

FACOLTÀ DI ECONOMIA

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE

CATTEDRA DI M&A E INVESTMENT BANKING

**L'IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA SULLE
OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY**

SINTESI DELL'ELABORATO

RELATORE

PROF. SSA ALESSANDRA GENCO

CANDIDATO

PIERGIORGIO BIANCHINI

MATRICOLA 616261

CORRELATORE

PROF. MATTEO ARPE

ANNO ACCADEMICO 2009-2010

Capitolo I Attività di Private Equity e operatività di un fondo d'investimento in capitale di rischio

1.1	Inquadramento teorico dell'attività di Private Equity	- 8 -
1.2	Strutturazione di un fondo di Private Equity	- 15 -
1.3	Impatto economico dell'attività di Private Equity	- 20 -
1.4	Attività di <i>fund raising</i>	- 24 -
1.5	Il processo d'investimento	- 30 -
	1.5.1 Attività di <i>origination</i>	- 31 -
	1.5.2 Analisi dell'operazione	- 34 -
	1.5.3 Finanziamento di un'operazione di <i>Leveraged Buy Out</i>	- 45 -
1.6	Gestione del portfolio di investimenti	- 53 -
1.7	Il processo di disinvestimento	- 58 -

Capitolo II Gli anni d'oro del Private Equity: la crescita del mercato prima della crisi

2.1	Analisi generale dell'attività nel 2006 e nel 2007	- 67 -
	2.1.1 Principali evidenze sul recente sviluppo dell'attività di Private Equity	- 74 -
2.2	Dimensione delle operazioni di Private Equity	- 81 -
	2.2.1 Europa	- 81 -
	2.2.2 Nord America	- 92 -
	2.2.3 Italia	- 97 -
2.3	I principali settori coinvolti nelle operazioni: cause ed evoluzione	- 103 -
	2.3.1 Focus sull'Italia: caratteristiche delle imprese target e principali operazioni	- 114 -
2.4	La recente attività di Private Equity nelle economie emergenti	- 120 -

2.4.1 Analisi generale dell'attività e delle prospettive future	- 120 -
2.4.2 Focus sui BRICs	- 126 -

Capitolo III L'impatto della crisi finanziaria sulle operazioni di Private Equity

3.1 L'impatto del <i>credit crunch</i>	- 132 -
3.1.1 Breve Storia della Crisi finanziaria: cause ed evoluzione	- 136 -
3.1.2 1990-2007: l'impatto sul Private Equity di due crisi del credito	- 143 -
3.2 Il cambiamento del trend nel 2008	- 150 -
3.2.1 Focus sull'Europa	- 157 -
3.2.2 Focus sul mercato italiano	- 167 -
3.3 Analisi dell'attività nel 2009	- 175 -
3.3.1 I problemi nel <i>fund raising</i> e l'impatto sulle prospettive dei <i>limited partners</i>	- 181 -
3.3.2 Il declino delle operazioni di <i>Leveraged Buy Out</i>	- 190 -
3.3.3 Le difficoltà nell' <i>exit</i> : il ruolo dei mercati azionari	- 200 -
3.3.4 Il mercato italiano nel 2009	- 215 -

Capitolo IV: What's next? Le prospettive future degli attori del Private Equity

4.1 Lo scenario macroeconomico internazionale attuale	- 223 -
4.2 Le prospettive future degli attori del Private Equity	- 228 -
4.3 La trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti e il suo ruolo in Italia	- 243 -
Bibliografia	- 253 -

Il presente lavoro si prefigge lo scopo di dimostrare come gli effetti della crisi finanziaria degli ultimi due anni abbiano avuto un impatto significativo sull'attività di private equity a livello mondiale, sconvolgendo il modo di condurre le operazioni per i principali protagonisti del settore e ponendo l'intera *industry* dinanzi a nuove sfide e questioni che, nell'attesa di una robusta ripresa dell'economia e della finanza mondiale, saranno gli interrogativi chiave per gli anni immediatamente a venire. Al fine di rappresentare chiaramente quanto appena espresso, l'elaborato si costituisce di quattro parti, ciascuna delle quali si riallaccia alle altre in virtù di una piena organicità e coerenza del lavoro, oltre che di continuo riferimento teorico e analitico.

CAPITOLO I

L'attività di private equity si definisce come “*una 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*”. All'interno della galassia degli investitori in private equity, è possibile una tassonomia legata alla fase del ciclo di vita attraversato dall'impresa oggetto della partecipazione: viene così distinto il *venture capital* dal *private equity* (in senso tecnico), intendendo con il primo quella particolare attività volta al finanziamento dell'azienda nelle prime fasi del suo ciclo di vita, per loro natura contraddistinte da un binomio rischio-rendimento particolarmente elevato. Si può ulteriormente segmentare la galassia del *venture capital* in due ulteriori sottoclassi, quelle del *seed capital* e dello *start up capital*, dove con il primo si intende il finanziamento alla ricerca, valutazione e sviluppo di un “concetto” iniziale, prima che il business raggiunga la fase, successiva dunque, di *start up*. L'investimento vero e proprio in *private equity* è invece finalizzato allo sviluppo e al sostegno di un'impresa già esistente e ben avviata: si parla di *expansion/growth capital* quando vengono effettuati investimenti di minoranza in imprese ad alto potenziale di crescita, agendo a fianco dell'imprenditore e del management con un ruolo di tipo consulenziale a livello finanziario e strategico, mentre si parla di *replacement capital* per riferirsi a operazioni che hanno la finalità di sostituire una parte della compagine azionaria che non è più coinvolta

nell'azienda, senza però aumentare il capitale sociale della stessa. Viceversa, si parla di *buy out* ogni qualvolta l'investimento consente di raggiungere la maggioranza della compagine azionaria, acquisendo imprese già mature e in grado di fornire *cash flow* stabili e prevedibili nel tempo. Caratterizza quest'ultimo tipo di operazioni il modo in cui sono state storicamente finanziate: molti *buy out* sono condotti con la modalità del *leveraged buy out* (LBO), ricorrendo cioè normalmente a elevati livelli di indebitamento, che verranno poi ripagati attraverso i flussi di cassa che si genereranno nel tempo. Costituiscono infine una categoria a parte, in cui solitamente sono attivi operatori fortemente specializzati, le attività di *turnaround investment*, focalizzate su cicli patologici e non ordinari dell'impresa.

I motivi per i quali un investitore dovrebbe preferire l'investimento in private equity e non invece in un altro tipo di *asset class* risiedono essenzialmente nella capacità dello strumento di offrire un rendimento superiore a quello di altri benchmark di riferimento, circostanza giustificata dalla minore liquidità rispetto al classico investimento in società quotate, dalla frequenza con la quale i fondi di private equity hanno mostrato rendimenti superiori a quelli dei mercati borsistici di riferimento, dalla correlazione non eccessiva con i mercati azionari, dalla discrezionalità che la componente gestionale fornisce nelle scelte strategiche assunte.

L'attività di private equity viene svolta principalmente da istituzioni finanziarie che vengono strutturate come fondi, raccogliendo i capitali dagli investitori e investendoli successivamente in imprese, per lo più non quotate. La durata di un fondo è solitamente di dieci anni, all'interno dei quali si distinguono il momento in cui si investe (*investment period*) da quello in cui si dismettono le partecipazioni (*divestment period*), ciascuno della durata media di cinque anni. Dal punto di vista operativo, è ormai acclarata l'affermazione dei fondi paneuropei, che fanno capo a grandi operatori internazionali e gestiscono capitali di gran lunga superiori alla media del settore, poiché si muovono a livello sovra-regionale. Solitamente, questi fondi hanno come sottoscrittori grandi investitori istituzionali e operano attraverso *advisor* locali. Le modalità operative prevedono la costituzione di una *limited partnership*, che gestisce nel suo complesso il fondo:

i partner presenti sono di due diverse categorie, che permettono di distinguere nettamente chi sottoscrive quote del fondo (*limited partners*) e chi invece ha il controllo manageriale della società di gestione (*general partners*). Da un punto di vista meramente strutturale, il patrimonio della società di gestione e quello del fondo restano distinti: i *general partners* gestiscono quest'ultimo in modo professionale, percependo una serie di commissioni fisse e/o variabili (su tutte, la *management fee* annuale fissa e il *carried interest*, una commissione pari al 20% dei *capital gains* realizzati dal fondo, da attribuirsi una volta che i *limited partners* siano stati rimborsati dell'ammontare del loro investimento in maniera superiore al cosiddetto *hurdle rate*, la quota minima di rendimento per l'investitore).

Relativamente alle fasi in cui si declina e sviluppa l'attività di private equity, il primo momento di operatività per un fondo è quello della raccolta (*fund raising*): attraverso questo processo, il fondo viene alimentato con *commitments* cui i vari investitori si impegnano a dar seguito nel corso della vita del fondo stesso. Le principali tipologie di *limited partners* sono: fondi pensione, fondi di fondi, banche, assicurazioni, fondazioni, *family offices* e investitori individuali, provenienti principalmente da Stati Uniti, Regno Unito, Europa occidentale e, recentemente, dai Paesi emergenti. Il processo di *fund raising* è un'attività molto impegnativa anche dal punto di vista temporale, visto che la sua durata è di solito annuale. Tale processo è schematizzabile in alcune fasi, quali: identificazione del mercato target per la raccolta; fase di *pre-marketing*; strutturazione del fondo; preparazione e distribuzione materiale di marketing; *roadshow* con i potenziali investitori; preparazione documentazione legale e *closing*.

Alla base delle scelte d'investimento dei *limited partners* in un fondo piuttosto che in un altro stanno diverse motivazioni: *reputation* della società di private equity nel proprio territorio nazionale; *track record* del management team della società di gestione e dei singoli componenti (si tratta dei risultati ottenuti dal team su un arco temporale storico medio – lungo); strategia d'investimento che il team intende sviluppare (rispetto alla dimensione e al tipo delle operazioni, al settore e Paese prescelto); sistema di commissioni in linea col mercato; struttura organizzativa semplice e scevra da conflitti d'interesse; parametri di misurazione

della performance chiari e corrispondenti alle metodologie ufficiali; meccanismi di *draw-down* (richiamo dei capitali) e di distribuzione dei proventi degli investimenti in linea con le esigenze del mercato.

Una volta terminata la fase di raccolta, si può affermare che per un fondo di private equity inizi il vero e proprio momento dell'investimento. Prescindendo dalla tipologia di operazione in questione, il processo di investimento può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

- *Attività di origination*: consiste nella ricerca dell'operazione da porre in essere. Le principali fonti di *origination* sono il marketing diretto, l'auto-proposizione da parte della società target, il supporto di un *advisor*. Il flusso di opportunità d'investimento da generare è funzione dei *track record* e della reputazione dell'operatore, delle sue capacità di marketing e della conoscenza del mercato geografico di riferimento che ha il team dei gestori;
- *Analisi dell'operazione*: è necessario in questa fase determinare anzitutto le caratteristiche fondamentali dell'impresa target guardando al suo *business plan* e attraverso un'approfondita analisi del mercato. Per ogni operazione, ma in particolare per quelle di minoranza, è inoltre cruciale l'allineamento degli interessi tra imprenditore/management e investitore istituzionale: in tal senso, è possibile distinguere in maniera piuttosto netta le caratteristiche specifiche che deve possedere un'azienda adatta ad un intervento di *expansion* piuttosto che di *buy out*. Nel primo caso, si tratta in concreto di imprese ad alto potenziale di crescita, guidate da un imprenditore ambizioso ma affidabile, con cui molto spesso, le opportunità esistono rapporti pregressi; viceversa, nei *buy out* vengono ricercate imprese più solide, in grado di generare flussi di cassa stabili tramite i quali ripagare all'interno dell'orizzonte di investimento l'indebitamento contratto per finanziare l'operazione, trasformando il debito in equity. Si tratta dunque di imprese con elevata marginalità, bassi investimenti in immobilizzazioni e capitale circolante, significativa disponibilità di *assets* liberi da vincoli per fornire garanzie implicite o esplicite ai propri

finanziatori. Una volta selezionata l'impresa più adatta, i passaggi successivi sono: la definizione del prezzo d'acquisto (solitamente col metodo dei multipli di mercato); l'analisi della fattibilità dell'investimento (attraverso modelli previsionali, su base pluriennale, di *cash flow* e bilanci dell'azienda target) e la fase di *due diligence*;

- *Finanziamento dell'operazione*: il riferimento è in questo caso alle operazioni di LBO, che costituivano fino all'inizio della crisi finanziaria la modalità operativa prescelta nel 90% dei casi degli interventi di *buy out*. La scelta delle forme di finanziamento da utilizzare dipende da numerose variabili, su tutte, la rispettiva onerosità e flessibilità: per un LBO non aggressivo, il rapporto base è stato storicamente del doppio del debito rispetto al capitale proprio, ma l'*equity* può in realtà arrivare anche fino al 20-30%, valore aumentato di molto in seguito al *credit crunch*, tanto che nel 2009 si può affermare che il rapporto sia stato quasi di parità. Tra le varie forme tecniche di finanziamento utilizzate, oltre all'*equity*, occorre distinguere: il debito *senior*, che costituisce la maggior parte dell'importo necessario per l'acquisizione e ha la priorità di rimborso rispetto a tutte le altre forme (nonché garanzie reali e *covenants* a supporto); il debito subordinato, postergato nel rimborso e per questo più rischioso ma anche più remunerativo per chi lo concede; il mezzanino, a metà strada tra il debito e il capitale proprio, poiché il finanziatore che eroga il prestito (subordinato) ottiene, in virtù della rischiosità dello stesso, una remunerazione più alta data da una quota del capitale della target (*equity kicker*).

Prima di dismettere la partecipazione, è necessario che nell'ambito del periodo d'investimento la stessa venga gestita in modo da essere valorizzata in pieno: occorre delineare dove e come viene creato effettivamente valore aggiunto da parte dell'investitore istituzionale. In tal senso, si può affermare che la capacità del private equity di generare valore si basa su due leve principali: l'aumento in valore assoluto dell'EBITDA (attraverso l'aumento del fatturato e/o la riduzione dei costi) e la gestione degli aspetti economici del *deal* (agendo sulla struttura

finanziaria dell'operazione). La fase del disinvestimento è dunque il momento conclusivo del complessivo ciclo d'intervento dell'investitore istituzionale, nonché uno dei più importanti: attraverso una profittevole cessione della partecipazione passa infatti la capacità del fondo di creare valore per i suoi sottoscrittori, circostanza in grado di alimentare una nuova raccolta proficua. È necessario definire fin dalle prime fasi dell'investimento due aspetti cruciali per determinare l'*exit*: il *timing* giusto per attuarlo e la modalità operativa. Rispetto a quest'ultimo tema, le modalità attraverso le quali il disinvestimento può essere attuato sono fondamentalmente cinque: l'IPO della società detenuta; il *trade sale* (cessione della partecipazione a soci industriali attraverso una trattativa privata); il *secondary buy out* (acquisto della partecipazione da parte di un altro investitore finanziario); il *buy-back* (da parte del socio di maggioranza, dei manager, o della società stessa); il *write-off* (svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa). La scelta della modalità di *exit* dipende inoltre da vari fattori: dimensione e settore della società target, caratteristiche organizzative, risultati raggiunti/prospettici, preferenze degli azionisti, quota di capitale posseduta, onerosità dell'operazione, andamento dei mercati finanziari.

CAPITOLO II

Gli anni che hanno immediatamente preceduto lo scoppio della crisi finanziaria hanno contraddistinto per il private equity quello che può essere definito a tutti gli effetti un vero e proprio periodo d'oro, coinciso con picchi record nei capitali raccolti, in quelli investiti e in quelli disinvestiti.

Tra i principali nuovi attori della finanza mondiale, nel 2006 il private equity poteva contare su 700 miliardi di dollari di *assets under management*. Le cause di questo notevole sviluppo sono: la presenza di numerose imprese target attrattive, in grado di poter generare maggiori ritorni sull'investimento rispetto alle quotate, a causa dei tassi d'interesse bassi e quindi con la possibilità di essere "caricate" di un notevole indebitamento; la crescente domanda degli investitori, favorita dall'ingente liquidità a disposizione (specialmente capitali provenienti dall'Asia) e dalle esigenze di diversificazione dei gestori (soprattutto quelli dei fondi

pensione), che hanno portato a condizioni molto favorevoli sul mercato del debito, dove i tassi d'interesse bassi hanno finito per incentivare notevolmente le grandi operazioni di LBO; i cambiamenti normativi, soprattutto nell'ambito dei fondi pensione europei, cui è stata concessa maggiore apertura verso gli investimenti alternativi. A fronte di tali cause, i profitti crescenti e i conseguenti *cash flow* generati hanno consentito fino al 2007 alle imprese acquisite di ripagare agevolmente l'indebitamento contratto: nel periodo ante - crisi, caratterizzato da bassi tassi d'interesse, il ruolo della leva finanziaria sulla struttura di capitale è stato infatti largamente positivo, costituendo di certo il fatto più rilevante a livello ambientale, in grado di trainare sia le dimensioni complessive dell'attività, sia quelle dei singoli *deal* e dell'attività di disinvestimento, contribuendo in modo decisivo alla performance delle operazioni nella grande maggioranza dei casi, anche se la capacità di creare valore attraverso la crescita organica del business e la maggiore efficienza indotta dalla riduzione dei costi rimangono leve assolutamente imprescindibili nella crescita dell'EBITDA.

Relativamente all'Europa, nel 2006 l'aumento dell'ammontare di capitali investiti è stato vertiginoso rispetto al passato (71 miliardi di euro), spinto soprattutto dal segmento del *buy out* e dal conseguente apporto positivo del favorevole effetto *leverage*: questa circostanza è testimoniata in particolare dal netto aumento della dimensione media delle operazioni, che in molti casi hanno superato il miliardo di euro di controvalore con multipli pari anche a 13-14 volte l'EBITDA. La crescita dell'attività si è mossa in modo uniforme attraverso tutto il continente, con la fisiologica prevalenza di Regno Unito e Francia: tuttavia, a partire dall'ultimo trimestre del 2007 quest'avanzata ha iniziato ad arrestarsi, registrandosi uno stallo effettivo nel valore degli investimenti rispetto al 2006, ma soprattutto la discesa del 30% sul fronte della raccolta.

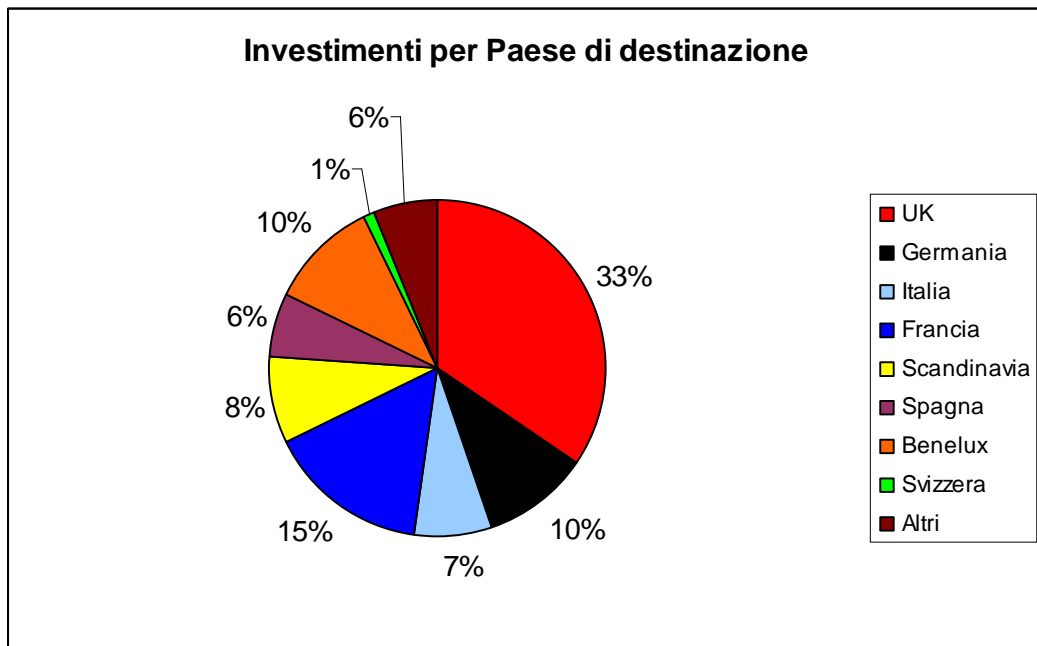


Figura 1: Distribuzione geografica investimenti in Europa nel 2006. Fonte: EVCA

Anche a livello di performance dei fondi, il periodo è stato in Europa certamente favorevole, pur risentendo del deterioramento delle condizioni dell'ambiente negli ultimi mesi dell'anno: tra il 2003 e il 2007 l'IRR medio sull'investimento in *buy out* è stato del 15%, in ascesa rispetto ai quinquenni precedenti, che avevano comunque mostrato rendimenti stabilmente superiori ai principali benchmark di riferimento.

Nel Nord America, sia nel 2006 che nel 2007 il mercato del private equity ha attraversato una fase molto positiva nel *fund raising* e negli investimenti, sospinti dalle medesime condizioni di contesto favorevoli già enunciate per l'Europa: operazioni di LBO di grandi dimensioni e multipli superiori alla media europea hanno contraddistinto un biennio di crescita sostenuta per l'attività d'investimento in capitale di rischio statunitense.

Anche l'Italia ha seguito negli anni precedenti la crisi gli stessi trend del resto dell'Europa, ovviamente con proporzioni differenti ma in grado comunque di confermarla stabilmente tra i primi cinque mercati europei. Sul lato della raccolta, al punto di massimo anche in Italia, vale la pena evidenziare che banche e fondi di fondi costituiscono la fonte del 50% delle risorse apportate ai fondi; gli investimenti si sono invece mossi a due velocità, rallentando nel 2007 una crescita

comunque sostenuta che ha portato il controvalore complessivo a superare i 4 miliardi di euro. Dal punto di vista operativo, anche in Italia si riscontra nel 2007, grazie al basso costo del debito, l'aumento della dimensione media dei *deal* (e del multiplo medio) nell'ambito delle operazioni di maggioranza, mentre il dato caratterizzante è certamente la prevalenza del numero degli interventi di *expansion*, un dato che segue il peculiare tessuto economico nazionale, costituito come noto da imprese di dimensioni ridotte.

Un tema molto importante riguarda la distribuzione settoriale delle operazioni a livello globale: come normalmente avvenuto in passato, si è osservata una decisa tendenza alla specializzazione in certi settori industriali da parte del private equity, in particolare per quanto riguarda le imprese piccole e medie, che coprono la pressoché totalità dei business esistenti in ogni parte del mondo, mentre non si può dire lo stesso delle imprese di grandi o grandissime dimensioni, che sono spesso concentrate negli Stati Uniti o in pochissimi Paesi europei e gestiscono business con caratteristiche tali da prestarsi all'espansione dimensionale.

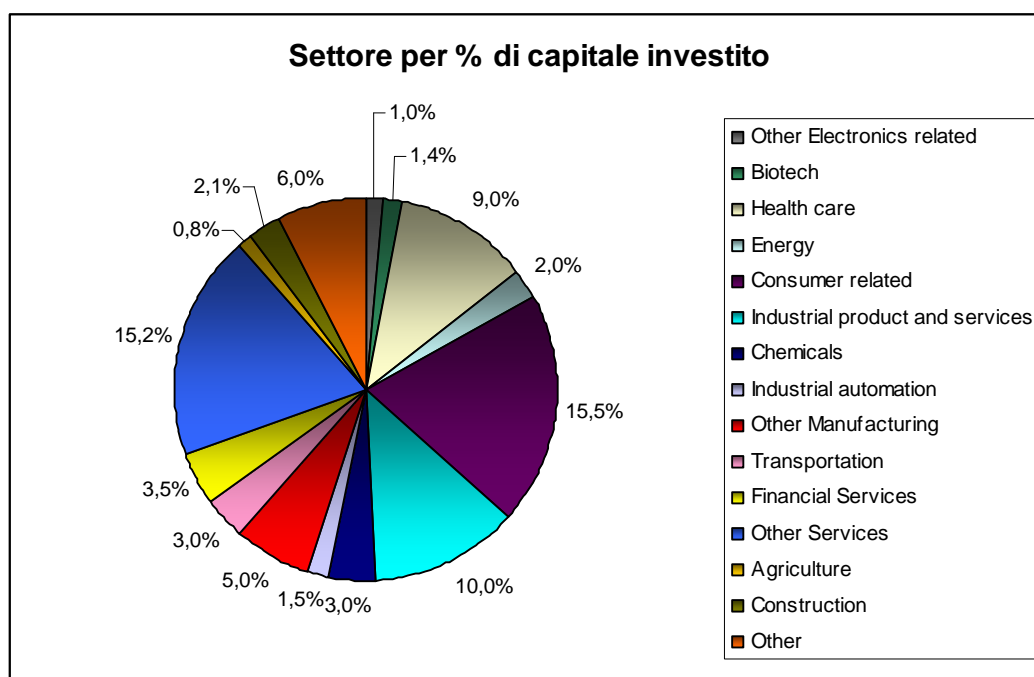


Figura 2: Distribuzione % per settore degli investimenti in Europa nel 2006. Fonte: EVCA.

Una notevole fetta della distribuzione settoriale è coperta dal comparto industriale, solitamente uno dei settori più attrattivi per le operazioni di *buy out*, prevalentemente per le sue caratteristiche di base (efficienza produttiva

migliorabile, sfruttamento di economie di scala e di scopo, relativa stabilità nella durata dei contratti, tendenze internazionali all'*outsourcing* produttivo). Elevato anche il peso di *consumer goods* e *retail*, da sempre comparto molto appetito dagli operatori di *buy out* (grazie alla relativa solidità nei flussi di cassa in alcuni segmenti, come quello alimentare o dei prodotti per la casa, e alla presenza di *assets* utilmente cedibili sul mercato), e del comparto tecnologico, settore considerato solitamente instabile (su cui infatti non mancano le incertezze per il futuro), ma alimentato dall'elevata domanda per maggiori funzioni e applicazioni IT da parte delle imprese. Altri settori oggetto di grandi operazioni negli anni precedenti la crisi e ora invece in fase di transizione sono l'industria dei media e dell'*entertainment* e, ovviamente, il *real estate*, mentre numerose opportunità per il futuro verranno dalle infrastrutture e dai comparti energetico (anche le fonti rinnovabili) ed *health care*, che hanno visto nel biennio 2006-2007 operazioni di notevole dimensioni da parte dei fondi (su tutte, TXU e Hospital Corp). Anche in Italia il settore prevalente per il private equity è quello dei prodotti e servizi industriali (in particolare quelli IT), mentre molti *deal* sono stati conclusi anche nel manifatturiero e nel lusso, nelle biotecnologie, nell'energetico.

Anche per i cosiddetti Paesi emergenti il 2006 e il 2007 hanno rappresentato annate particolarmente positive per l'attività di private equity, la quale ha avuto in queste realtà uno sviluppo molto più recente rispetto al mondo occidentale, anche grazie alle numerose riforme economiche approvate ovunque. La solidità dei fondamentali economici di molti di questi Paesi e i bassi livelli da cui partiva l'attività ha peraltro consentito di mantenere buoni risultati anche quando la crisi è iniziata, imponendo ai fondi maggiori l'ingresso immediato in queste nuove realtà. Rispetto al gruppo di Paesi noto come BRICs, va sottolineato il ruolo delle materie prime per il Brasile, del miglioramento dell'efficienza produttiva per le aziende russe, le caratteristiche del sistema imprenditoriale (che ben si presta a *early stage* e *expansion*) per l'India, l'importanza delle connessioni locali e delle dinamiche di controllo del prezzo della valuta locale per la Cina.

CAPITOLO III

Il *credit crunch* ha avuto sull'attività di private equity un impatto decisamente negativo: come noto, alla base della crisi finanziaria di fine 2007 e del 2008 stanno diversi fattori concomitanti, in particolare il livello dei tassi d'interesse, spinti verso il basso dall'abbondanza di capitali provenienti dall'Asia, i modelli adottati dalle banche per eliminare il rischio di credito, le discutibili valutazioni dei prodotti finanziari strutturati da parte delle agenzie di *rating*. Tutto ciò ha causato i ben noti eventi dell'autunno 2007 e del 2008, che hanno spinto le autorità governative di tutto il pianeta ad adottare massicci interventi a sostegno degli intermediari finanziari e dell'economia reale. L'impatto della crisi di liquidità avvenuta sui mercati è stato per il settore del private equity simile a quello osservato al termine degli anni '80 e nei primi anni '90, seppur con diverse proporzioni ed estensione: le cause di siffatto crollo sono da ricercarsi nell'elevato livello dei prezzi pagati in entrata, nell'eccessivo indebitamento (in gran parte subordinato) utilizzato per compiere le operazioni, nel ruolo e nelle scelte delle banche finanziatrici. Rispetto alla precedente crisi tuttavia, i prezzi non sono scesi perché spinti in alto dalla concorrenza per accaparrarsi le poche aziende migliori rimaste e per sfruttare la massa di capitali inesperti a disposizione dei fondi; quanto all'indebitamento, la diffusione dello stesso tramite la creazione di prodotti strutturati e l'assenza di trasparenza su chi li possedesse ha generato nel mercato del credito all'ingrosso effetti simili a quelli visti sul lato *retail*, con l'amplificazione degli effetti negativi di piccoli shock iniziali dovuti al fallimento di operazioni ridotte da parte di fondi minori. La conseguenza è stata il pressoché totale annullamento dei fondi disponibili per i LBO, passati da 500 a 20 miliardi di dollari nel giro di un anno.

Nel 2008, l'attività di private equity a livello globale si è dimezzata rispetto all'anno precedente sotto il punto di vista degli investimenti, trainati al ribasso dallo squilibrio tra domanda e offerta di aziende di qualità generato dalla recessione mondiale e dalla crisi di liquidità che ha raggiunto il suo massimo in autunno; ad essere maggiormente colpiti sono stati gli interventi in *buy out* che, oltre a non trovare imprese target adeguate, non hanno potuto contare sui livelli di

debito utilizzati negli anni addietro e giunti nel 2008 a parità rispetto alla quota equity, il che ha di fatto annullato le operazioni di dimensione maggiore.

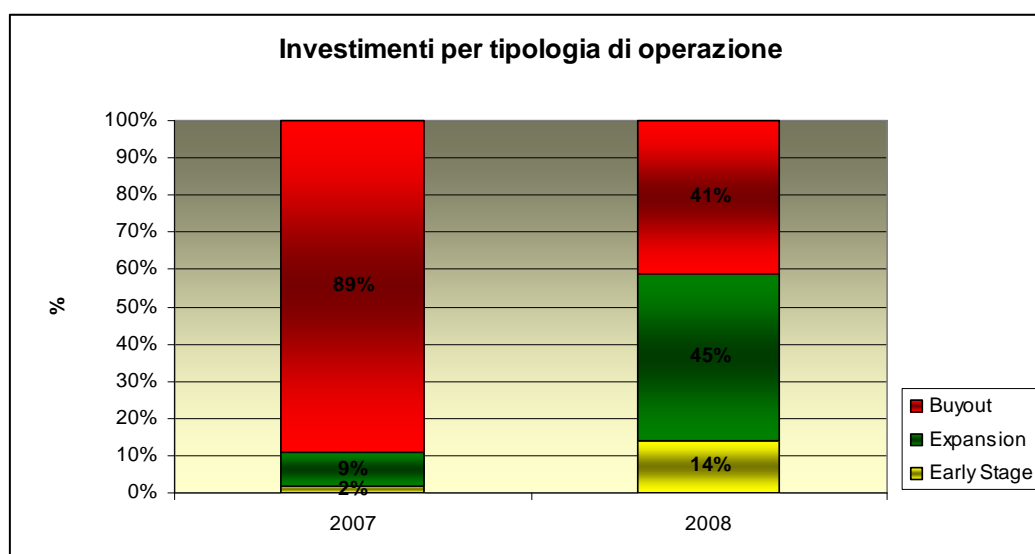


Figura 3: *Peso tipologia intervento sul totale investimenti a livello globale. Fonte: IFSL*

Dal punto di vista temporale, in Europa il calo deciso dell'attività d'investimento si è generato soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, in linea con quanto avvenuto sui mercati finanziari; allo stesso modo, anche l'attività di *exit* è scesa notevolmente, mentre sono aumentate le svalutazioni. A livello di *fund raising*, il livello complessivo è sceso molto meno rispetto agli investimenti, ma ciò è dovuto in massima parte a fondi che hanno dovuto posticipare o anticipare il *closing* della raccolta, il che sta a testimoniare in entrambi i casi una distorsione del processo; a ciò si aggiunga inoltre l'emergere del cosiddetto "effetto denominatore" sui portafogli dei *limited partners*, che hanno visto aumentare l'incidenza dei propri investimenti in private equity dovuta alla necessità di effettuare il *marking-to-market* sul resto del proprio portafoglio.

In Italia, il 2008 ha rappresentato invece un'annata dai due volti: molto negativo l'andamento della raccolta (spinta al ribasso dallo scarso apporto di banche e fondi di fondi) e quello dell'*exit* (dove i *write-off* hanno rappresentato il 20% del totale), mentre gli investimenti hanno sorprendentemente raggiunto il loro picco (specialmente nell'ambito dell'*expansion*), circostanza dovuta al fatto che la crisi vera dell'economia reale è arrivata in Italia leggermente in ritardo rispetto al resto dei Paesi europei, che hanno registrato invece cali significativi nell'attività

d'investimento. Questa circostanza è confermata dal fatto che il 2009 è invece stato invece un anno particolarmente negativo per il private equity italiano nel suo complesso, con un effettivo dimezzamento sia dell'attività di raccolta, che di quella d'investimento, mentre sul lato dell'*exit* le svalutazioni sono cresciute notevolmente fino a superare il miliardo di euro in controvalore.

Rispetto a quanto avvenuto negli ultimi dodici mesi, la notevole incertezza che ha contraddistinto l'economia e la finanza non ha impedito all'industria del private equity di dimostrare, una volta passato il momento più difficile del *credit crunch*, la propria caratteristica più importante, cioè la flessibilità. Stante infatti l'impossibilità di condurre allo stato attuale le operazioni *king size* realizzate negli anni addietro (pur migliorando le condizioni di accesso al credito), l'attività d'investimento, specie quella di *buy out*, nel 2009 è effettivamente scesa ancor di più rispetto all'anno precedente, ma si è rivolta in generale, al di là degli interventi di correzione sulle società in portafoglio, verso operazioni di dimensioni più ridotte e con più equity a supporto. In particolare, i trend nascenti che si osservano a partire dallo scorso anno sono l'investimento in imprese dissestate, in istituzioni finanziarie, le operazioni PIPE, la diversificazione verso nuovi settori target (su tutti quello delle infrastrutture) e Paesi emergenti: in linea con ciò, l'attività di *buy out* si è mossa in rialzo per tre trimestri consecutivi in Europa.

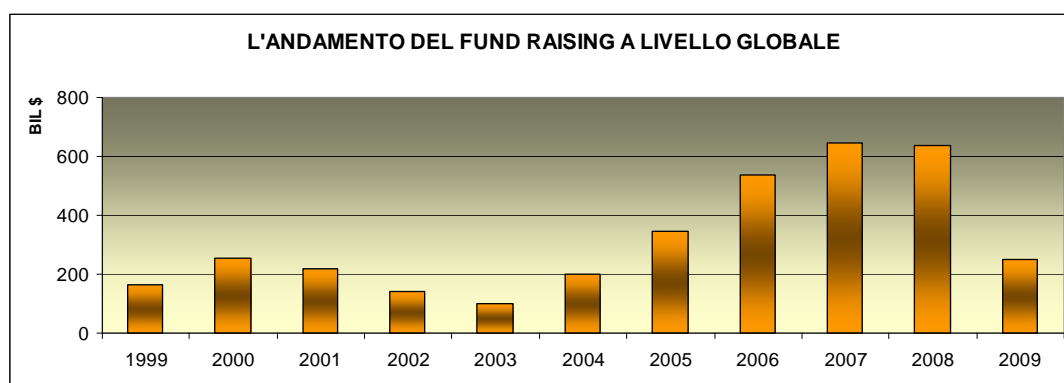


Figura 4: Trend della raccolta a livello globale. Fonte: Bain & Company

Anche dal punto di vista del *fund raising*, non mancano le incognite rispetto a quanto accadrà negli anni immediatamente a venire, in particolare per quanto riguarda le allocazioni delle singole categorie d'investitori, che scontano il fisiologico cambiamento dei rapporti tra *limited* e *general partners*, oltre che il già citato "effetto denominatore": nel 2009 si è assistito di fatto al dimezzamento

dell'attività di raccolta, che si è concentrata su interventi di *re-up* su fondi già sottoscritti (il che ha incentivato le rinegoziazioni e il mercato secondario delle sottoscrizioni), oltre che in generale su allocazioni ridotte nell'importo e dirette verso operazioni di dimensioni minori. Si tratta di tendenze che probabilmente proseguiranno anche nell'immediato futuro, nonostante anche nel 2009 la performance dei fondi di private equity sia stata superiore, su base quinquennale, a quella dei principali benchmark pubblici di riferimento.

Rispetto all'attività di disinvestimento, è in quest'ambito che si annidano le possibilità di ripresa a breve termine del private equity: si è assistito infatti negli ultimi mesi ad un deciso calo nell'ambito delle forme di *exit* "canoniche", mentre le svalutazioni degli investimenti continuano a giocare un ruolo significativo, il che porta i fondi a dover gestire un *holding period* mediamente più lungo dei classici cinque anni. Le cause sono da ricercarsi nelle difficoltà sul mercato del debito, che disincentivano soprattutto le operazioni di *secondary buy out*, ma anche nella fisiologica specificità del *trade sale*, negativamente influenzato dal cattivo andamento delle imprese industriali e dalle incertezze nelle valutazioni dei prezzi d'acquisto. Peculiare è invece il mercato dell'IPO, soluzione vantaggiosa con i mercati rialzisti ante-crisi, che sconta l'andamento delle Borse mondiali e la relativa volatilità, testimoniata dai movimenti degli indici negli ultimi mesi.

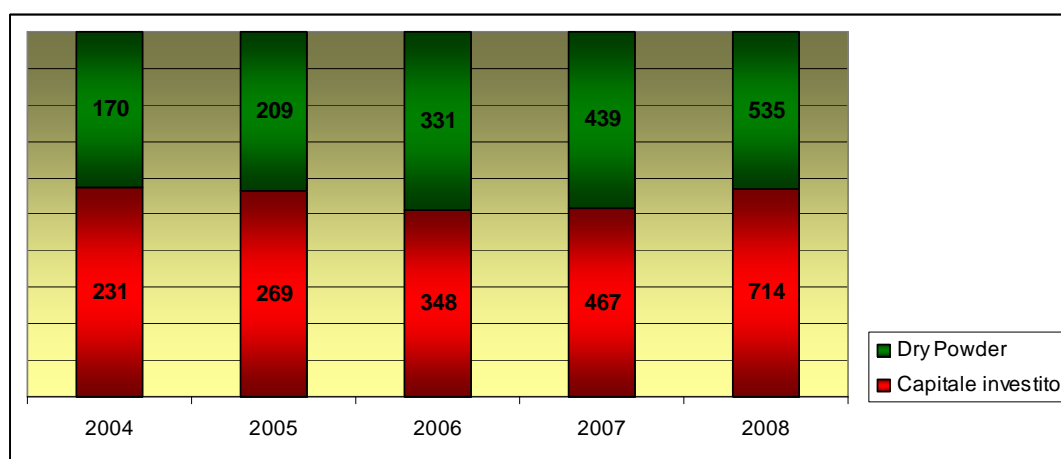


Figura 5: Scomposizione Assets Under Management europei (buy out) in capitali investiti e fondi sottoscritti ma non ancora richiamati (dry powder). Fonte: McKinsey (dati in miliardi di dollari).

Le difficoltà sul lato dell'*exit* si intrecciano inevitabilmente con il tema delle masse di capitali a disposizione dei fondi ma non ancora sfruttati: si tratta

approssimativamente di oltre 500 miliardi di dollari da destinare a nuovi investimenti, i quali però scarseggiano sia qualitativamente che quantitativamente. Da ciò discende che questa mole di capitali aumenterà ulteriormente la competizione per le aziende target migliori, mantenendo elevati i multipli in entrata e innescando il rischio di una mini – bolla nel settore, che potrebbe gonfiarsi nel momento in cui parte di questi capitali dovesse trovare la propria valvola di sfogo in operazioni di *secondary*, collegate a fondi in chiusura con necessità di monetizzazione dei propri investimenti.

CAPITOLO IV

Lo scenario macroeconomico attuale si caratterizza per una rinnovata incertezza derivante dai problemi di alcuni Stati europei con finanze pubbliche fortemente in difficoltà, su tutti la Grecia. Al primo trimestre 2010, le prospettive delle principali istituzioni mondiali rispetto a crescita e generale andamento dei mercati finanziari registravano una timida visione positiva, tranne che per l'Europa, proprio a causa dei problemi già citati che rischiano di minare la stabilità economica e finanziaria dell'Unione.

Al fine di delineare un punto di vista relativo a chi del mondo del private equity fa parte, è stato condotto un *survey* dedicato ai principali operatori del settore e incentrato sul futuro dell'attività. Le domande hanno interessato tutti gli aspetti salienti del processo di private equity: dal *fund raising*, agli investimenti in *buy out*; dalle prospettive sui settori industriali coinvolti nelle operazioni all'andamento della fase di disinvestimento; dalle caratteristiche del mercato italiano fino al complesso tema dei capitali raccolti ed inespressi da parte dei fondi. I quesiti sono stati sottoposti ai principali operatori di private equity attivi in Italia e ad alcune società di consulenza strategica e banche: ne sono emersi risultati piuttosto variegati e dunque in linea con la profonda incertezza che si respira nel settore. Gli intervistati hanno evidenziato un generale miglioramento dell'ambiente macroeconomico di riferimento rispetto al 2009, che tuttavia sembrerebbe non aver impattato su una raccolta globale che secondo gli operatori censiti rimarrà inalterata nei mesi a venire. Quanto all'attività d'investimento, dal sondaggio emerge che anche il *buy out* rimarrà sui livelli dello scorso anno,

concentrandosi su operazioni di media dimensione, anche se i settori industriali d'interesse per i fondi dovrebbero tornare a breve ad essere quelli classici (*industrial e consumer goods*), mentre le acquisizioni miliardarie continueranno a scontare le difficoltà sul fronte della leva finanziaria. I soggetti intervistati oltre a considerare ancora in fase di stagnazione il mercato italiano nell'anno in corso, vedono l'allungamento dell'*holding period* medio delle imprese in portafoglio come la principale certezza sul lato dei disinvestimenti, impattati comunque dalla speculare difficoltà dei fondi a trovare imprese target di qualità nelle quali investire le proprie ingenti masse di capitali inespansi. Le risposte fornite denotano comunque in generale una tendenza da parte dei fondi all'adattamento proattivo al contesto in mutazione, che fa del private equity uno strumento estremamente flessibile e in grado di superare periodi fortemente negativi come quello attualmente in corso.

Un'interessante proposta per il futuro del private equity, ma anche del sistema imprenditoriale italiano in generale, viene infine dalla recente ideazione di un fondo d'investimento a compartecipazione pubblica e privata, il Fondo Italiano d'Investimento. Quest'iniziativa prevede la partecipazione di una serie di banche, del Ministero dell'Economia, di Confindustria e della Cassa Depositi e Prestiti (CDP), che forniranno una dotazione iniziale di un miliardo di euro per interventi diretti a PMI in salute e dal buon potenziale. L'aspetto più interessante è dato dalla partecipazione della CDP, già presente sul mercato del private equity con varie modalità, che potrà così nel tempo ambire ad avere un ruolo simile a quello assunto da enti omologhi all'estero, soprattutto in Francia.

Bibliografia

- Acharya V., Franks J., Servaes H., *Private Equity: boom and bust?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2007
- AIFI, *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity*, 2008
- AIFI, *Analisi del mercato italiano del Venture Capital e del Private Equity*, 2006, 2007, 2008
- AltAsset e BVCA, *Understanding UK Institutional Investors*, 2003
- Anderson C., *La coda lunga: da un mercato di massa ad una massa di mercati*, Codice Edizioni, 2008
- Arnold M., *This Way Out: In private equity, a profitable exit is now worth more than ever before*, Financial Times, marzo 2010
- Axelsson U. et al., *Leverage and Pricing in buy outs: an empirical analysis*, Swedish Institute for Financial Research, 2007
- Bain & Company Inc., *Global Private Equity Report 2010*
- Banca d'Italia, *Bollettino Economico n.60*, aprile 2010
- Banerjee A., *Private Equity in Developing Nations*, Journal of Asset Management, agosto 2008
- Bracchi G., *Il mercato Italiano del Private Equity e del Venture Capital nel I semestre 2009*
- Bracchi G., *Private Equity e imprese dopo la crisi*, Convegno Nazionale AIFI, 2009
- Brealey R.A., Myers S.C., *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 2007
- Bruner R., *Applied M&A*, Wiley Finance, 2007
- Brunnermeier M., *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, Journal of Economic Perspectives, 2008
- Buonocore V. et al., *Manuale di Diritto Commerciale*, Giuffrè, 2008

- BVCA, *Global Investor Attitudes to Private Equity in the UK*, 2009
- BVCA, *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity*, 2008
- Bygrave W.D., Timmons J.A., *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, 1992
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, 2003
- Caroli M., *Economia e Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill, 2008
- Castellani M., De Felice G., Moriconi F., *Manuale di Finanza II: Teoria del portafoglio e mercato azionario*, Il Mulino, 2005
- Cavaliere E., Ferraris Franceschi R., *Economia Aziendale*, Vol. I, Giappichelli, 2004
- Crawford E. K., *A management guide to LBO*, John Wiley & Sons, 1987
- De Luca P., *La competitività dell'azienda sui mercati finanziari e il private equity*, in *Amministrazione e finanza*, marzo 2009, pp. III-XIV
- Del Giudice R., Papilj P., *Il mercato italiano del private equity: caratteristiche e dimensioni*, in *Amministrazione e Finanza*, 2007
- Del Giudice R., *Il Portafoglio italiano del Private Equity: analisi e considerazioni*, in AIFI, *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, 2009
- Diamond D., Dybvig P., *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 1983
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999
- Duffie D., *Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability*, BIS Working Paper 255, 2008
- Ernst & Young, *2009 US Private Equity Watch: an industry in flux*, 2009
- Ernst & Young e Outlook Business Handbook, *Private Equity in Numbers: every bit of data you would ever want to know on deals in India*, 2008

- Ernst & Young, *Global IPO Trends*, 2009
- Ernst & Young, *The global financial crisis: challenges and opportunities for Private Equity*, 2008
- Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value*, 2008
- Ernst & Young, *How do Private Equity investors create value? A study of 2006 exits*, 2007
- Ernst & Young, *Private Equity, Public Exits: PE-Backed IPO Update*, 2010
- Ernst & Young, *Private Equity: 2006 Year in Review*, 2007
- European Union Commission, *Report of the Alternative Investments Group: Developing European Private Equity*, 2007
- EVCA e PriceWaterhouseCoopers, *Lessons learned from past mistakes*, Londra 1998
- EVCA e Thomson Financial, *Performance Benchmarks 2007 Private Equity Europe*, 2008
- EVCA, *Barometer*, n.59, marzo 2008
- EVCA, *Barometer*, n.62, agosto 2008
- EVCA, *Barometer*, n.64, ottobre 2008
- EVCA, *Barometer*, n.65, dicembre 2008
- EVCA, *Barometer*, n.66, gennaio 2009
- EVCA, *Barometer*, n.67, febbraio 2009
- EVCA, *Barometer*, n.70, febbraio 2010
- EVCA, *Quarterly Activity Indicator, Trends in Q1-Q2-Q3-Q4 2008*
- EVCA, *Quarterly Activity Indicator, Trends in Q1-Q2-Q3-Q4 2009*
- Forestieri G., *Corporate e Investment Banking*, Egea, 2007
- Gervasoni A. e Sattin F., *Private equity e venture capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, 2008
- Gervasoni A., Donadonibus J., Papilj P., *Caratteristiche strutturali ed operative dei fondi paneuropei di investimento nel capitale di rischio*, LIUC Paper, 2003

- Goldstein A., Subacchi P., *I fondi sovrani e gli investimenti internazionali: salvatori o sovvertitori?*, Rapporto Istituto per il Commercio Estero, 2008
- Gorman M., Sahlman W.A., *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 231-248, 1989
- Gottschalg O. e McKinsey, *How important is leverage, really?*, Private Equity International Asia, 2007
- Grant Thornton, *Private Equity for Main Centres of Activity in Europe*, giugno 2009
- Hamel G., *The Future of the management*, Harvard Business School Press, 2008
- Heel J. e Kehoe C., *Why some private equity firms do better than others*, The McKinsey Quarterly, 2005
- Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Prentice Hall, 2008
- International Financial Services London, *Private Equity 2008 Report*, agosto 2009
- Kaplan S., Andrade G., *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from high-leveraged transactions that became distressed*, Journal of Finance, 1998
- Kaplan S., Stein J., *The evolution of buy out pricing and financial structure in the 1980s*, Quarterly Journal of Economics, 1993
- KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital*, in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.2, 2005
- Krugman P., *International Economics*, Pearson Education, 2008
- Liera M., *Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali*, in AIFI, Quaderni sull'investimento in capitale di rischio, 2005

- MacMillan I.C., Kulow D.M., Kholylan R., *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp. 27-47, 1988
- McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are shaping global capital markets*, 2007
- McKinsey & Company, *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and are faring in the financial crisis*, 2009
- Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1993
- Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, 2009
- Pontarollo E., Casè M., *Il private equity e l'industria italiana*, L'industria, n.4, 2007
- Prequin, *Private Equity Spotlight*, vol. 5, n.4, aprile 2009
- PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Global Report*, 2008
- PriceWaterhouseCoopers, *Private Equity Trend Report*, 2008
- PriceWaterhouseCoopers, *The economic impact of private equity and venture capital*, marzo 2008
- Private Equity Monitor, *Rapporto 2006, 2007, 2008*
- Rampini F., *2012, l'Armageddon delle Borse: in scadenza miliardi di junk bond*, la Repubblica, 20 marzo 2010
- Rosenbaum J., Pearl J., Perella J.R., *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance, 2009
- Rumelt R. P., *Strategy, Structure and Economic performance*, Harvard University Press, 1974
- Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W., *Venture capitalists governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, vol. 11, pp. 439-469, 1996

Tamburi Investment Partners, *Il secondary private equity: Gli operatori secondari come canale di exit*, in AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n.17, 2008

Tartaglia E., *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità*, Maggioli Editore, 2009

The Economist, *Emerging Economies Climbing Back*, 19 gennaio 2006

The New York Times, *Apollo increases its bet on Harrah's*, dicembre 2009

Tremi R., Cancian S., *Una bussola per l'analisi: la PEP Drivers' Grid*, Amministrazione e Finanza, 2003

Trigeorgis L., *Real Options*, MIT Press, 1996

Wall J., Smith J., *Better Exits*, EVCA Special Paper, 1998

www.aifi.it

www.borsaitaliana.it

www.bvca.co.uk

www.calpers.ca.gov

www.cboe.com

www.dealogic.com

www.ecb.int

www.empea.net

www.evca.eu

www.federalreserve.gov

www.istat.it

www.nvca.org

www.peimedia.com

www.preqin.com

www.standardandpoors.com

www.thomsonreuters.com

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2005