

INTERVENTO

La crisi dei private equity è temporanea e benefica

di Fabio Sattin*

In molti si chiedono quali possano essere le conseguenze sull'attività di private equity della tensione creditizia che si è venuta a creare nel sistema bancario. Per dare una risposta, bisogna innanzitutto ripercorrere velocemente alcuni elementi fondamentali dell'attività di investimento nel capitale di rischio. Come noto, l'obiettivo di qualsiasi operatore di private equity è quello di ottenere un ritorno sul proprio investimento, misurato generalmente in termini di IRR (internal rate of return), il quale dipende da tre elementi: 1. l'effettivo incremento di valore della partecipazione acquisita; 2. la eventuale differenza tra criteri di valutazione adottati in fase di acquisto e di vendita (arbitraggio); 3. il livello di leva finanziaria, cioè il rapporto tra debito e capitale, nel caso in cui l'investimento sia effettuato con il ricorso all'indebitamento bancario (c.d. leveraged buy out).

L'importanza di questi elementi varia in funzione dell'andamento generale dell'economia e dei mercati finanziari, della performance delle imprese partecipate e della specifica tipologia di investimento adottata dall'investitore di private equity.

Va quindi subito chiarito che il fatto che le banche siano oggi molto più attente a concedere finanziamenti ha un particolare impatto sulle operazioni che utilizzano la tecnica del leveraged buy out le quali, benché rappresentino una categoria di investimento di grande rilevanza

per il settore, quantomeno in termini di ammontare investito, non sono certamente "tutto" il settore dei private equity. Esistono infatti altri importanti comparti, quali l'expansion financing (prevalentemente partecipazioni di minoranza), il turnaround financing (ristrutturazione di aziende in difficoltà) ed il c.d. early stage financing (o venture capital) che normalmente non utilizzano la leva finanziaria in fase di acquisto e quindi sono per definizione meno esposti, o lo sono come qualsiasi altra attività economica, alle conseguenze della attuale fase di restrizione creditizia.

Tornando alle operazioni di buy out effettuate tramite il ricorso alla leva finanziaria, è evidente che tale situazione andrà inevitabilmente ad incidere sui ritorni che potranno generare in quanto viene a ridursi, o quantomeno a complicarsi, l'apporto di uno degli elementi a cui questi sono legati: l'indebitamento. Ribadisco, di uno, non di tutti! A parità di altre condizioni, un più contenuto utilizzo della leva finanziaria, o comunque un suo maggiore costo, ha come conseguenza un ritorno sull'investimento più basso. E' quindi logico prevedere una diminuzione degli IRR sulle operazioni di leveraged buy out ed una conseguente riduzione dei prezzi che gli operatori saranno in futuro disposti a pagare. La contrazione dei ritorni potrebbe a sua volta incidere sulla capacità di fund raising del settore, il quale rischia di diventare un po' meno competitivo, sia in termini

di potere di acquisto rispetto ai concorrenti c.d. industriali, sia in termini di attrazione di risorse finanziarie, a confronto con altre categorie di investimenti. Un tendenziale rallentamento dell'attività di fund raising e forse anche della dominanza oggi assoluta del private equity nell'attività di mergers and acquisitions sono conseguentemente anche ragionevolmente ipotizzabili. Tutto questo, abbiamo detto, a parità di altre condizioni. Ma come spesso accade in economia, le interazioni tra le diverse variabili spesso complicano le cose. Anche il secondo elemento, il c.d. "arbitraggio" tra valutazioni in acquisto ed in vendita, potrebbe infatti cambiare e questo avrebbe un impatto su tutte le categorie del private equity. Stante la attuale situazione, è possibile che in fase di cessione non si riescano ad ottenere le stesse valutazioni che si sono adottate in acquisto. Non è infatti da escludersi che i criteri di valorizzazione vadano a mutare ed i multipli ad abbassarsi, rendendo più complesso il raggiungimento di adeguati ritorni. Se queste considerazioni e previsioni risultassero corrette, agli operatori di private equity non rimarrebbe che una soluzione: puntare tutto sul "primo elemento", quello più solido, e cioè sull'effettivo incremento di valore delle partecipazioni acquisite, concentrandosi su sviluppo, innovazione, managerizzazione, aumento della redditività e della capacità competitiva, anche attraverso una accelerata crescita dimensionale

a livello nazionale ed internazionale. Ed è su questi aspetti, a mio avviso, che dovranno orientarsi con decisione gli operatori più professionali ed esperti. E questo potrebbe non essere un male. In Italia, inoltre, la consistente presenza di operazioni di expansion financing, come abbiamo visto, molto meno esposte alle problematiche di restrizione finanziaria, potrebbe mitigare gli effetti di tale situazione, se non in alcuni casi addirittura rivelarsi un vantaggio a favore degli operatori del nostro paese. Certo, come in tutti i processi evolutivi e di cambiamento, non tutti riusciranno ad adattarsi a queste nuove condizioni, ed una selezione potrà avvenire anche nell'ambito dello stesso settore del private equity. Ma questa alla fine potrebbe rivelarsi salutare e funzionale ad una nuova fase di sviluppo dove i fondamentali aziendali ritorneranno ad essere gli elementi chiave per il successo e dove il private equity continuerà a contribuire in modo significativo allo sviluppo delle nostre imprese ad al rinnovamento della nostra classe imprenditoriale. E' per queste ragioni che personalmente non guardo con preoccupazione a questo momento, che senza dubbio sarà impegnativo e per molti forse difficile da superare, ma che potrebbe in prospettiva rappresentare un passaggio necessario per porre delle basi più solide e durature sulle quali costruire il futuro della nostra economia e dello stesso private equity.

* Università di Venezia, Ca' Foscari

FOCUS SUI RISANAMENTI

Le difficoltà di mercato spingeranno i fondi a incrementare il valore industriale delle realtà acquisite

LE NUOVE LEVE

I fondamentali societari torneranno gli elementi chiave per valutare il successo delle operazioni