

Quale futuro per il private equity?

di Fabio Sattin *

Che fine farà il private equity? Alla luce dei recenti accadimenti che hanno caratterizzato questo settore, in molti oggi si pongono questa domanda. E le risposte sono a volte totalmente discordanti e vanno da quelle più pessimistiche (il private equity è morto) a quelle che vedono in questa crisi l'occasione per un suo rilancio. Ma dov'è la verità? E come mai autorevoli osservatori ed esperti di economia hanno su questo argomento posizioni così differenti se non, in alcuni casi, diametralmente opposte? Per rispondere in modo non superficiale a tale quesito, è necessario fare un passo indietro e sforzarsi di capire meglio quella che è stata la dinamica di sviluppo di questo importante settore. E visto che siamo in Italia, lo faremo con specifico riferimento al nostro Paese, anche se, trattandosi di una attività estremamente internazionale e internazionalizzata, molte considerazioni hanno necessariamente una valenza globale.

Il private equity nasce nei Paesi anglosassoni (USA e Inghilterra) ma arriva nel nostro Paese circa venticinque anni fa, sotto il nome di "attività di investimento nel capitale di rischio". Ma da noi (e non solo in Italia) era arrivato ben prima. Potremmo dire da almeno 700 anni, visto che i mercanti veneziani e fiorentini non disdegnavano l'acquisto di "partecipazioni" in iniziative commerciali o mercantili di varia natura (oggi diremmo: imprenditoriali) a volte anche molto rischiose e dalle prospettive incerte. Perché di questo si parla quando si parla di "private equity". Si parla di investimenti nel capitale di rischio in imprese industriali e commerciali di tutti i tipi e dimensioni, sia di maggioranza che di minoranza, con la speranza, se le cose vanno bene, di realizzare questo investimento a un valore più alto conseguendone un guadagno.

Nel 1299, la famiglia Frescobaldi di Firenze, che l'economista statunitense John Finnerty nel suo libro *Project Financing: Asset Based Financial Engineering* (1996) definisce «a leading merchant bank of that period», finanziava la Corona inglese per lo sfruttamento delle miniere d'argento nel Devon. E lo faceva "mettendo a rischio" il proprio capitale, in quanto la sua restituzione e l'eventuale capital gain erano strettamente legati al successo dell'impresa, in quanto calcolati in percentuale alla quantità d'argento che si sarebbe estratta dalle miniere, senza altre garanzie. In sostanza, puro capitale "di rischio".

Un altro esempio è quello dei contratti di "colleganza" utilizzati con grande successo dai mercanti veneziani del Trecento per le loro operazioni commerciali. Una sorta di "associazione temporanea" tra chi forniva il capitale "di rischio" (private equity *ante litteram*) e chi forniva il lavoro, tipicamente i membri dell'equipaggio delle navi le quali, comunque, erano sempre di proprietà della Serenissima Repubblica e non potevano essere possedute da privati in quanto considerate di rilevanza "strategica".

Pensiamo, ancora, alle "compagnie delle galere" e alle "maone", sempre tipiche della "mercatura" veneziana, che in quanto a spregiudicatezza nulla avevano da invidiare ai moderni "avvoltoi della finanza" considerato che rientravano a pieno titolo nella "spartizione" dei proventi tra "investitori di capitale" e "management operativo" (il capitano della nave e il suo equipaggio) anche i "ricavi" derivanti da atti di pirateria o da saccheggi di vario tipo e natura. Ma, beninteso, sempre che una parte di tali "bottini" fosse comunque versata nelle ricche e attente casse della Serenissima!

Ma andiamo ancora più indietro nel tempo, nel 120 AC, dove l'Impero Romano dava una consistente somma di danaro per supportare l'acquisto da parte di soggetti privati, gli Equites (la cavalleria personale dell'Imperatore) di due cavalli, da cui il termine equites equo privato. E proprio da tali cavalieri, di fatto "ricchi" in quanto possessori di un "capitale" (il cavallo) provenivano i primi "businessman" dell'antica Roma, chiamati appunto Equites. Tanto che alcuni sostengono che il termine equity da noi oggi utilizzato derivi proprio dal cavallo considerato come un vero e proprio capitale. Ebbene, questo si faceva già 2.000 anni fa e questo probabilmente si continuerà a fare per almeno altri 2.000 anni, profezie sulla fine del mondo permettendo.

Fatti questi pochi esempi, ma tantissimi altri ne potremmo fare, non vedo come una crisi economica anche se pesante e profonda, ma pur sempre una delle tante, possa cambiare quella che da millenni è stata una attività basilare dell'economia di tutto il mondo. Semmai potranno

cambiare i soggetti che svolgono tale attività, o le modalità, le strumentazioni o le tecniche attraverso le quali questa viene condotta, o anche il nome con cui le definiremo, come è accaduto in Italia. Questi sì sono cambiati nel tempo e probabilmente cambieranno ancora. Ma la sostanza, mi permetto di profetizzare, non cambierà certamente. O almeno non cambierà fino a che esisteranno le società e le imprese.

Il tema non è quindi se si continueranno a effettuare investimenti nel capitale di rischio in aziende non quotate (cioè, definizione di private equity) ma chi li farà e con che modalità e tecniche questi verranno effettuati. Ed è qui che dobbiamo capire meglio cosa è successo e, soprattutto, cosa potrebbe succedere.

Un primo errore è stato quello di identificare l'attività di private equity con uno solo dei suoi numerosi comparti: quello degli investimenti nelle operazioni di buy-out effettuati attraverso un ricorso spinto alla leva finanziaria. In sostanza, quelli che una volta si chiamavano leveraged buy-out, o LBO, che alcune perplessità già destarono negli Usa negli anni Ottanta, tanto da essere oggetto di numerosi approfondimenti anche a livello parlamentare. Nel 1990 i leveraged buy-out sparirono "terminologicamente" dalla scena pubblica e riemersero sotto il nome di private equity.

Ma LBO e private equity non sono assolutamente termini equivalenti. Semmai, per dirla con Josh Kosman, autore del libro *The Buyout of America* (2009), cambiare il termine da LBO a private equity «it was really a marketing concept» da parte degli specialisti del leverage. Ma i due termini stanno a significare cose diverse. Le operazioni di leveraged buy out (chiamiamole con il loro vero nome) fanno certamente parte dell'universo del private equity, ma non rappresentano tutto il private equity. Queste operazioni, quantunque in questi ultimi anni si siano sviluppate significativamente a causa delle favorevoli condizioni dei mercati e della facilità a reperire finanziamenti dal sistema bancario, quantunque a valore rappresentino una fetta molto importante del mercato considerato, trattandosi spesso di operazioni di grandi dimensioni e quindi molto visibili, come numero sono solamente il 17,3% del totale degli investimenti in private equity effettuati in Europa nel 2008.

Quindi, per capire meglio come stanno le cose e tentare di ipotizzare come potrebbe svilupparsi il private equity in futuro, è assolutamente necessario sgomberare il campo da questo insidiosissimo equivoco di fondo e capire esattamente a cosa ci si riferisce quando si fanno commenti o previsioni riguardo a questo settore. Se analizziamo le statistiche redatte dall'EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), vediamo infatti come, sempre in base al numero di operazioni effettuate nel 2008, il 67,8% sia rappresentato dalle operazioni di early stage (c.d. venture capital) che in sostanza, sono investimenti, spesso di minoranza, in società di piccole o piccolissime dimensioni, se non ancora da costituire, quasi sempre a fronte di progetti innovativi e di sviluppo o nel settore delle tecnologie.

Qui, come è facile intuire, l'impatto sociale non può che essere positivo e benefico, a parte il fatto che la loro rischiosità è molto alta e di conseguenza anche la loro mortalità. Ma rischiare i propri soldi dandoli a chi cerca di sviluppare una nuova iniziativa imprenditoriale non può che essere visto positivamente sia a livello economico sociale che a livello politico. E anche questo è private equity.

Un ulteriore 11,3% delle operazioni consiste invece in operazioni di growth capital (capitale per lo sviluppo). Si tratta di interventi prevalentemente di minoranza, in società che già hanno una storia e una dimensione, normalmente con l'obiettivo di supportarne un'ulteriore fase di sviluppo e di internazionalizzazione per poi quotarle in Borsa. In ambedue queste categorie di operazioni – che, assieme a quelle di turnaround (1%) e di replacement capital (2,7%), rappresentano a livello statistico l'82,8% delle operazioni di private equity realizzate nel vecchio continente – l'uso della leva finanziaria è marginale se non del tutto inesistente, trattandosi in moltissimi casi di interventi effettuati in aumento di capitale o, come nei casi di turnaround, aventi come oggetto situazioni di conclamato dissesto economico-finanziario.

Ebbene, se vogliamo parlare di prospettive future del private equity, credo saremmo tutti

d'accordo nel dire che, almeno per quanto riguarda queste categorie di operazioni (che, ripeto, rappresentano a numero in Europa oltre l'80% del settore) tutti ci auguriamo che siano le più rosee possibili, in quanto non possono che essere di supporto e ausilio alle imprese e all'innovazione, in particolare in momenti difficili come gli attuali. Non a caso Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, nelle sue Considerazioni Finali del maggio 2007, dice testualmente: «gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle piccole e medie imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale». Ed è proprio così e, soprattutto, c'è da augurarsi che continui a essere così.

Chiarito tale punto fondamentale, occupiamoci ora del comparto dei buy-out, o meglio, dei leveraged buy-out che, quantunque pochi a livello numerico, a valore rappresentano indubbiamente una grandissima parte delle risorse investite dal settore. Qui il problema è sostanzialmente lo stesso che si dibatteva al Senato statunitense negli anni Ottanta: acquistare le aziende "with their own cash flows" - e quindi scaricando su di loro una parte consistente del debito contratto per effettuarne l'acquisto - è una pratica che, inutile nascondere, può essere molto utile e intelligente ma anche molto rischiosa. Una medaglia a due facce.

Da un lato, e questa è la parte positiva della medaglia, questa tecnica consente anche a chi non ha le risorse finanziarie ma ha le competenze (tipicamente, il management esperto e professionale) di diventare imprenditore e questo, dal punto di vista della mobilità sociale, non può che essere visto positivamente, specialmente nei Paesi dove i concetti di pari opportunità ed eguaglianza sociale sono alla base dell'ordinamento giuridico e della cultura sociale ed economica. Di converso, se utilizzata in modo eccessivamente aggressivo se non addirittura irresponsabile, può in effetti essere anche molto rischiosa e creare gravi danni alle aziende. E questa è la parte negativa. Ma anche qui va subito chiarito un punto.

L'uso della leva finanziaria non è certamente un'invenzione né un'esclusiva degli operatori di private equity. Anche e soprattutto nel nostro Paese, abbiamo numerosi esempi di uso indiscriminato e a volte poco responsabile dell'indebitamento e non sempre i soggetti che lo hanno posto in essere sono degli "avvoltoi della finanza". Tutt'altro. Basti pensare ad alcuni casi di famosissimi disastri dovuti all'eccessivo indebitamento, sia in Italia che in altri Paesi, per rilevare l'evidenza di tale affermazione.

Questo naturalmente non serve a giustificare chi, anche nel settore del private equity, ha "esagerato": chi lo ha fatto, oggi ne sta seriamente e pesantemente pagando le conseguenze. E da tali esperienze negative il private equity dovrà certamente imparare per correggersi e migliorarsi, e per porsi in modo diverso rispetto a questa specifica tipologia di operazioni. Probabilmente lo farà ridisegnando almeno in parte il suo modus operandi e forse anche cambiando le persone, cercando competenze più adatte alle necessità dei tempi e delle aziende. Ma qualcosa certamente si dovrà fare e sono certo si farà. Considerato, però, che le operazioni di leva finanziaria si possono fare solo se il sistema bancario le supporta, anche le banche, per la loro parte, dovranno fare delle considerazioni e riflessioni, e prendere adeguati provvedimenti affinché vengano in futuro evitati gli eccessi che anche da parte loro si sono verificati.

In conclusione: quale sarà il futuro del private equity? Se si ammetteranno, da parte di tutti, gli errori in essere, se si imparerà da questi per migliorare e soprattutto, se non si farà di tutta l'erba un fascio, non ci si può che augurare che il private equity - quello sano, fatto professionalmente e orientato a supportare la crescita delle imprese - si sviluppi sempre di più, anche e soprattutto nel nostro Paese.

E semmai, se proprio sarà necessario, cambiamogli ancora una volta il nome.

*** Fabio L. Sattin**

(fabio.sattin@privateequitypartners.com)
è Presidente di Private Equity Partners SGR e Professore a contratto di Private Equity e Venture Capital presso l'Università L. Bocconi di Milano.