



La via italiana al **private equity**

Per capire lo sviluppo e le prospettive dell'attività di private equity in Italia è necessario adottare schemi interpretativi e di analisi differenti rispetto a quelli utilizzati abitualmente e che fanno principalmente riferimento alle realtà economiche di matrice anglosassone.

di **FABIO L. SATTIN** e **PAOLO COLONNA**

In un momento dove tanto si parla di impatto a livello economico e sociale dell'attività di private equity e delle conseguenze che questa può avere nello sviluppo delle aziende e dell'economia in generale, prima di esprimere opinioni o giudizi, effettuare previsioni, o addirittura pensare ad interventi di carattere normativo, è necessario capire bene come questa si sia sviluppata nel nostro Paese e quali sono, nello specifico contesto italiano, le sue caratteristiche e modalità operative.

L'obiettivo di questo nostro scritto è quello di evidenziare come l'attività di private equity, con particolare riferimento ai suoi due principali comparti, *buy-out* ed *expansion capital*, si sia sviluppata in Italia seguendo modalità e pratiche di investimento differenti rispetto a quelle tipicamente osservate nei Paesi ove tale attività si è inizialmente maggiormente diffusa, tipicamente Stati Uniti e Regno Unito, e come tale impostazione abbia

come conseguenza una diversa ricaduta in termini di sviluppo aziendale e supporto alla crescita delle società oggetto di investimento.

In base all'esperienza pluriennale che abbiamo sviluppato come operatori del settore in Italia, cercheremo di capire, anche con dei casi concreti, quali sono tali differenze e a cosa sono dovute, identificando le caratteristiche di quella che definiremo «via italiana al private equity» che necessita a nostro avviso di essere approfondita e analizzata tramite schemi interpretativi differenti rispetto a quelli utilizzati abitualmente e che fanno principalmente riferimento alle realtà economiche di matrice anglosassone. Colte tali diversità e le cause che le determinano, cercheremo di identificare quelle che potrebbero essere le prospettive di sviluppo nel nostro Paese e quelli che saranno i fattori chiave che consentiranno agli operatori, sia nazionali che internazionali, di

operare con successo in tale specifico mercato anche negli anni a venire. Vedremo infine di sottolineare i vantaggi di tale approccio al private equity dal punto di vista dell'impresa e, soprattutto, dell'imprenditore nonché di capirne meglio gli effetti macroeconomici e di impatto a livello sociale e di struttura industriale, anche al fine di agevolare, da parte di operatori, esperti e *policy maker*, una più puntuale comprensione delle dinamiche che il settore del private equity ha assunto in Italia.

In Europa, e anche in Italia, in base alle classifiche ufficialmente adottate dalle associazioni di categoria, l'attività di private equity viene segmentata nelle seguenti macro-categorie principali: i *buy-out*, l'*expansion capital* e l'*early stage financing*. Tralasciando quest'ultimo segmento che, quantunque importante, ha in Italia ancora una limitatissima diffusione, pari nel 2006 a poco più dell'1% degli investimenti, focalizzeremo la nostra analisi sui due comparti principali dell'attività di private equity, i *buy-out* e l'*expansion capital* (incluso il *replacement*) che sempre nel 2006 hanno rappresentato il 99% delle risorse investite in attività di private equity in Italia (AIFI Yearbook, 2006).

Le operazioni di buy out: un processo al contrario

Partiamo dalla categoria più importate: quella dei *buy-out*. Come negli Stati Uniti, anche in Italia queste operazioni vedono quasi sempre l'operatore di private equity investire in una posizione di maggioranza assoluta o comunque di controllo e dal punto di vista tecnico vengono effettuate in gran parte (secondo le ricerche effettuate dalle Università INSEAD e LIUC, nel 92% dei casi) tramite l'utilizzo della leva finanziaria dando

vita a operazioni di *leveraged buy-out*. Tuttavia, le modalità con cui queste operazioni sono nate e si sono sviluppate negli Stati Uniti e quelle con cui si sono diffuse nel nostro Paese sono radicalmente differenti.

Negli USA, almeno dal 1970 in poi, le operazioni di *buy-out* hanno prevalentemente come obiettivo società quotate, spesso con azionariato estremamente polverizzato, dove il principale se non unico interlocutore della società di private equity è il management e dove l'acquisto viene effettuato tramite una operazione di offerta pubblica di acquisto (OPA). Effettuata l'OPA, la società viene normalmente tolta dal listino, valorizzata con varie modalità o venduta a pezzi (come nel caso dei *break-up*) e poi a volte riportata in borsa tramite quella che in USA viene appunto definito *reverse buy out* (RBO).

In Italia tutto questo funziona esattamente al contrario. L'oggetto dell'investimento è quasi sempre una società non quotata, spesso a controllo familiare, dove l'interlocutore della società di private equity è l'imprenditore e dove l'acquisto avviene tramite negoziazione privata condotta in modo riservato e densa di problematiche di carattere personale e familiare e sensibilità di varia natura, non solamente connesse ad aspetti meramente economici. Il contatto con il management avviene, se avviene, in un secondo momento, una volta conclusa, almeno come impostazione, la trattativa.

La società acquistata non viene venduta a pezzi ma, anzi, viene valorizzata con interventi sul management e sulle strategie, nonché tramite una crescita accelerata sia organica che per linee esterne operata anche a livello internazionale; alla fine viene spesso quotata in Borsa e la quotazione rappresenta la *way out* (e non la *way in*, come negli USA) dall'investimento.

Tale procedura «al contrario» ha evidentemente delle notevolissime implicazioni sulle modalità tecniche e metodologiche con cui queste operazioni vengono effettuate nel nostro Paese, sulle caratteristiche e competenze necessarie da parte degli operatori che le effettuano nonché sulle strategie di sviluppo delle singole società oggetto di investimento. Partiamo dalla identificazione delle opportunità di investimento.

Mentre negli USA questa viene effettuata tramite una accurata analisi delle società quotate che possono avere le caratteristiche adatte per essere oggetto di una operazione di OPA e quindi di uscita dalla Borsa (*delisting*) tramite *buy-out*, in Italia la ricerca viene effettuata sull'universo delle imprese non quotate e tramite canali totalmente differenti rispetto a quelli adottati nel primo

Fabio L. Sattin

(fabio.sattin@privateequitypartners.com)
Presidente di Private Equity Partners SGR e professore a.c. di Strategia e Politica Aziendale II presso l'Università di Venezia, Cà Foscari.

Paolo Colonna

(paolo.colonna@permira.com)
Presidente di Permira Associati, MBA, Harvard Business School.

caso. In Italia assumono, dunque, importanza fondamentale a livello di operatori i contatti e le relazioni sviluppate nello specifico territorio a livello personale dai singoli partner, nonché la loro capacità e attitudine a interloquire con gli imprenditori, capendone sensibilità ed esigenze al fine di cogliere le situazioni di potenziale interesse per possibili nuovi investimenti.

I contatti con i manager, come abbiamo detto, arrivano spesso in un secondo momento. L'operazione, all'inizio, non può che essere discussa con l'imprenditore a livello confidenziale, in una trattativa avente caratteristiche sostanzialmente diverse rispetto alla conduzione di una OPA. Basti pensare al prezzo. In un caso, questo è stabilito dal mercato e si tratta semmai di identificare il giusto livello di «premio» da offrire affinché l'offerta pubblica abbia successo. Nel caso della trattativa privata, in assenza di riferimenti borsistici, questo è tutto da definire. Si pensi inoltre alle sensibilità negoziali di un imprenditore, spesso fondatore della società, rispetto a quelle del management di una società quotata; alla disponibilità di informazioni complete e trasparenti; alla coincidenza che spesso esiste nelle società non quotate tra management e azionisti di controllo; alle modalità di gestione e di governance o ai sistemi di controllo o di incentivazione. In sostanza, due mondi spesso diversissimi che richiedono da parte degli operatori esperienze e competenze come si diceva molto specifiche e spesso non mutuabili.

Se si passa poi alla fase gestione e valorizzazione, quella che in Italia è senza dubbio la più importante e determinate per il successo dell'operazione, anche qui le problematiche sono molto diverse. Come si diceva, più che cercare di vendere l'azienda a pezzi nella speranza che il valore di questi sia superiore a quello dell'esborso effettuato per acquistare il tutto, in Italia si opera spesso al contrario. Cioè cercando di acquistare altre società per accelerare quel processo di sviluppo, anche a livello internazionale, che consentirà poi una migliore valorizzazione della partecipazione e conseguentemente la realizzazione di un *capital gain* in fase di cessione o quotazione, sempre che le cose vadano per il verso giusto e la società si sia effettivamente sviluppata.

Anche l'importanza data alla leva finanziaria è nel nostro Paese meno rilevante e quantunque rappresenti in taluni casi un significativo «moltiplicatore» per realizzare dei maggiori ritorni, il suo impatto è spesso meno determinate di quanto non lo sia in altri mercati finanziari più evoluti. Per quanto riguarda infine la way out, come abbiamo visto, da noi la quotazione in borsa è spes-

so un obiettivo finale (non il punto di partenza) dell'operazione, anche se la cessione a terzi (la *trade sale*) rimane la via di uscita statisticamente più utilizzata.

Un esempio emblematico di una operazione di buy-out condotta in base a questa «via italiana al private equity» è quello di Ferretti Yachts, che ha consentito la realizzazione, anche attraverso una aggressiva politica di acquisizioni, del più importante gruppo mondiale nella nautica da diporto di lusso (si veda il riquadro «Il caso Ferretti Yachts»).

Da questa operazione si evincono i tratti che caratterizzano molte delle operazioni di buy-out in Italia: l'estrema importanza del rapporto personale tra investitore e azionista fondatore; la delicata gestione della governance; la centralità degli aspetti industriali e della crescita tramite acquisizioni; l'importante ruolo del management e dell'imprenditore che, quantunque in posizione di minoranza, rimane figura centrale nell'ambito di tutte le fasi del processo di sviluppo.

Le operazioni di expansion capital: una partnership per lo sviluppo.

Passiamo ora alla categoria dell'*expansion capital* (o *expansion financing*), la seconda in ordine di importanza. In queste operazioni, a differenza di quelle di buy-out, spesso l'operatore di private equity interviene con una partecipazione di minoranza. Quindi, non è l'investitore «finanziario» a rilevare il controllo della società, ma questo rimane in mano all'azionista di maggioranza che, nella gran parte dei casi, è rappresentato da un imprenditore familiare o dagli eredi dello stesso.

La peculiarità del mercato italiano è stata addirittura identificata e sottolineata dall'ambasciatore degli Stati Uniti in Italia, Ronald Spogli, grande esperto di queste tematiche in quanto operatore di successo del settore prima di iniziare la carriera diplomatica, il quale in occasione di un convegno sul private equity del marzo 2007, sottolineava che «è raro (negli USA) che le società di private equity acquisiscano quote di minoranza, mentre in Italia questo è più comune».

Tale diversità è connessa alla diversa struttura imprenditoriale e industriale dell'Italia caratterizzata dalla massiccia presenza di società non quotate a controllo familiare, spesso operanti in settori maturi e altrettanto spesso esposte alle problematiche del passaggio generazionale. Molte operazioni realizzate in Italia hanno infatti visto agire in partnership, da un lato l'operatore di private equity sovente in posizione di investito-

re di minoranza e, dall'altro, l'imprenditore familiare, fondatore delle società o magari anche di seconda o terza generazione, che pur mantenendo il controllo, ritiene utile e opportuno, magari in parallelo a una fase di ricambio generazionale, «allearsi» con una società di private equity per rivisitare o ristrutturare l'azienda e la sua organizzazione e porre le basi per una nuova fase di sviluppo se non, in alcuni casi, per assicurarne la sopravvivenza. Questi interventi, inoltre, sono spesso effettuati in preparazione a una fase di significativo riassetto a livello di azionariato che in molti casi ha come traguardo finale la quotazione dell'azienda in un mercato regolamentato.

Il governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, nelle sue considerazioni finali del maggio 2007 ha posto notevole attenzione proprio a questo ruolo di «accompagnamento», affermando che «gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di Borsa, accompagnare il ricambio generazionale».

Come abbiamo detto, in queste operazioni l'operatore di private equity interviene con una partecipazione di minoranza e, quindi, già in partenza l'operazione è impostata in modo del tutto diverso rispetto a una operazione di buy-out. Osserviamo le peculiarità di questo genere di interventi, iniziando dal prezzo. Se nel caso di cessione della maggioranza (o della totalità) il prezzo è di fatto la variabile più importante nell'ambito del processo decisionale di compravendita, nel caso di una partecipazione di minoranza il prezzo rappresenta sempre una variabile di rilievo, ma non certo l'unica e spesso neanche la più importante. In questi casi, ciò che conta per l'imprenditore non è tanto massimizzare il valore, quantunque questo sia ovviamente di rilievo, ma anche e soprattutto scegliere l'operatore che per caratteristiche operative, profilo ed esperienza, più si adatta alle esigenze della società, alle sue modalità di gestione e soprattutto quello in grado di meglio condividere e supportare i progetti di sviluppo dell'azionista di controllo. In sostanza, non si tratta solo di «vendere», ma soprattutto di scegliere un vero e proprio partner con il quale condividere strategie, obiettivi e decisioni importanti.

Anche in termini di accordi di way out queste operazioni sovente si pongono degli obiettivi diversi rispetto alle altre categorie. Come appena detto, la quotazione in borsa è spesso l'obiettivo finale in quanto consente al contempo, all'investitore di private equity di uscire dal-

l'investimento in un tempo consono alle sue necessità (normalmente, tre-cinque anni) e all'azionista di controllo di continuare a svolgere un ruolo centrale e di guida anche successivamente alla uscita del partner, fruendo inoltre di tutti i vantaggi sia di carattere strategico che finanziario che il fatto di essere quotati normalmente comporta, nonché dello sviluppo e del rinnovato assetto manageriale ed organizzativo che spesso tale partnership rende possibile.

Se consideriamo che, secondo le statistiche di Banca d'Italia, oltre un terzo delle società italiane che si sono quotate in borsa tra il 1995 ed il 2006 è stato assistito da operatori di private equity (si tratta delle *venture backed IPO*), la positiva sinergia e complementarietà esistente tra private equity e Borsa è quantomeno evidente.

Anche per quanto riguarda l'utilizzo della leva finanziaria, che abbiamo visto essere la norma nel caso delle operazioni di buy-out, qui il suo utilizzo non rappresenta la normalità, quantunque possa anche in questi casi essere una utilissima e opportuna modalità tecnica di realizzazione dell'investimento. Spesso infatti tali operazioni sono condotte tramite interventi in aumento di capitale, proprio per dotare la società delle risorse finanziarie necessarie a realizzare una strategia di sviluppo, se non a ripianare una situazione finanziaria non ottimale o seriamente pregiudicata.

In assenza di leva finanziaria, in queste operazioni, il ritorno sull'investimento deriva quasi esclusivamente dallo sviluppo e incremento di valore della società nel tempo. È conseguentemente fondamentale che vi sia una totale chiarezza e sintonia tra le parti, l'operatore di private equity e l'imprenditore azionista di controllo, su quelli che sono gli obiettivi e le strategie di sviluppo della società e sulle modalità tecniche e finanziarie più opportune che ne consentano il raggiungimento.

Ecco quindi che, anche per quanto riguarda il periodo che va dall'investimento al disinvestimento (il periodo di «valorizzazione e monitoraggio»), tali operazioni hanno regole di governance e modalità operative abbastanza peculiari e a volte anche molto articolate. Innanzitutto, è necessario stabilire quali siano le decisioni che devono essere prese in modo condiviso e quali no. In tal senso, essendo in molti casi la quotazione l'obiettivo finale, vengono adottati i codici di governance previsti per le società quotate. In Italia, ad esempio, spesso vengono adottate le regole previste dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana. Ma questo non basta. Bisogna anche stabilire nel dettaglio come di fatto funziona la collaborazione tra le parti. In tal senso, lo strumento tecnico è cer-

COME EVITARE GLI ERRORI E SFRUTTARE AL MEGLIO LE OPPORTUNITÀ OFFERTE DALLA VIA ITALIANA AL PRIVATE EQUITY

Per gli operatori internazionali

1. Non operare in base a esperienze e modalità sviluppate in altri contesti.
2. Dotarsi di adeguate professionalità ed esperienze a livello locale.
3. Effettuare operazioni sia di maggioranza che di minoranza.
4. Avere capacità e autonomia decisionale a livello locale.
5. Non concentrarsi nello «studiare» le operazioni di grandi dimensioni, ma nel «fare» anche operazioni di dimensioni più contenute.
6. Dotarsi di adeguati supporti specialistici e consulenziali.
7. Pensare a lungo termine anche a livello «locale» sviluppando una positiva reputazione.

Per tutti gli operatori

1. Attrezzarsi in termini di professionalità, comportamenti e attitudini, per fornire un concreto valore aggiunto alle società partecipate.
2. Essere creativi, adattando le modalità di intervento alle esigenze della società, e non viceversa.
3. Responsabilizzarsi, anche a livello politico e sociale, adottando e soprattutto seguendo principi di comportamento e di autoregolamentazione definiti e codificati.

Per i policy maker

1. Non basarsi sulle esperienze degli altri Paesi per dare un giudizio sul private equity italiano.
2. Capirne nel dettaglio le caratteristiche specifiche agevolandone lo sviluppo nei casi in cui se ne sia dimostrata la positività per le aziende e per il sistema economico.
3. Rimuovere eventuali ostacoli o «disallineamenti», consentendo e stimolando l'afflusso di risorse finanziarie anche dall'estero.
4. Studiare bene cosa è stato fatto all'estero, ma al contempo approfondire le caratteristiche specifiche della «via italiana al private equity» per comprenderne le potenzialità e prospettive di sviluppo. <

Per gli operatori nazionali

1. Internazionalizzarsi.
2. Pensare in grande e sviluppare competenze di primo livello.
3. Essere indipendenti ed evitare le aree di conflitto di interessi.
4. Valorizzare e motivare adeguatamente le professionalità operative.
5. Sfruttare le «nicchie» più difficilmente aggredibili dagli operatori internazionali (turnaround, fondi regionali, fondi specializzati).
6. Capitalizzare sulle esperienze fatte, senza farsi troppo influenzare dalle tendenze internazionali, peraltro mutevoli.

Per le aziende e gli imprenditori

1. Capire bene le specificità della «via italiana al private equity».
2. Informarsi sulle caratteristiche degli operatori e sulla loro esperienza e reputazione.
3. Identificare gli operatori più adatti alla soluzione dei loro problemi.
4. Trattare l'investitore come un «partner» e non come un «finanziatore».
5. Sfruttare al massimo le loro competenze e rete di conoscenze.
6. Instaurare un clima di reciproco rispetto, fiducia e trasparenza, concordando gli obiettivi da raggiungere e le modalità per realizzarli.
7. Non vivere l'azienda come una monarchia, ma come una repubblica democratica e soprattutto meritocratica.
8. Passare dalla logica del «piccolo è bello» alla logica del «crescere è necessario per sopravvivere», e il private equity mi può aiutare in questo

IL CASO FERRETTI YACHTS: COME COSTRUIRE UN GRUPPO INDUSTRIALE E DIVENTARE LEADER MONDIALE

La creazione del gruppo industriale

Tramite relazioni sviluppate a livello personale dai suoi senior partner italiani, nel 1997 il fondo Permira entra in contatto con Norberto Ferretti, socio fondatore della Ferretti Yachts. Dopo lunghe e delicate valutazioni, ricche di tematiche personali, Permira acquista la maggioranza della società. L'obiettivo comune del progetto era:

- l'aggregazione di produttori nautici complementari e di pari livello di qualità e lusso, puntando a diventare la società leader del settore a livello mondiale;
- l'ulteriore professionalizzazione e allargamento di un team manageriale già ampio e dotato di notevole delega, dove l'imprenditore non veniva sostituito, ma anzi, ulteriormente supportato e valorizzato;
- la quotazione in Borsa, vissuta come passo strategico necessario per supportare e consolidare lo sviluppo della società e aumentarne la visibilità a livello internazionale;
- sviluppare nuovi prodotti aventi standard tecnologici, estetici e qualitativi di eccellenza.

In soli due anni e mezzo e con grande anticipo rispetto ai cinque anni pianificati, vengono acquisite cinque importanti società (Pershing, Riva, Bertram, CRN, Custom Line) e in soli tre anni, dal 1997 al 2000, il fatturato passa da 47 a 188 milioni di euro, e l'EBITDA da 5,6 a 30,6 milioni. La società viene quotata con successo nel giugno 2000 con Permira che cede gradualmente le azioni all'IPO nei 12 mesi successivi.

La ri-privatizzazione della società

A inizio 2002, mentre l'economia mondiale soffriva dei riverberi dell'11 settembre, il management della Ferretti prevede invece grandi opportunità di sviluppo che il mercato in quel momento ben difficilmente avrebbe condiviso e finanziato. Ancora in collaborazione con Permira, si decide di togliere la società dal listino con un'OPA iniziata nel luglio 2002 effettuata a un valore per azione superiore del 70% al prezzo dell'IPO di 2 anni prima. Con questa operazione, il fondo torna a essere l'azionista di maggioranza della società. Da fine 2002 a fine 2006 la società effettua significativi investimenti e acquisisce quattro ulteriori aziende sia nei prodotti finiti che nei componenti strategici, e allarga la propria presenza internazionale. Il fatturato passa dai 333 milioni del 2002 ai 770 milioni del 2006 e sempre nello stesso periodo l'EBITDA cresce da 68,9 a 118,4 milioni di euro. Il gruppo diventa l'indiscusso leader mondiale nella nautica di lusso a motore, con una notevole distanza rispetto agli altri operatori del settore e una redditività ampiamente superiore alla media del settore.

La cessione

Dopo cinque anni di permanenza, nel febbraio 2007 il 51% del gruppo viene ceduto al fondo Candover: al management va il 39% e al 10% rimangono i Fondi gestiti da Permira. Norberto Ferretti continua a essere al vertice della struttura e pienamente operativo nelle aree di sua specifica competenza.

Quella realizzata sul Gruppo Ferretti è universalmente riconosciuta come una operazione di grande successo, anche in termini di ritorni realizzati, quantunque chiaramente condotta in modo «atipico» rispetto alle operazioni di buy-out di stampo anglosassone. Tale successo è infatti connesso a quelli che abbiamo visto essere gli elementi caratterizzati la «via italiana al private equity», e cioè:

- positivo funzionamento dell'«alleanza strategica» tra imprenditore e fondo, e assoluta centralità e importanza della relazione sviluppata a livello personale;
- approccio strategico volto ad «aggregare» e non a «disaggregare»;
- focalizzazione assoluta sugli aspetti di crescita industriale e di sviluppo e non sugli aspetti finanziari, quantunque considerati importanti e funzionali al raggiungimento di tali obiettivi;
- realizzazione di una governance che ha consentito una forte delega gestionale a un management team che è aumentato e si è rafforzato con la crescita del gruppo e che ha sviluppato la capacità di trattenere efficacemente e valorizzare al massimo le competenze e capacità presenti nelle società di volta in volta acquisite;
- un imprenditore che accetta di andare in minoranza, ma che al contempo rimane pienamente operativo nelle aree di sua specifica competenza (quelle di prodotto, nel caso di specie) e che rimane il punto di riferimento principale dell'azienda;
- una forte volontà di sviluppo sia per vie interne che esterne, da tutti condivisa e supportata;
- intelligente utilizzo della leva finanziaria effettuato tenendo sempre in primaria considerazione le esigenze strategiche connesse allo sviluppo e alle necessità industriali e di business;
- utilizzo delle esperienze e capacità del fondo come «traghettatore» verso la quotazione in Borsa al fine di preparare al meglio la società per tale importante passo;
- sin dalle fasi iniziali di strutturazione dell'operazione e per tutta la durata dell'investimento, inclusa la fase di uscita, altissima considerazione e rispetto per le problematiche ed esigenze di carattere personale e professionale sia nei confronti dell'imprenditore che del management, fissando gli obiettivi da raggiungere e le modalità per farlo in modo condiviso e trasparente. <

tamente il Consiglio di Amministrazione, ma soprattutto i «comitati» dove partecipano sia rappresentanti della società, che della proprietà, che dell'operatore di private equity e nei quali si discutono, approfondiscono e valutano tutte le azioni necessarie a realizzare gli obiettivi strategici stabiliti in fase di negoziazione, che spesso vengono anche concordati formalmente tramite appositi contratti o impegni di varia natura.

Sempre in tema di accordi, sono usuali in tali operazioni, a differenza di quelle che vedono l'investitori di private equity in posizione di controllo, clausole che prevedono delle specifiche modalità di uscita nel caso in cui, per varie ragioni, gli obiettivi prefissati non vengano realizzati o la maggioranza, per qualsiasi ragione, cambi idea rispetto agli obiettivi concordati.

Da quanto fino a qui esposto, appare chiaramente come tali operazioni siano, nelle modalità esecutive e di gestione, sostanzialmente diverse rispetto ad altre tipologie di investimento e che necessitino, da parte degli operatori, di competenze ed esperienze peculiari e specifiche e comunque strettamente legate al territorio nel quale gli investimenti vengono effettuati. Come dimostra il successo di molte di queste operazioni, questa tipologia di interventi si sta rivelando estremamente utile e profittevole sia per le società che per gli investitori, nonché di grande rilievo in termini di impatto economico e sociale nell'ambito del rinnovamento della struttura industriale europea e anche di quella italiana, come correttamente sottolineato da Draghi. È infatti in tale tipo di investimenti che si realizza al meglio quella «sinergia» e positiva collaborazione più volte auspicata tra impresa familiare e private equity, che spesso consente alle aziende familiari, magari toccate dalla problematica del ricambio generazionale, di rinnovarsi, managerializzarsi ed espandersi a livello nazionale e internazionale.

Ed è proprio in queste operazioni di minoranza, molto meno usuali nei mercati più evoluti come Stati Uniti e Regno Unito, ma che rappresentano una delle prospettive più interessanti per gli operatori italiani, che si estrinsecano le caratteristiche e modalità più tipiche di quella che abbiamo definito la «via italiana al private equity».

Per meglio capire come può funzionare nel concreto tale tipologia di interventi, è utile ricordare l'operazione che ha avuto come oggetto il Gruppo Marazzi. Anche in questa operazione, di riconosciuto successo, le caratteristiche tipiche della «via italiana al private equity» risultano evidenti, in particolare per quanto riguarda la stretta collaborazione e positiva sinergia venutasi a creare tra

imprenditore familiare di terza generazione e fondi di private equity, nella fattispecie in posizione di minoranza. Questa partnership ha consentito alla società di rinnovarsi sotto molteplici aspetti sia di tipo strategico che organizzativo (per maggiori dettagli, si veda il riquadro «Il caso Marazzi»), di implementare meccanismi di controllo di gestione, di coinvolgimento dei dipendenti e di governance in linea con le *best practice* internazionali, di porre le basi per una fase di accelerato sviluppo nonché per prepararsi al meglio alla quotazione in Borsa.

Le conseguenze della via italiana al private equity

Abbiamo visto come, sia nelle operazioni di buy-out che in quelle di expansion financing, siano evidenziabili caratteristiche distintive tipiche del mercato italiano. Passiamo ora a identificare quelle che sono le conseguenze che questa «via italiana al private equity» può avere, e vediamo a tre livelli: a livello di operatori; a livello di società partecipate e, infine, a livello di impatto economico e di struttura industriale ed imprenditoriale.

A livello di operatori, la conseguenza principale è connessa alla assoluta necessità di sviluppare, a livello locale, delle competenze distintive e delle professionalità in grado di rispondere adeguatamente alle esigenze specifiche di questo mercato. Limitarsi a replicare modelli di comportamento e operativi sviluppati, magari con successo, in altri contesti potrebbe essere in Italia estremamente pericoloso e fondamentalmente sbagliato. È quindi necessario dotarsi di professionisti che abbiamo sviluppato, in loco, le esperienze e conoscenze necessarie, nonché siano in grado di sfruttare una consolidata rete di contatti e relazioni con il mondo imprenditoriale che abbiamo visto essere la fonte più importante per l'identificazione di operazioni di investimento interessanti. Anche una approfondita conoscenza delle complesse normative locali è auspicabile per potere strutturare correttamente le operazioni di investimento, anticipando o comunque minimizzando le aree di possibile rischio. Ecco quindi che la *seniority* dei partner assume in Italia un'importanza forse ancora maggiore che non in altri Paesi e in questo gli operatori locali nazionali potrebbero essere avvantaggiati. Nelle operazioni di expansion capital, tale necessità è ancora più evidente essendo queste operazioni molto meno sviluppate in altri contesti o comunque realizzate con modalità estremamente diverse. Qui l'azionista di maggioranza, spesso «ricco e famoso», vuole avere vicino un vero e pro-

prio partner il quale, affinché si possa creare un rapporto di reciproco rispetto, considerazione e fiducia, dovrà avere adeguate caratteristiche professionali ma anche essere dotato di autorevolezza, leadership e carisma individuale per potersi confrontare costruttivamente con tali forti personalità.

In questo genere di investimenti, ancora di più che non nei buy-out, conta molto anche la creatività e la capacità di strutturare operazioni aderenti alle specifiche esigenze dell'azionista di maggioranza rendendole coerenti con

i suoi obiettivi e al contempo compatibili con le logiche di investimento di un operatore di private equity.

Dal punto di vista delle imprese, le conseguenze sono probabilmente connesse a una maggiore possibilità di utilizzare gli interventi di private equity non solo per la cessione della maggioranza o della totalità dell'impresa, ma anche per supportare una fase di sviluppo dell'impresa o di accompagnamento in Borsa, nonché per affrontare la complessa problematica legata alla fase di passaggio generazionale, non rinunciando al contempo

IL CASO MARAZZI: DA AZIENDA FAMILIARE A IMPRESA GLOBALE MULTINAZIONALE.

> Nel 2004 la Famiglia Marazzi, dimostrando lungimiranza e interesse per il futuro della società, ha deciso di aprire il capitale cedendo il 33% delle azioni ai fondi Permira e Private Equity Partners prevalentemente per raggiungere i seguenti obiettivi:

Ridefinire le strategie competitive e di posizionamento per porre le basi per una ulteriore fase di sviluppo internazionale, anche attraverso importanti acquisizioni in mercati emergenti, al fine di consolidare la posizione di leadership nel mondo nel settore delle piastrelle in ceramiche.

Realizzare una nuova struttura organizzativa che, pur mantenendo la leadership chiaramente in mano al presidente e azionista di controllo (e nipote del fondatore) Cavalier Filippo Marazzi.

Iniziare un processo volto alla quotazione in Borsa della società, vissuta come passaggio strategico fondamentale per supportare la strategia di sviluppo e consolidamento internazionale.

Tutti questi obiettivi sono stati pienamente raggiunti, peraltro in tempi più veloci del previsto sui vari fronti.

Sul fronte dell'espansione internazionale, i fondi hanno lavorato fianco a fianco con il management della società, in un'ottica di partnership attiva, sulla identificazione, negoziazione ed acquisizione del leader russo nella produzione e distribuzione di piastrelle ceramiche Welor Kerama. Grazie anche alla presenza ed esperienza internazionale dei fondi, sono anche state approfondite opportunità di investimento e/o di ulteriore espansione o consolidamento nei mercati cinese, statunitense, sudamericano e dei Paesi arabi.

Sul fronte industriale, i fondi sono stati coinvolti nel processo di riorganizzazione dell'attività statunitense, nel ripensamento strategico dell'attività in loco e nella ricerca di nuovo management locale, inviando loro persone in Spagna, Francia e Russia per affiancare lo staff Marazzi nell'analisi e organizzazione delle attività di tali Paesi.

Sul fronte della struttura organizzativa, è stata operata una profonda riorganizzazione, rendendo la struttura coerente con le esigenze strategiche anche connesse alla aumentata internazionalizzazione del gruppo, introducendo la figura del *country manager* e inserendo numerosissime nuove professionalità. Sono stati introdotti meccanismi di incentivazione per il management nella forma di piani di *stock option* che hanno coinvolto 64 dirigenti e un programma di *management by objective* per oltre 400 dipendenti.

Sul fronte della Corporate Governance: è stata introdotta una nuova corporate governance, in linea con la *best practice* delle società quotate.

Sul fronte della quotazione in Borsa: i fondi hanno collaborato con il management della società e con l'azionista di controllo nella preparazione di tutta la procedura e degli adempimenti necessari per realizzare la quotazione in Borsa.

Come previsto dagli accordi stabiliti, i fondi hanno venduto il 66% della propria partecipazione, contestualmente alla IPO (febbraio 2006) e il rimanente 33% (pari a circa un 10% delle azioni) a un anno dalla data di quotazione, cioè nel febbraio del 2007. Questa fruttifera e attiva collaborazione tra famiglia, azienda, management e fondi ha consentito i seguenti risultati economici.

Nel periodo dal 2004 (entrata dei fondi) al giugno 2006 (prima uscita dei fondi), a livello consolidato di gruppo, il fatturato è cresciuto da 754 a oltre 900 milioni (su base annua) con un margine operativo lordo (EBITDA) rapportato al fatturato passato dal 14% al 18,5%, mentre il rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA è sceso da 2,5 al 1,1. Nello stesso periodo, il rapporto tra utile netto e fatturato è cresciuto dal 2,04% al 6,1% e il personale è passato (incluse le acquisizioni) da 4.300 a 6.300 dipendenti a testimoniare lo sviluppo della società che, a livello manageriale, si è già preparata a un'ulteriore accelerata fase di sviluppo. <

al controllo azionario della società, o comunque senza doverne uscire completamente. Il private equity italiano, in buona sostanza, si è dimostrato nei fatti molto creativo e flessibile, cercando di adattarsi alle esigenze e caratteristiche della struttura imprenditoriale familiare tipica del nostro Paese. E lo ha fatto generando ritorni per i propri investitori di tutto rispetto. Questo aspetto peculiare del nostro private equity, se compreso correttamente dagli imprenditori, non può che avere per loro delle conseguenze positive in termini di opportunità di sviluppo e di crescita anche e soprattutto a livello internazionale.

Parlando, infine, di impatto a livello macroeconomico e di struttura industriale, è anche evidente che questa variegata articolazione degli interventi e soprattutto, sia nei buy-out che nell'expansion capital, la marcata focalizzazione che gli operatori italiani hanno dimostrato di avere sulle problematiche di sviluppo, crescita e internazionalizzazione, più che su speculazioni, spezzettamenti o arbitraggi di vario genere, non può che essere vista positivamente e avere delle conseguenze virtuose. Certo potranno anche in Italia verificarsi situazioni problematiche o realizzarsi operazioni aventi logiche maggiormente speculative, ma questo, a ben vedere, quando accade (e, in qualche caso, è accaduto) non ha riguardato solamente il settore del private equity.

Siamo quindi convinti che la «via italiana al private equity», per tutte le ragioni che abbiamo esposto, presenti una notevole positività in termini di sviluppo economico e di rinnovamento di struttura industriale e imprenditoriale più che non in altri Paesi e che per questo si debba valutare molto favorevolmente e possibilmente agevolare, ove necessario anche a livello politico-istituzionale, l'espansione del settore in quanto basato, da sempre in Italia, su logiche di investimento prevalentemente industriali e di crescita più che di tipo speculativo o puramente finanziario.



Abbiamo visto come in Italia in private equity, nei suoi principali comparti, abbia assunto caratteristiche e peculiarità specifiche tali da differenziarsi in modo significativo dai contesti finanziari ove tali operazioni si sono maggiormente sviluppate, Stati Uniti e Regno Unito. Abbiamo anche visto come queste differenze abbiano un notevolissimo impatto sulle modalità attra-

verso le quali gli operatori del settore dovranno basare le proprie strategie per aderire ai dettami specifici di tale mercato e sulle competenze sulle quali dovranno puntare. Volere replicare in Italia le modalità operative ed esperienze che hanno sviluppato nei loro Paesi di origine potrebbe essere un grave errore, così come lo sarebbe quello pensare a delle azioni normative riguardanti il settore basandosi sulle esperienze straniere, senza avere approfonditamente compreso come il private equity si sia sviluppato nel nostro Paese.

Venendo infine alle imprese e agli imprenditori, sarebbe veramente un gran peccato che, per una scarsa comprensione e conoscenza delle reali caratteristiche che questa attività ha sviluppato nel nostro Paese, perdessero l'opportunità di coglierne i benefici che abbiamo visto essere molteplici e spesso determinanti per lo sviluppo, se non in alcuni casi per la sopravvivenza, delle società stesse.

Quali sono, quindi, i consigli che potremmo dare alle varie categorie che, in vario modo, sono coinvolte (operatori nazionali e internazionali, imprenditori e policy maker), per evitare di fare degli errori e sfruttare al meglio le grandi opportunità che il private equity offre in Italia a vari livelli? Come esposto più in dettaglio nella figura «Consigli per evitare errori...», agli operatori internazionali consigliamo principalmente di non agire e operare in base alle esperienze effettuate in altri contesti economici. Questo potrebbe essere molto rischioso e fondamentalmente sbagliato. Agli operatori nazionali, di diventare un po' più internazionali e di capire che, se ben attrezzati professionalmente, possono avere un grande vantaggio competitivo nell'operare in un contesto che conoscono bene e, certo, meglio di altri. Agli imprenditori e alle società, di capire bene come funziona il private equity in Italia e come questo possa essere per loro di grandissimo aiuto e supporto nell'affrontare le problematiche competitive, di sviluppo, di internazionalizzazione, nonché nella soluzione della delicata fase del trapasso generazionale. Infine, ai policy maker, raccomandiamo di cogliere appieno le caratteristiche e i vantaggi che la via italiana al private equity può avere a livello di impatto economico e sociale, di sviluppo industriale e di rinnovamento della classe imprenditoriale, evitando di prendere posizioni o emettere giudizi (o peggio, norme) che si basano su esperienze di altri Paesi che potrebbero non essere rappresentative dell'effettivo sviluppo che tale importata attività ha avuto e avrà nel nostro Paese. <

Ristampa n. 07071

H B R
ITALIA