	-	-	-
Comunicato stampa OJM dicembre 2015	-	6,60	-	-
Comunicato Stampa Wise 24 marzo 2017	-	-	8,25	-
Bloomberg	-	-	-	12,65

Numero Azioni	OPVS	Greenshoes	ABB	Lock-up
Totale Valuta: Euro/000				
Azioni OPVS	1.664.220	-	-	-
Azioni Greenshoes	-	750.018	-	-
Azioni vendute ABB	-	-	4.180.000	-
Azioni vendute lockup	-	-	-	684.575
Totale disinvestito	10.984	4.950	34.485	8.660

Figura 13: Rielaborazione propria

Il ritorno conseguito da Wise con il secondo investimento ammonta a complessivi euro 59 milioni, pari a circa 2x l'*equity* investita.

²⁷ Quanto all'uscita di Wise quest'ultima è avvenuta gradualmente nel corso del tempo. Una prima parte della partecipazione è stata disinvestita in sede di OPVS, alla data del 03.12.2015, incluso l'esercizio integrale dell'opzione di *Greenshoe*. A riguardo il prospetto di OPVS ha previsto "la concessione, da parte di Wise al Coordinatore dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, anche in nome e per conto dei membri del Consorzio per il Collocamento Istituzionale, di un'opzione di chiedere in prestito massime n. 750.018 Azioni, corrispondenti ad una quota pari al 15% del numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, ai fini di un over allotment nell'ambito del Collocamento Istituzionale. [...] È inoltre prevista la concessione, da parte di Wise al Coordinatore dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, anche in nome e per conto dei membri del Consorzio per il Collocamento Istituzionale, di un'opzione per l'acquisto, al Prezzo d'Offerta, di massime n. 750.018 Azioni, corrispondenti ad una quota pari al 15% del numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione da allocare presso i destinatari del Collocamento Istituzionale, in caso di over allotment.". Successivamente, in data 24 marzo 2017, Wise cede il 30,48% del capitale della Società (pari a 4.180.000 Azioni ordinarie di OJM) attraverso una procedura di Accelerated Book Building rivolta esclusivamente ad investitori qualificati in Italia e ad investitori istituzionali esteri. A seguito di tale cessione Wise è venuta detenere il 4,97% del capitale della OJM, partecipazione sulla quale ha assunto un impegno di lock-up di 180 giorni, così come da prospetto OPVS.

Valuta: euro/000	Equity Investita	Disinvestimento OPVS	Disinvestimento Greenshoes	Disinvestimento ABB	Disinvestimento Lock-up	Equity Realizzata	Ritorno
Wise SGR S.p.A	30.833	10.984	4.950	34.485	8.660	59.079	1,9x

Figura 14: Rielaborazione propria

In conclusione, al fine effettuare un ulteriore controllo in merito alla coerenza dei calcoli effettuati nonché fornire maggiore evidenza del fatto che la creazione di valore non possa che non essere imputata interamente alla crescita dell'Ebitda generata dallo sviluppo commerciale, dall'efficienza operativa e dalle operazioni di M&A realizzate nel corso dell'*holding period*, si è proceduto ad effettuare una valutazione secondo il metodo diretto dei multipli di mercato ed analizzare l'andamento dei multipli selezionati nell'arco temporale 2006-2017.

Si è pertanto provveduto a estrapolare dal data base di *Bloomberg* il multiplo EV/Ebitda delle società maggiormente comparabili alla OJM operanti nel settore della "*Business Training Employment Agency & Support Services*". In funzione del grado di comparabilità, da un punto di vista finanziario ed industriale, è stato selezionato il seguente campione di *comparable*²⁸:

²⁸ **Adecco** (Svizzera), società quotata alla Borsa di Zurigo, capitalizzazione di circa Euro 11.0 miliardi. Adecco opera nell'ambito delle risorse umane offrendo servizi di collocamento, outsourcing del personale, consulenza professionale e servizi collegati. L'attività di Adecco si svolge prevalentemente in campo industriale, informatico, ingegneristico, finanziario, legale, medico e scientifico.

Randstad (Olanda), società quotata alla Borsa di Amsterdam, capitalizzazione di circa Euro 9,9 miliardi. Randstad svolge la propria attività negli ambiti del personal recruiting, delle soluzioni HR e dei servizi interni, oltre che nel segmento professionals. Il personal recruiting si focalizza su individui in possesso del diploma di scuola superiore o con un livello educativo inferiore. Le soluzioni HR consistono principalmente nell'outsourcing del processo di recruitment, nell'outplacement e nell'offerta di servizi di consulenza. I servizi interni rispondono al fabbisogno delle aziende che necessitano di elevati volumi di forza lavoro. Infine, il segmento professionals identifica e valuta i candidati le cui capacità rispecchiano le richieste delle aziende clienti.

Robert Half (USA), società quotata alla Borsa di New York (New York Stock Exchange, NYSE), capitalizzazione di circa Euro 6 miliardi. Robert Half è una società di consulenza per le risorse umane che opera su scala globale. Fondata nel 1948, è stata riportata dalla rivista Fortune tra le "aziende più ammirate al mondo" nel settore del temporary-help aiuto temporaneo per 21 anni consecutivi ed è accreditata come la prima e più grande azienda di personale contabile e finanziaria al mondo, con oltre 345 sedi in tutto il mondo. La Società opera attraverso tre segmenti principali: i) personale temporaneo e di consulenza, ii) personale di collocamento a tempo indeterminato, iii) consulenza sul rischio e servizi di audit interno. Attraverso le sue divisioni Accountemps, Robert Half Finance & Accounting, Robert Half Management Resources, la società fornisce professionisti temporanei, a tempo pieno e di progetto nei settori della contabilità e della finanza.

KForce (USA), società quotata al NASDAQ, capitalizzazione di circa Euro 738 milioni. Kforce è una società di servizi di professional staffing che crea e gestisce team di esperti in tecnologia, finanza e contabilità. Kforce funge da partner affidabile per oltre 4.000 organizzazioni – operanti nei settori tecnologico, finanziario e governativo – alle quali fornisce soluzioni flessibili e permanenti per l'assunzione di personale, garantendo altresì un supporto per la gestione della carriera individuale.

CPL ID (Irlanda), società quotata alla Borsa di Dublino. Capitalizzazione di circa Euro 219 milioni. CPL Resources Public Limited Company è specializzata nella fornitura di professionisti nel settore dell'IT –

NAME	COUNTRY_FULL_NAME	ICB_SUBSECTOR_NAME	2017
ADECCO GROUP AG-REG	SWITZERLAND	Business Training Employment Agency	6,6x
RANDSTAD NV	NETHERLANDS	Business Training Employment Agency	8,6x
ROBERT HALF INTL INC	UNITED STATES	Business Training Employment Agency	9,9x
KFORCE INC	UNITED STATES	Business Training Employment Agency	10,2x
CPL RESOURCES PLC	IRELAND	Business Training Employment Agency	9,4x
Media			8,9x
Mediana			9,4x
Min			6,6x
Max			10,2x

Figura 15: Bloomberg database

Replicando pertanto la valutazione dell'EV al 2017 – anno di *exit* di Wise – utilizzando il multiplo medio del campione selezionato, si perviene ad un risultato prossimo a quanto riscontrato in precedenza, evidenziando uno scostamento nel valore finale di appena 2,8 milioni di euro (199 milioni contro 196 milioni).

Valuta:euro/000	MKT Multiple 2017
Multiple Average	8,9x
EBITDA	22.027
EV	196.627
PFN	34.958
Equity Value	161.669

Figura 16: Rielaborazione propria

Dall'analisi condotta circa l'andamento dei multipli del settore di riferimento della Società non è emersa alcuna espansione significativa, con particolare riferimento agli anni di *entry* ed *exit* della Società. Il risultato è inoltre coerente con quanto rilevato circa la stima della crescita dell'EV durante il secondo investimento: *l'entry multiple* risultava pari a 12,5x contro il 9,1x dell'*exit multiple*.

permanenti ed a contratto – in tutta l'Irlanda e in Europa. La Società recluta personale tecnico e dirigenziale nei settori del software, dell'elettronica, dell'ingegneria, della sanità e della finanza. Attualmente, il gruppo ha 12 società distribuite in 21 uffici nella Repubblica d'Irlanda, de nell'Irlanda del Nord e nel resto del Europa.

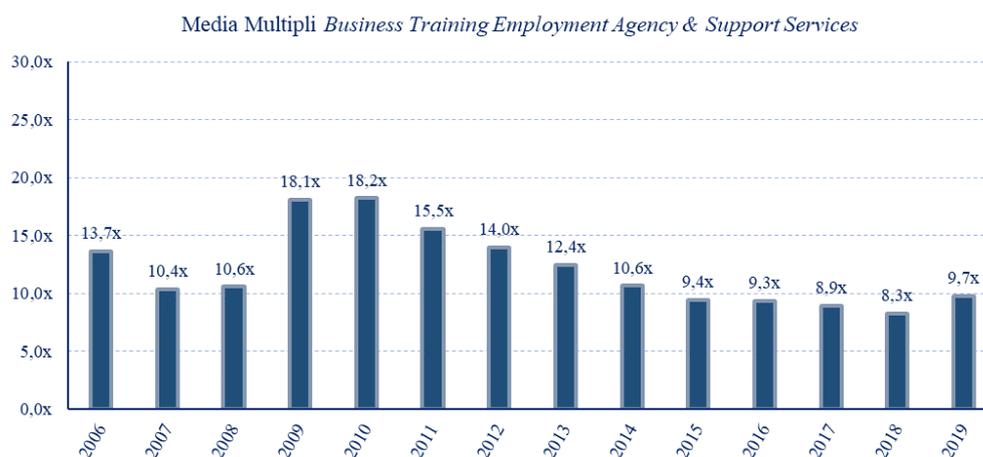


Figura 17: Rielaborazione Propria su Bloomberg Database

Se considerato quale un unico e singolo investimento, per apprezzare ancor più la crescita di valore apportata, i risultati sono i seguenti:

Valuta: euro/000	EV Entry 2003 (I Investimento)	EV Exit 2017 (II Investimento)	Incremento EV e Multiplo
Equity Value	16.000	164.544	-
PFN	3.685	34.958	-
EV	19.685	199.502	10,1x
EBITDA	1.928	22.027	-
Multiple EV/EBITDA	10,2x	9,1x	-

Figura 18: Rielaborazione propria

Quanto al ritorno di Wise:

Valuta: euro/000	EV Entry 2003 (I Investimento)	EV Exit 2017 (II Investimento)	Ritorno
Wise SGR	8.000	59.079	7,4x

Figura 19: Rielaborazione Propria

Quanto studiato ed analizzato, a livello tecnico e teorico, nei primi due capitoli dell'elaborato è stato fondamentale per procedere con adeguata consapevolezza all'analisi del *case study* selezionato.

Gli *add-on* conseguiti hanno permesso la realizzazione di sinergie quali l'eliminazione delle filiali in sovrapposizione e l'efficientamento della struttura nonché la crescita delle quote di mercato della Società, tanto da renderla un target potenzialmente quotabile.

Grazie all'impegno congiunto del *management team* e di Wise, la OJM è passata dall'essere un piccolo operatore del mercato della somministrazione del lavoro fino a costituire un polo del lavoro somministrato, rientrando fra i primi *player* nazionali a capitale italiano del

settore. Di non minor rilevanza è stata la risposta della Società alla crisi del 2009, che grazie agli interventi effettuati, si è dimostrata adeguata ad affrontare gli eventi più sfidanti di ripresa del mercato. Lo sviluppo commerciale, l'efficientamento della gestione operativa e le operazioni di M&A si sono dimostrati i fattori da cui è derivata la crescita dell'Ebitda che è passato da un valore negativo di euro 1,4 milioni ai quasi 22 milioni di euro del 2017. Alla crescita ed espansione del margine operativo lordo è pressoché imputabile l'intera creazione di valore.

BIBLIOGRAFIA DELLA TESI

- 📖 A.Gervasoni, F. L. Sattin, *Private equity e Venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, V edizione, 2015, Guerini Next.
- 📖 L. Cary, *The Venture Capital Report. Guide to Venture Capital in the UK & Europe*, Management Today, London, 1993
- 📖 S. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Happsire, 1992
- 📖 NVCA, 1999, Annual Report, Venture One, San Francisco, 1999.
- 📖 W.D. Bygrave, M. Hay, J.B. Peeters, *Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, London 1994.
- 📖 W. Bygrave, J.A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.
- 📖 A. Gervasoni, "Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice", Risk Books, London, 2014.
- 📖 A. Gervasoni, A. Bechi, *I Fondi Chiusi di Private Equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna 2007.
- 📖 A. Gervasoni, *I Fondi di Investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.
- 📖 Cfr. M. Carlotti, *Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2012.
- 📖 Prequin, *Global Private Equity Report*, Prequin 2013.

- 📖 C. Teodori, “*Analisi di bilancio, lettura ed interpretazione*”, terza edizione, Giappichelli, Torino.
- 📖 “*Everything Is Private Equity Now, 03/10/2019, Bloomberg Business Week*.”
- 📖 KPMG, *Private Capital per le imprese*, Convegno Annuale AIFI, marzo 2019.
- 📖 KPMG, *The Sunny Spell - Italian Private Equity and Venture capital market performance*, 2018
- 📖 KPMG, *Sustainable returns – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2017;
- 📖 KPMG, *The way ahead – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2016.
- 📖 KPMG, *What’s Next – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2015.
- 📖 KPMG, *Still Growing – Italian Private Equity and Venture capital market*, 2014.
- 📖 KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance*, 2004.
- 📖 AIFI, *Il Private Equity nel nuovo assetto dell’economia italiana*, Convegno annuale 2012.
- 📖 Invest Europe, *Central and Eastern Europe, private equity statistics*, June 2019.
- 📖 Invest Europe, *Investing in europe: Private equity activity*, research 2019.
- 📖 AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2019.
- 📖 AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2018.

-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2017.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2016.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2015.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2014.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2013.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2012.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2011.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2010.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2009.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2008.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2007.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2006.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2005.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2004.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2003.
-  AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, 2002.

- 📖 F. Sottrici, *Venticinque anni di private equity in italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, *LIUC Papers n. 262*, febb. 2013.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2018.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2017.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2016.
- 📖 Private Equity Monitor, *Il rapporto PEM*, 2015.
- 📖 EY, *Why private equity can endure the next economic downturn*, March 2020.
- 📖 EY, *PE Pulse Quarterly insights and intelligence on PE trends*, April 2020.
- 📖 EY, *Private equity firms face different challenges and obstacles as they seek to arrive at a common goal of operational excellence*, 2018.
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2019;
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2017;
- 📖 PWC, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2014;
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2020*.
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2019*.
- 📖 Bain & Company, *Global Private Equity Report 2018*.
- 📖 Bain & Company, *Add-on Strategy una via per la crescita profittevole*, Nov. 2014.

- 📖 MC Kinsey, *A new decade for private markets McKinsey Global Private Markets Review*, 2020.
- 📖 MC Kinsey, *Superiors return in Private Equity from Active Ownership*, 2005.
- 📖 LIUC, *Il ruolo del capitale di rischio per la nascita di nuove imprese e la successiva creazione di valore*, nov. 2005.
- 📖 A.Rappaport, *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York, 1998.
- 📖 P. Fernández, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, 2002.
- 📖 Bini, Guatri, *La valutazione delle aziende*, 2007, Egea.
- 📖 A. Damodaran (Ed. Italiana a cura di F.Ferri), *Finanza Aziendale*, 2009.
- 📖 A. Damodaran, *Private Equity: Beyond the “storytelling”*.
- 📖 Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, 10° ed., McGrawHill.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2019.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2018.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2017.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A, Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2016.

-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2015.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2014.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2013.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2012.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2011.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2010.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2009.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2008.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2007.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2006.
-  Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2005.

- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2004.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2003.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2002.
- 📖 Registro delle Imprese – Archivio Ufficiale delle C.C.I.A.A., Bilancio di esercizio Openjobmetis S.p.A. 2001.
- 📖 *“Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all’ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Openjobmetis S.p.A.”* Depositato in Consob 18 nov. 2015.
- 📖 Wise SGR S.p.A., Comunicato Stampa, Milano 24 marzo 2017.
- 📖 Openjobmetis S.p.A. Agenzia per il Lavoro, Comunicato Stampa, Gallarate 30 dicembre 2015.

SITOGRAFIA

-  aifi.it/
-  privateequitymonitor.it/
-  ebitemp.it/
-  investeurope.eu/
-  bloomberg.com/businessweek
-  bloomberg/marketdatabase
-  eesc.europa.eu/
-  oecd.org/
-  istat.it/
-  ec.europa.eu/eurostat/
-  imf.org/