

Private Equity e infrastrutture

a cura di **Marco Nicolai**



McGraw-Hill

Capitolo 2

L'attività di *Private Equity*: definizioni, caratteristiche, prospettive con particolare riferimento alla realtà italiana

di Fabio L. Sattin

Definizioni	40
Le dimensioni del fenomeno <i>Private Equity</i>	41
Le principali tipologie di investimento del <i>Private Equity</i>	43
<i>Early stage financing</i>	43
<i>Expansion financing</i>	44
<i>Replacement capital</i>	46
<i>Buy-out</i>	47
<i>I family buy-out</i>	48
<i>I workers buy-out</i>	49
<i>I reverse buy-out</i>	49
<i>Turnaround financing</i>	50
<i>Cluster venture</i>	51
La via italiana al <i>Private Equity</i>	52
<i>Private Equity</i> e <i>credit crunch</i>: quale futuro?	58
<i>Private Equity</i> e settore delle Infrastrutture: lo sviluppo di fondi infrastrutturali	60

Definizioni

L'attività economica che ha come oggetto l'effettuazione di investimenti nel capitale di rischio, chiamata anche attività di *Private Equity*, deve essere intesa come: "l'apporto di capitale, da parte di operatori economici specializzati, in aziende non quotate, con l'obiettivo prevalente di realizzare un guadagno a seguito dello smobilizzo della partecipazione acquisita entro un arco di tempo medio/lungo"¹. Con il termine *Venture Capital* ci si riferisce invece agli investimenti effettuati in società di piccole o piccolissime dimensioni, normalmente a elevato contenuto innovativo e tecnologico.

Riportando integralmente le definizioni ufficiali adottate dalla *European Venture Capital Association* (EVCA), l'associazione europea che riunisce tutti i principali operatori (oltre 1.000) del settore del capitale di rischio: "*Private equity provides equity capital to enterprises not listed on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buy-out or buy-in of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding*". Continua la descrizione dell'EVCA, "*Venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business*".

L'attività di *Venture Capital*, intesa in senso stretto, rappresenta quindi un sotto-segmento dell'attività di *Private Equity* e coincide sostanzialmente con quello che più avanti definiremo "*early stage financing*".

L'attività di *Private Equity* non è condizionata: né dalle dimensioni delle società nelle quali detti investimenti vengono effettuati, né dalla specializzazione settoriale delle stesse, né dall'ammontare della partecipazione acquisita nelle medesime (che spesso può essere anche di maggioranza), né, infine, dalle modalità tecniche e operative attraverso le quali ciascun intervento venga effettuato.

Da un punto di vista qualitativo, sempre secondo l'EVCA, gli investimenti di *Private Equity* sono generalmente caratterizzati dai seguenti aspetti:

- condivisione da parte dell'investitore istituzionale del rischio imprenditoriale;
- orizzonte di investimento medio/lungo (tra i tre e i sette anni);
- coinvolgimento attivo nella gestione e nello sviluppo della società partecipata;
- estrema attenzione posta alle caratteristiche strategiche e industriali delle società partecipate (potenzialità di sviluppo del business, attrattività del mercato, struttura organizzativa, management), piuttosto che a quelle di tipo esclusivamente finanziario;

¹ Per alcune definizioni di *Venture Capital* si veda AIFI, Yearbook.

- l'obiettivo finale dell'investitore è principalmente la realizzazione di un guadagno in conto capitale che si effettui preferibilmente attraverso la quotazione della società a un mercato regolamentato o attraverso la vendita ad altri investitori².

Le dimensioni del fenomeno *Private Equity*³

Per dare un'idea delle dimensioni attuali del fenomeno *Private Equity* a livello mondiale e dei suoi tassi di crescita, si consideri che, nel 2006, la stima dei capitali in gestione ai fondi di *Private Equity* ammontava, secondo una ricerca pubblicata da Morgan Stanley, a 1300 miliardi di dollari, con un tasso di crescita annuale composto del 24% dal 1980 a oggi. Anche l'ammontare dei capitali raccolti dai fondi è aumentato notevolmente ed è stato stimato in più di 400 miliardi di dollari, con una crescita del 260% tra il 2003 e il 2006. Un'altra ricerca realizzata da Credit Suisse Analysis invece stima che a livello mondiale, entro la fine del 2008, le risorse gestite dai fondi di *Private Equity* ammonteranno a circa 1500 miliardi di dollari, ai quali si sommeranno i circa 500 miliardi dei fondi di *Private Equity* e gli oltre mille miliardi dei fondi di *Private Equity-real estate*.

Per quanto riguarda i capitali investiti a livello globale, la quota più elevata di risorse è dedicata ai *buy-out*, con un totale di oltre 700 miliardi di dollari investiti nel 2006, un ammontare quattro volte maggiore al dato del 2003. Inoltre, durante il primo semestre del 2007, tali operazioni hanno già raggiunto circa 560 miliardi di dollari.

Anche il mercato europeo del *Venture Capital* e *Private Equity* si è caratterizzato in questi ultimi anni per un continuo ampliamento dei propri confini, tanto geografici quanto operativi.

Per ciò che riguarda i singoli Paesi, il Regno Unito continua a mantenere la sua posizione di leadership e a confermarsi come il mercato con il maggior grado di sviluppo, con circa 40,9 miliardi di euro investiti (+30,4% rispetto al 2002), pari a oltre il 57% dell'intero settore. Al secondo posto si posiziona la Francia, che ha visto incrementare fortemente i volumi investiti nel corso degli ultimi anni, superando i 10 miliardi di euro, mentre, solo dopo Svezia e Germania, si colloca l'Italia, con una quota pari a circa il 5% rispetto all'ammontare complessivamente investito nel Vecchio Continente.

² EVCA, *Boosting Europe's Growing Companies*, Zaventem, Belgium, 1995

³ Roberto Del Giudice, *L'evoluzione recente del mercato italiano e internazionale del private equity e venture capital*, in A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, quarta edizione, Guerini Studio, Milano, marzo 2008.

Se si analizza l'evoluzione della distribuzione degli investimenti tra le differenti tipologie di operazioni in termini di ammontare, bisogna sottolineare la continua crescita dei *buy-out* che, quanto a risorse investite, da anni costituiscono oltre la metà dell'intero mercato e che nell'ultimo decennio hanno rappresentato la tipologia di investimento preferita dagli investitori in capitale di rischio. In particolare, nel corso del 2006, l'ammontare investito in tali operazioni ha pesato per circa il 70% (48,9 miliardi di euro) sul totale del mercato. Più in dettaglio, sono soprattutto i mega *deal* (*equity* investito superiore ai 300 milioni di euro) a registrare il maggiore incremento; l'ammontare investito in questa tipologia di operazioni è, infatti, più che triplicata tra il 2005 e il 2006, passando da 6,2 a 19,5 miliardi di euro.

Per il segmento dell'*early stage*, invece, il punto di rottura rispetto al passato potrebbe essere rappresentato proprio dal 2006, anno in cui sembra essere stato avviato un nuovo ciclo di investimenti in tale ambito. Questa tipologia di investimento è stata, infatti, contraddistinta da una significativa ripresa, tanto che le risorse destinate alla nascita di nuove imprese (*start up*) sono più che raddoppiate, passando da 2,4 miliardi di euro nel 2005 a 5,7 miliardi di euro nel 2006. Anche i capitali destinati al finanziamento delle idee imprenditoriali (*seed capital*) sono duplicati nel corso degli ultimi due anni, facendo in modo che, complessivamente, il comparto dell'*early stage* pesasse per oltre il 10% sull'ammontare totale investito in Europa nel 2006.

Venendo a questo punto nel nostro Paese, anche l'Italia, di fatto, si presenta in linea con le tendenze evolutive che hanno caratterizzato lo scenario internazionale. L'attività di investimento ha manifestato un vero e proprio picco nel corso del 2000, grazie allo sviluppo delle nuove tecnologie, cui però ha fatto seguito un anno di sensibile contrazione. Già a partire dal 2002, tuttavia, il mercato è stato caratterizzato da un nuovo ciclo di crescita, tanto che l'attività di investimento ha nuovamente raggiunto valori record.

Secondo i dati prodotti da AIFI, nel corso del 2007, infatti, le risorse complessivamente investite in Italia sono state pari a oltre 4.179 miliardi di euro, distribuiti su 302 operazioni e interessando 251 imprese. Tale crescita è per lo più riconducibile a un incremento delle operazioni di capitale per lo sviluppo (*expansion*), sul fronte del *Venture Capital*, nonché all'aumento del numero di operazioni di *buy-out* di piccola e media dimensione. Per quanto riguarda la distribuzione degli investimenti complessivamente realizzati, la maggior parte delle risorse investite è confluita nelle operazioni di *buy-out* (3.293 milioni di euro, pari al 78% del totale), seguite da quelle di *expansion* (786 milioni di euro, pari al 19% del totale). In termini numerici, invece, si rileva ancora una leggera prevalenza degli investimenti di *expansion* (113 operazioni, 37% del totale), seguiti dai *buy-out* (87 *deals*, pari al 29%), che raggiungono numericamente le operazioni di *early stage* (29% del totale). L'attività di *replacement*, invece, continua ad avere un ruolo marginale (1% come valore e 5% come numero di operazioni).

Le principali tipologie di investimento del Private Equity

L'approccio più comunemente utilizzato⁴ per distinguere le varie tipologie di investimento nel capitale di rischio è quello di segmentarle sulla base della specifica fase di sviluppo aziendale in cui queste vengono effettuate.

La logica sottostante a tale tipo di segmentazione è che a diversi stadi di sviluppo aziendale corrispondano diverse esigenze e che, conseguentemente, anche l'intervento dell'operatore specializzato, per rispondere adeguatamente a dette esigenze, debba avere caratteristiche diverse.

Da questo tipo di segmentazione derivano alcune delle principali categorie adottate dagli operatori e dalle associazioni di categoria anche ai fini statistici.

Early stage financing

Per *early stage financing* si intendono tutti gli interventi effettuati allo stadio iniziale di un'attività imprenditoriale. Questa categoria è a sua volta composta dalle tre tipologie di investimento di seguito analizzate:

- “*Seed Financing*” (sperimentazione): si interviene già nella fase di sperimentazione quando la validità tecnica ed economica del prodotto o del servizio è ancora tutta da dimostrare. Questi interventi vengono effettuati quasi esclusivamente sulla base di considerazioni e analisi di tipo tecnico specifico, volte a identificare le caratteristiche potenziali di un prodotto ancora da sviluppare o, quantomeno, da industrializzare, al fine di valutarne la potenzialità in termini economici. Spesso non esiste neanche un business plan adeguatamente strutturato. È chiaro quindi che questi investimenti vengono effettuati nella maggior parte dei casi da operatori altamente specializzati nei vari settori tecnologici, si pensi per esempio alle biotecnologie o all'informatica. Le competenze sono quindi prevalentemente di natura tecnica e scientifica. Non a caso spesso troviamo a operare in questo segmento delle società di investimento collegate a gruppi industriali operanti in settori limitrofi a quelli di intervento se non, come nel caso del cosiddetto *Corporate Venture Capital*, a unità specializzate appartenenti a gruppi industriali di grandi dimensioni.
- “*Start-up Financing*” (partecipazione all'avvio dell'attività): in questo stadio si finanzia l'avvio dell'attività produttiva, ma non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto. Anche in questo caso, le problematiche sono essenzialmente di natura tecnica specifica e le caratteristiche degli operatori non si differenziano sostanzialmente da quelle della tipologia precedente, anche se, in questo caso, il prodotto è già stato sviluppato e verificato, seppure a livello di prototipi, e spesso sono state completate le fasi rela-

⁴ S.E. Pratt, *How to raise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York, 1981.

tive alla sua ingegnerizzazione e brevettazione. La validità del prodotto in termini commerciali, comunque, rimane ancora tutta da valutare.

- “*First Stage Financing*” (partecipazione alla prima fase di sviluppo): l'avvio dell'attività produttiva è già completato, ma deve essere ancora valutata appieno la validità commerciale del prodotto-servizio. Ai fini statistici, gli interventi di questo genere vengono spesso fatti confluire nella categoria *start-up*. A differenza dei casi precedenti, nel *First Stage Financing* vengono meno le problematiche conseguenti alle fasi di ideazione, progettazione, sperimentazione e avvio della fase produttiva.

Questo consente, in alcuni casi, di rendere possibili interventi anche da parte di operatori di profilo più “generalista” o con minore grado di conoscenza tecnica specifica. Rimangono comunque investimenti ad altissimo rischio e di difficile valutazione da parte di chi non ha una precedente esperienza di settore.

Gli aspetti di analisi di mercato e delle potenzialità commerciali e applicative del prodotto assumono, in questi casi, un'importanza di grande rilievo, e in tal senso sono spesso orientate le competenze degli operatori che intervengono in questo segmento.

Expansion financing

Con il termine *expansion financing* si intendono tutti gli interventi nel capitale di rischio effettuati in iniziative imprenditoriali già sviluppate e che, per differenti ragioni, intendono avvalersi della collaborazione di un investitore istituzionale per consolidarsi, svilupparsi ulteriormente o accedere alla quotazione in borsa.

L'impegno dell'operatore specializzato è, in questa tipologia di investimento, favorito dall'esistenza di una serie di dati e informazioni non presenti, o presenti solamente in parte e a livello prospettico nelle fasi precedenti. Stante la più avanzata fase del ciclo di sviluppo, e quindi l'esistenza di una “storia” aziendale, le società oggetto di questi interventi possono infatti fornire ai potenziali investitori informazioni di tipo storico, oltre che previsionale, estremamente utili per meglio capire e valutare le potenzialità dell'azienda nella quale si accingono a effettuare l'investimento.

La presenza di una storia aziendale e il superamento delle fasi iniziali dell'attività imprenditoriale e delle incertezze a queste connesse, consente di effettuare una approfondita valutazione del potenziale investimento e dei potenziali ritorni che ne possono derivare anche a operatori che non hanno una diretta esperienza precedente o conoscenza dello specifico settore merceologico nel quale la società opera.

La presenza di dati economici e finanziari sia storici che prospettici consente, inoltre, di utilizzare con maggior significatività le metodologie tipiche dell'analisi economico-finanziaria, le quali, in questo genere di interventi, assumono un crescente rilievo in termini di valutazione dell'investimento.

Gli stadi di sviluppo, ove detti interventi vengono generalmente effettuati, sono i seguenti tre:

- “*Second Stage Financing*” (crescita accelerata): la società è ancora giovane e spesso di medio-piccole dimensioni, ma produzione e vendite sono già sviluppate, anche se solo parzialmente, sulla base di una chiara e verificabile combinazione prodotto/mercato. Esiste cioè un passato, anche se non lungo, che può essere analizzato e dal quale si possono trarre utili informazioni sulla validità del business e del management. È presente un’esperienza di mercato ed esistono delle previsioni, delle strategie di sviluppo, dei clienti, dei fornitori e, soprattutto, vi è un management, o una proprietà, che ha già accumulato una certa esperienza nel settore e a cui il potenziale investitore può fare riferimento e chiedere informazioni. Esistono ancora molte aree sviluppo inesplorate, sia in termini di diversificazione produttiva che, soprattutto, geografica. Anche la struttura organizzativa è in cambiamento e spesso l’intervento finanziario deve essere progettato parallelamente a un consolidamento della struttura organizzativa e al suo completamento e, conseguentemente, al potenziale investitore viene spesso chiesto un aiuto in tal senso.
- “*Third Stage Financing*” (consolidamento dello sviluppo): la fase del rapido sviluppo è superata e si tratta prevalentemente di consolidare l’attività. L’attività corrente è in questi casi la base principale di analisi e di valutazione e le proiezioni, pur rimanendo fondamentali, non presentano normalmente repentini cambiamenti rispetto al passato. La possibilità di aumentare significativamente il valore della società è quindi prevalentemente collegata alle possibilità di espandersi ulteriormente che questa possiede, sia attraverso azioni di diversificazione commerciale e produttiva, sia attraverso combinazioni societarie con altre società. Questo genere di interventi è particolarmente congeniale agli operatori che possono disporre, per varie ragioni, di una consolidata esperienza di carattere internazionale e una notevole conoscenza e introduzione in seno alle realtà economiche e industriali dei vari Paesi. Si pensi, per esempio, alle banche d’investimento operanti a livello multinazionale o a quelle possedute da importanti operatori finanziari. Questi infatti, hanno spesso la possibilità di sfruttare le sinergie derivanti dalla presenza, a livello di gruppo di appartenenza, anche in altri comparti della consulenza finanziaria alle imprese, quali, per esempio, le attività di *mergers and acquisitions*, e di *corporate finance* in generale.
- “*Fourth Stage Financing*” (maturità pre-IPO): in questo stadio l’azienda è consolidata, ha precisi progetti di sviluppo e desidera perfezionarli con l’aiuto di un partner finanziario. In questi casi l’intervento da parte dell’investitore istituzionale nel capitale di rischio è effettuato generalmente con un’ottica prevalentemente finanziaria e di medio periodo, o comunque, più breve rispetto a quella dei casi precedenti e generalmente conduce, almeno nelle intenzioni, a un progetto di quotazione della società in un mercato regolamentato.

Dato l'avanzato stadio di sviluppo e la conseguente complessità e articolazione operativa delle società oggetto di questo genere di investimenti, le competenze degli operatori che effettuano detti interventi sono essenzialmente di natura analitica e tecnico-finanziaria e le valutazioni di natura tecnica e di business vengono effettuate per confermare e verificare la coerenza dei dati forniti dalla società, piuttosto che per apportare un concreto supporto alle strategie di sviluppo, già definite dal management o dalla proprietà.

Il supporto richiesto in questi casi all'investitore specializzato è di tipo finanziario, ma anche, in particolare nel caso di quotazione a un mercato regolamentato, di tipo tecnico specifico per la realizzazione dell'obiettivo finale.

Anche in questo caso, gli operatori che meglio possono rispondere a queste esigenze sono le banche di investimento o le società finanziarie di grande dimensione, immagine e prestigio nazionale e internazionale e che abbiano una notevole conoscenza ed esperienza dei mercati finanziari e del loro funzionamento. Grazie alla loro esperienza, tali operatori possono infatti aumentare in modo significativo le possibilità di successo di un'eventuale quotazione della società in borsa.

La semplice segmentazione per stadi di sviluppo, per quanto metodologicamente corretta e largamente utilizzata nei testi specialistici, non è però sufficiente a cogliere tutte le modalità di investimento utilizzate dagli operatori.

Sia a livello operativo che a livello statistico/metodologico, si è resa quindi necessaria un'ulteriore segmentazione delle operazioni di *Private Equity* o almeno di alcune tra queste, sulla base di metodologie diverse, maggiormente rispondenti alla dinamica evolutiva dell'attività in questione.

Sul piano del rigore metodologico, questa scelta è certamente discutibile, in quanto dette categorie, identificate partendo da criteri di aggregazione disomogenei rispetto a quelli degli stadi di sviluppo, creano notevoli problematiche nelle elaborazioni statistiche. Molte operazioni possono infatti ricadere in due o anche più categorie.

Dal punto di vista pratico, tuttavia, detta scelta è particolarmente utile e apprezzata dagli operatori del settore.

Replacement capital

Viene definito *replacement capital* l'acquisto, da parte di un operatore specializzato in attività di *Private Equity*, di azioni o quote societarie al fine di sostituire quella parte dell'azionariato che non è più interessata al proseguimento dell'attività aziendale.

Queste operazioni si stanno sviluppando notevolmente anche in Italia, dove il ricambio generazionale e il conseguente cambiamento della compagine societaria crea spesso notevoli problemi in termini di omogeneità di intenzioni tra i vari eredi.

Questa non corrispondenza di intenti può a volte compromettere, anche irrimediabilmente, le possibilità di sviluppo delle società. In questi casi le operazioni di *replacement capital* possono spesso risultare una efficace soluzione.

Grazie a questi interventi, quanti tra i soci non sono interessati a strategie di lungo termine e di sviluppo, hanno la possibilità di realizzare un guadagno e di uscire dalla compagine societaria, lasciando liberi di operare quanti credono ancora nel futuro dell'azienda e sono pertanto disposti a continuare a investire tempo e denaro per consentirne lo sviluppo.

Le operazioni di *replacement capital* vengono normalmente effettuate in partecipazione di minoranza da parte dell'investitore istituzionale, il quale spesso non possiede un'esperienza specifica del settore, ma basa il suo intervento prevalentemente sulla fiducia riposta nella parte di proprietà che assume la gestione della società.

Buy-out

Si tratta di specifiche metodologie di investimento che, sviluppatesi inizialmente negli Stati Uniti e in Inghilterra, si sono rapidamente diffuse anche negli altri Paesi europei, compresa l'Italia, e oggi rappresentano il comparto più importante del *Private Equity*.

Nelle operazioni di *buy-out* l'intervento dell'investitore finanziario avviene contestualmente al cambiamento di proprietà della società oggetto di investimento, la quale dopo l'operazione viene quasi sempre a essere controllata dai nuovi investitori, spesso coadiuvati da un "management team" co-investitore che, pur ricoprendo normalmente una posizione di minoranza, di fatto diventa il soggetto economico principale per quanto concerne la guida operativa nella gestione della società stessa, una volta effettuata l'operazione.

A conferma dell'importanza del fenomeno sta il fatto che, a livello europeo, le operazioni che l'EVCA classifica come *buy-out* sono oltre il 68% degli investimenti effettuati (EVCA Yearbook 2007). Queste operazioni rappresentano quindi la principale categoria, in termini di ammontare investito in attività di *Private Equity*.

Data la crescente importanza che dette operazioni vanno assumendo e la relativa novità per il nostro mercato, diviene opportuno dedicare particolare attenzione a questo tipo di metodologia di investimento.

Nella loro grande maggioranza le operazioni di *buy-out* sono di fatto rappresentate da operazioni di *Management Buy-Out*, le quali, a loro volta, sono strutturate, per oltre il 90% dei casi, tramite l'utilizzo della leva finanziaria (c.d. *Leveraged Buy-Out*).

Per *Management Buy-Out* (MBO) si intende l'acquisizione di parte o di tutta un'azienda da parte del management (quasi sempre supportato da un operatore di *Private Equity*), sia esso proveniente dall'azienda stessa (in questo caso avremo un vero e proprio MBO), che da aziende terze (in questo caso l'operazione viene definita di *Management Buy-In* – MBI)⁵.

⁵ Si veda, tra gli altri, F. Sattin, P. D'Anzi, *Le operazioni di Leveraged Buy-Out: esperienze internazionali e realtà italiana*, in *Amministrazione & Finanza* n. 20, 1988.

Per *Leveraged Buy-Out* (LBO) si intende invece (nella sua accezione più generale, anche se metodologicamente meno rigorosa), una qualsiasi acquisizione di società o di beni aziendali effettuata ricorrendo in misura prevalente a capitale di terzi (in genere, istituti bancari), e limitando l'investimento finanziario del compratore solamente a una parte del prezzo.

I capitali presi a prestito, a loro volta, dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi, prodotti dall'attività operativa della società stessa o attraverso la cessione di parte dei beni acquisiti (*break-up*).

L'elemento essenziale di un'operazione di MBO è pertanto il nuovo soggetto imprenditoriale e non la leva finanziaria, come nel caso del *Leveraged Buy-Out*⁶. Quest'ultima, infatti, può anche mancare completamente, come nel caso delle società acquistate dal management a seguito di una procedura concorsuale.

Il fatto che MBO e LBO vengano spesso confusi tra loro deriva probabilmente dalla considerazione che, disponendo il management di risorse finanziarie limitate, il perfezionamento di un'operazione di MBO venga spesso volte eseguito ricorrendo alla tecnica finanziaria dell'LBO.

Eventuali confusioni vengono evitate adottando per questi casi l'espressione LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*).

I family buy-out

Un tipo di operazioni che viene frequentemente menzionato e fatto rientrare, spesso erroneamente (perlomeno quando si parla di attività di *Private Equity*), all'interno della categoria dei *buy-out*, è quello dei cosiddetti *family buy-out*, cioè dell'assunzione del controllo della società da parte di alcuni dei componenti della proprietà (nelle aziende familiari, che sono nel nostro Paese la maggior parte, normalmente essa è detenuta dai vari membri della famiglia).

Come nel *replacement capital*, si tratta di sostituire quella parte dell'azionariato che non è più interessata a proseguire l'attività aziendale; solo che sono coloro che intendono proseguire l'attività di famiglia a sostituire i soci disinteressati, invece dell'operatore finanziario specializzato. Anche in questo caso, l'acquisto può essere effettuato con la tecnica del *Leveraged Buy-Out* (anche se non è l'unico metodo applicabile), dando vita a un'operazione di *Family Leveraged Buy-Out* (FLBO).

È comunque evidente che, se non c'è il coinvolgimento di un operatore finanziario specializzato, dette operazioni non possono rientrare nelle statistiche relative all'attività di *Private Equity*. In questi casi, infatti, la società finanziaria funge quasi sempre da consulente finanziario e spesso non acquisisce una partecipazione direttamente.

Nella pratica, comunque, raramente le distinzioni sono così nette e può accadere che una singola operazione veda contemporaneamente l'uscita dei soci non

⁶ M.C. Ferrario, *Management Buy-Out*, ISEDI, Torino.

interessati, l'entrata dei manager (magari alcuni provenienti dalla società stessa e altri da società terze), l'entrata dell'investitore specializzato con una quota di minoranza e un contestuale aumento della quota detenuta da quella parte di proprietà interessata a proseguire l'attività di famiglia. Il tutto può essere effettuato ricorrendo o meno alla leva finanziaria, o valendosene parzialmente.

Considerata la loro eterogeneità e articolazione, queste operazioni non si prestano a precise classificazioni e, di conseguenza, le statistiche a esse relative sono difficoltose e a volte poco significative.

I workers buy-out

Una particolare applicazione della tecnica dei *buy-out* è quella che vede i lavoratori dipendenti della società oggetto dell'acquisto come soggetto economico operante l'acquisizione (*Workers Buy-Out* – WBO).

Tecnicamente, si tratta di estendere a una base azionaria più allargata le metodologie e le logiche tipiche delle operazioni di *Management Buy-Out* e di *Leveraged Buy-Out*.

Dal punto di vista sociale ed economico questo tipo di operazioni, in particolare per il nostro Paese, potrebbero rappresentare un efficacissimo strumento per favorire il processo di azionariato diffuso (dovere dello Stato ex articolo 47 della Costituzione Italiana), in particolare se applicate al contesto delle privatizzazioni. L'applicazione della tecnica del *Workers Buy-Out* nell'ambito delle privatizzazioni consentirebbe infatti di: mantenere e motivare la base occupazionale delle società oggetto di cessione, coinvolgendo i lavoratori nella proprietà e conseguentemente nei risultati del loro lavoro; mantenere il controllo delle società in Italia; stimolare lo sviluppo del mercato borsistico (attraverso la quotazione in borsa, che abbiamo visto essere generalmente l'obiettivo finale dell'attività di *Venture Capital*); stimolare la creazione di una classe di manager/imprenditori con chiaro orientamento al profitto e al mercato; iniziare un processo di coinvolgimento dei lavoratori nell'azionariato, basato su criteri di economicità ed efficienza e non su criteri di tipo assistenzialistico; avvicinarci alla dinamica dei paesi finanziariamente ed economicamente più evoluti, ove le operazioni di MBO e WBO sono da anni considerate di estremo rilievo sia economico che sociale.

I reverse buy-out

Il *Reverse Buy-Out* (RBO) rappresenta una variante della tecnica dell'LBO sviluppata negli Stati Uniti negli anni '80, a seguito dell'elevato numero di fusioni e acquisizioni realizzate.

In tale periodo, infatti, l'LBO ha rappresentato una delle modalità più comunemente utilizzate per finanziare l'acquisizione di imprese e, più in particolare, per permettere la realizzazione di operazioni definite "*going private*". Tali operazioni erano caratterizzate dall'acquisto di azioni di società quotate, possedute

da un ampio numero di azionisti, da parte di una società acquirente, avente lo scopo di sottrarre i titoli al mercato, concentrandoli nelle mani di pochi possessori. In questo modo si determinava l'uscita dell'impresa dal listino, ponendola al riparo da rischi di eventuali takeover. Poiché questa operazione veniva realizzata quasi esclusivamente attraverso l'LBO, i termini "going private" ed LBO erano considerati come sinonimi.

Successivamente, il mutare delle condizioni di mercato e delle esigenze degli investitori portarono nel corso degli anni a una controtendenza. Infatti negli Stati Uniti, a fronte di 400 imprese quotate uscite dal listino attraverso un'operazione di *Leveraged Buy-Out* nell'arco di tempo compreso fra il 1981 e il 1989, circa 100 tornarono nuovamente alla quotazione dopo un periodo di tempo compreso fra i due e i tre anni dalla data di uscita.

Le imprese che tornarono alla quotazione, dopo esserne uscite attraverso un'operazione di LBO, rappresentano i cosiddetti *reverse leveraged buy-out*.

Questo tipo di operazione si sviluppò sull'onda di un mercato borsistico caratterizzato da una tendenza rialzista, che consentì la realizzazione di ritorni decisamente elevati per gli azionisti, a fronte di effettivi miglioramenti nella performance di imprese guidate da manager che, sottoposti al severo giudizio del mercato, erano motivati a operare con maggiore efficienza.

Turnaround financing

Un'ulteriore tipologia di investimento, destinata a diventare sempre più importante, è quella del cosiddetto *turnaround financing* (finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita).

In questa categoria vengono normalmente classificati gli interventi effettuati non a fronte di uno stadio di sviluppo dell'azienda, ma conseguentemente a una situazione di tensione economico-finanziaria se non addirittura di fallimento. In questi casi l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta spesso un efficace, se non l'unico rimedio a situazioni, che altrimenti sarebbero destinate a conclusioni gravose e dolorose sia economicamente che socialmente.

È questo uno dei campi di intervento dove risulta evidente l'importanza che ha, per un Paese industrialmente evoluto, una sviluppata e diffusa presenza di operatori di *Private Equity*.

Grazie a questi, infatti, è possibile agevolare il recupero di situazioni deteriorate, anche a causa di cicli economici negativi, sostituendo chi, per diverse ragioni, non è più in grado di proseguire nell'attività, con operatori finanziariamente solidi e in grado di sostenere il peso della ristrutturazione e del rilancio, contribuendo concretamente al mantenimento, quantomeno parziale, di posti di lavoro che altrimenti andrebbero probabilmente persi totalmente e definitivamente.

Normalmente gli operatori che lavorano in questo campo sono estremamente specializzati ed hanno sviluppato una notevole competenza nell'affrontare e risolvere situazioni di elevatissima criticità e complessità, con particolare rife-

rimento, per quanto riguarda il nostro Paese, alla gestione (anche dal punto di vista giuridico), delle procedure concorsuali in genere e delle situazioni fallimentari o pre-fallimentari in particolare.

Cluster venture

Un'altra tipologia di intervento è quella definita di *cluster venture* (costituzione di poli industriali), che, sebbene non ancora recepita a livello di classificazioni ufficiali da parte delle associazioni di categoria, rappresenta per gli operatori del settore uno degli sviluppi più importanti dell'attività di investimento nel capitale di rischio.

Con il termine *cluster venture* si intende una metodologia di investimento che ha come oggetto il raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente o orizzontalmente. Queste ultime sono caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie, possedute da una *holding*, svolgente un ruolo di coordinamento strategico dove la maggioranza è detenuta da una o più società di investimento.

Un esempio di struttura è quello descritto nella Figura 2.1.

L'essenza di questa metodologia di investimento consiste nell'identificazione e nello sfruttamento delle sinergie di tipo tecnologico, commerciale, manageriale e finanziario, che si possono produrre tra le varie società facenti parte

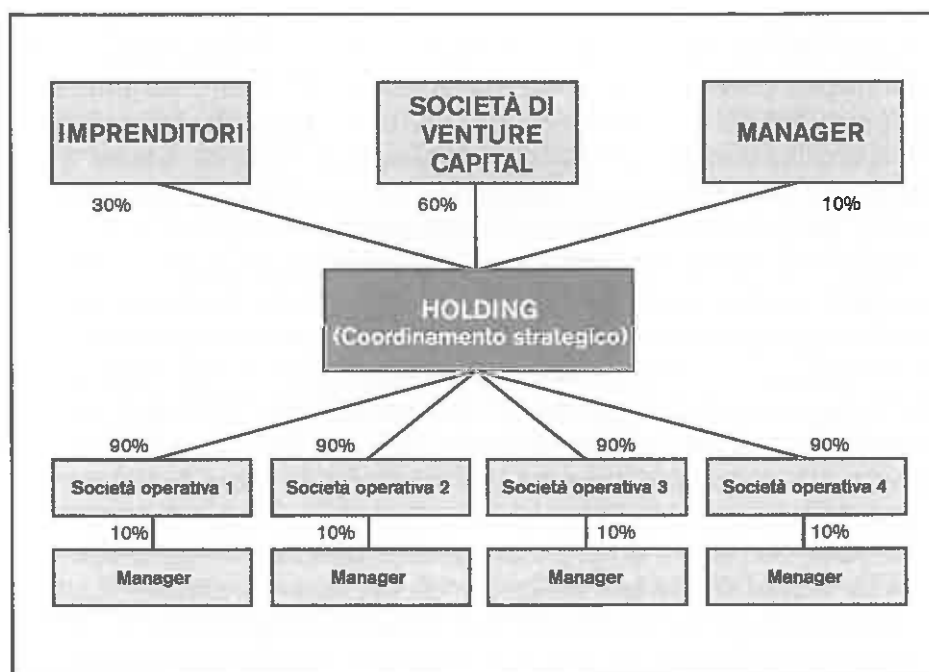


Figura 2.1 Possibile struttura di un'operazione di *cluster venture*

Fonte: Elaborazione personale di dati tratti da Finlombarda S.p.A.

del gruppo, mantenendo al contempo una elevata focalizzazione e specializzazione delle attività condotte dalle singole aziende, non limitandone l'autonomia e l'indipendenza decisionale e operativa.

La via italiana al *Private Equity*

Tornando specificamente alla realtà italiana, sempre di più si tende a 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 (come già accennato, 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 investimento⁷.

Si parla infatti di quella che viene definita "*via italiana al Private Equity*", che necessita di essere approfondita e analizzata secondo schemi interpretativi differenti rispetto a quelli utilizzati abitualmente e che fanno principalmente riferimento alle realtà economiche di matrice anglosassone.

Partiamo dalla categoria più importante: 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 alle c.d. operazioni di *Leveraged Buy-Out*. Tuttavia, le modalità secondo cui queste operazioni sono nate e si sono sviluppate negli Stati Uniti e quelle secondo cui si sono diffuse nel nostro Paese sono radicalmente differenti.

Negli USA, almeno dal 1970 in poi, le operazioni di *buy-out* hanno avuto prevalentemente come obiettivo società quotate, spesso con azionariato estremamente polverizzato, dove il principale, se non unico, interlocutore della società di *Private Equity* era ed è il management e dove l'acquisto viene effettuato tramite un'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 c.d. *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 avviene 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 l'acquisto avviene tramite negoziazione privata condotta in modo riservato e densa di pro-

⁷ F. Sattin, P. Colonna, *La via italiana al private equity*, in Harvard Business Review n. 12, Dicembre 2008.

blematiche di carattere personale e familiare e sensibilità di varia natura, non solamente connesse ad aspetti meramente economici.

Un eventuale contatto con il management avviene normalmente in un secondo momento, una volta conclusa la trattativa, almeno nella sua impostazione.

Acquistata la società, non la si vende a pezzi, ma anzi, la si valorizza 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 spesso la si quota in borsa e la quotazione rappresenta il "way out" (non "way in", come negli USA) proveniente 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 sulle competenze necessarie da parte degli operatori che le effettuano, nonché sulle strategie di sviluppo delle singole società oggetto di investimento. Iniziamo con l'analizzare l'identificazione delle opportunità di investimento.

Mentre negli USA questa viene effettuata tramite un'accurata analisi delle società quotate che possano avere le caratteristiche adatte per essere oggetto di un'operazione di OPA e quindi di "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 caso. Ecco quindi che in Italia assumono importanza fondamentale, a livello di operatori, i contatti e le relazioni sviluppate nello specifico territorio a livello personale dai singoli partners, nonché la loro capacità e attitudine a interloquire con gli imprenditori, comprendendone sensibilità ed esigenze al fine di cogliere le situazioni di potenziale interesse per possibili nuovi investimenti. I contatti con i managers, come già affermato, 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 tra management e azionisti di controllo, situazione spesso presente nelle società non quotate; infine, alle modalità di gestione e di governance o ai sistemi di controllo o di incentivazione. In sostanza, si tratta di due mondi spesso diversissimi che richiedono da parte degli operatori esperienze e, come già detto, competenze molto specifiche e spesso non mutuabili.

Se si passa poi alla fase di gestione e valorizzazione, quella che in Italia è senza dubbio la più importante e determinante per il successo dell'operazione, anche in questo caso 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. Infatti si cerca 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, a condizione 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 determinante di quanto non lo sia in altri mercati finanziariamente più evoluti. Per quanto riguarda infine il c.d. *way out*, come abbiamo visto, da noi la quotazione in borsa è spesso un obiettivo finale dell'operazione (non il punto di partenza), anche se la cessione a terzi (c.d. *trade sale*) rimane la via d'uscita statisticamente più utilizzata.

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 quest'ultimo 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 nel settore prima di iniziare la carriera diplomatica, il quale nel discorso tenutosi a Milano nel marzo del 2007 in occasione di un convegno sul *Private Equity*, 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 frequentemente 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 investitore 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, oltre a 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. Già alla sua partenza, quindi, l'operazione è impostata in modo del tutto diverso rispetto a una operazione di *buy-out*. Ma andiamo subito a vedere le peculiarità di questo genere di interventi. Partiamo dal prezzo. Mentre 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 resta pur 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 c.d. accordi di *way out*, queste operazioni sovente si pongono degli obiettivi diversi rispetto alle altre categorie. Come appena affermato, la quotazione in borsa è spesso l'obiettivo finale, in quanto consente all'investitore di *Private Equity* di uscire dall'investimento in un tempo consono alle sue necessità (normalmente, tre-cinque anni), e al contempo permette all'azionista di controllo di continuare a svolgere un ruolo centrale e di guida anche successivamente all'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 e organizzativo, che spesso tale *partnership* rende possibile.

Se consideriamo il fatto che, secondo le statistiche di Banca d'Italia, oltre un terzo delle società italiane che si sono quotate in borsa tra il 1995 e il 2006 sono state assistite da operatori di *Private Equity* (c.d. *venture backed IPO's*), la positiva sinergia e complementarietà esistente tra *Private Equity* e borsa è quanto meno evidente.

Anche per quanto riguarda l'utilizzo della leva finanziaria, che abbiamo visto essere la norma nel caso delle operazioni di *buy-out*, in Italia il suo utilizzo non rappresenta la normalità, sebbene possa anche in questi casi essere un'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 dall'incremento di valore della società nel tempo. È conseguentemente fondamentale che vi sia una totale chiarezza e sintonia tra le parti, ossia tra l'operatore di *Private Equity* e l'imprenditore azionista di controllo, riguardo agli obiettivi e alle 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 intercorre dall'investimento al disinvestimento (il c.d. 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, per esempio, spesso vengono adottate le regole previste dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana. Ma ciò non basta. Bisogna anche stabilire nel dettaglio come funziona di fatto la collaborazione tra le parti. In tal senso, lo strumento tecnico è certamente il consiglio di amministrazione, ma soprattutto i c.d. "comitati", ai quali partecipano sia rappresentanti della società, sia 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, a differenza di quelle che vedono l'investitore di *Private Equity* in posizione di controllo, in tali operazioni sono usuali clausole che prevedono delle specifiche modalità di uscita nel caso in cui, per varie ragioni, gli obiettivi prefissati non vengano realizzati o qualora la maggioranza, per qualsiasi motivo, cambi idea rispetto agli obiettivi concordati.

In base a quanto finora esposto, appare chiaramente come tali operazioni siano sostanzialmente diverse rispetto ad altre tipologie di investimento nelle modalità esecutive e di gestione e quanto necessitino, da parte degli operatori, di competenze ed esperienze peculiari, specifiche e comunque strettamente legate al territorio nel quale gli investimenti vengono effettuati. Come dimostra il successo di molte tra queste operazioni, tale 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 dal Governatore Mario 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 che si estrinsecano le caratteristiche e le modalità più tipiche di quella che abbiamo definito la "*via italiana al Private Equity*", interventi quasi sconosciuti, o comunque molto meno usuali nei mercati più evoluti, come Stati Uniti e Regno Unito, ma rappresentativi di una tra le prospettive più interessanti per gli operatori italiani.

Passiamo ora a identificare le conseguenze che questa "*via italiana al Private Equity*" può comportare, e analizziamo questo aspetto su tre livelli: a livello di operatori, a livello di società partecipate e, infine; a livello di impatto economico e di struttura industriale e imprenditoriale.

A livello di operatori, la conseguenza principale è connessa all'assoluta necessità di sviluppare, in ambito 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 in altri contesti, magari con successo, potrebbe essere in Italia estremamente pericoloso e fondamentalmente sbagliato. È quindi necessario dotarsi di professionisti che abbiano 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. È auspicabile anche un'approfondita conoscenza delle complesse normative locali per potere strutturare correttamente le operazioni di investimento, anticipando o comunque minimizzando le aree di possibile rischiosità. Ecco quindi che la "*seniority*" dei partners assume in Italia un'importanza forse ancora maggiore che non in altri Paesi e in questo aspetto 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 proprio *partner*, il quale dovrà avere adeguate caratteristiche professionali affinché si possa creare un rapporto di reciproco rispetto, considerazione e fiducia, 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 del suo sviluppo o di accompagnamento in borsa, nonché per affrontare la complessa problematica legata alla fase di passaggio generazionale, non rinunciando al contempo al controllo azionario della società, o comunque senza doverne uscire completamente. Il *Private Equity* italiano, in buona sostanza, si è dimostrato fattivamente 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.

Passando infine all'impatto a livello macroeconomico e di struttura industriale, è evidente pure che questa variegata articolazione degli interventi e in special modo, sia nei *buy-out* che nell'*expansion*, la marcata focalizzazione, che gli operatori italiani hanno dimostrato di avere sulle problematiche di sviluppo, crescita e internazionalizzazione, piuttosto che su speculazioni, spezzettamenti o arbitraggi di vario genere, non possono che essere viste positivamente e avere delle conseguenze positive.

Certo anche in Italia potranno verificarsi situazioni problematiche o realizzarsi operazioni aventi logiche maggiormente speculative, ma, a ben vedere, quando accade (e qualche caso è già avvenuto), ciò non riguarda solamente il settore del *Private Equity*.

Per tutte le ragioni sopra esposte, quindi, chi scrive è quindi convinto che la "via italiana al *Private Equity*" 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.

Private Equity e credit crunch: quale futuro?

In molti oggi si chiedono quali possano essere le conseguenze della tensione creditizia che si è venuta a creare nel sistema bancario sull'attività di *Private Equity*. Per dare una risposta, bisogna innanzitutto ripercorrere velocemente alcuni elementi fondamentali dell'attività di investimento nel capitale di rischio. Come abbiamo visto, 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'ef-

fettivo incremento di valore della partecipazione acquisita; 2. l'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 costituiscono certamente la totalità del settore del *Private Equity*. Esistono infatti altri importanti comparti, quali l'*expansion financing* (prevalentemente partecipazioni di minoranza), il *turnaround financing* (ristrutturazione di aziende in difficoltà) e 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 alle conseguenze dell'attuale fase di restrizione creditizia, o lo sono come qualsiasi altra attività economica.

Tornando alle operazioni di *buy-out* effettuate tramite il ricorso alla leva finanziaria, è evidente che tale situazione andrà inevitabilmente a 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. 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. È quindi logico prevedere una diminuzione degli IRR sulle operazioni di *Leveraged Buy-Out* e 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. È conseguentemente e ragionevolmente ipotizzabile un tendenziale rallentamento dell'attività di *fund raising* e forse anche della dominanza oggi assoluta del *Private Equity* nell'attività di *mergers and acquisitions*. Tutto questo potrebbe accadere, come già sottolineato, a parità di altre condizioni. Ma come spesso accade in economia, le interazioni tra le diverse variabili complicano frequentemente le cose. Anche il secondo elemento, il c.d. "arbitraggio" tra valutazioni in acquisto e in vendita, potrebbe infatti cambiare e questo avrebbe un impatto su tutte le categorie del *Private Equity*. Stante l'attuale situazione, è

possibile che in fase di cessione non si riescano a ottenere le stesse valutazioni che si sono adottate in acquisto. Non è infatti da escludersi che i criteri di valorizzazione vadano a mutare e 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, è cioè sull'effettivo incremento di valore delle partecipazioni acquisite, concentrandosi su sviluppo, innovazione, managerializzazione, aumento della redditività e della capacità competitiva, anche attraverso una accelerata crescita dimensionale a livello nazionale e internazionale. Ed è su questi aspetti, a nostro 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. Certamente come in tutti i processi evolutivi e di cambiamento, non tutti riusciranno ad adattarsi a queste nuove condizioni, e una selezione potrà avvenire anche nell'ambito dello stesso settore del *Private Equity*. Ma questa alla fine potrebbe rivelarsi salutare e funzionale a una nuova fase di sviluppo, dove i fondamentali aziendali ritorneranno a essere gli elementi-chiave per il successo e dove il *Private Equity* continuerà a contribuire in modo significativo allo sviluppo delle nostre imprese e al rinnovamento della nostra classe imprenditoriale. È per queste ragioni che personalmente non si ritiene si debba guardare con eccessiva 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*.

Private Equity e settore delle Infrastrutture: lo sviluppo di fondi infrastrutturali

I fondi di *Private Equity* destinati a investimenti infrastrutturali, originariamente gestiti da piccoli team di operatori specializzati, sono oggi una realtà importante e in rapida crescita. Sulla scia dei primi "pionieri" del settore, secondo il *Global Infrastructure Report* del 2007, nel solo periodo 2006-2007 sono stati lanciati oltre 70 nuovi fondi specializzati in investimenti su infrastrutture, alcuni dei quali di notevolissime dimensioni, come nel caso di Macquarie Bank, che gestisce un patrimonio di 22 miliardi di dollari suddiviso in molteplici fondi in vari Paesi del mondo. Risulta molto importante anche la presenza dei fondi tradizionali di *Private Equity* di grandi dimensioni, che vedono in questo compar-

to un' interessante e profittevole area di diversificazione. È il caso di Carlyle, KKR, 3I e di molti altri noti operatori del settore.

Ma in cosa differiscono le strategie di investimento dei fondi infrastrutturali rispetto a quelle dei più tradizionali fondi di *Private Equity*? A livello di investitori, poco o nulla. Anche in questi fondi, le risorse arrivano prevalentemente dai grandi investitori istituzionali: fondi pensione, compagnie assicurative e banche. Come modalità operative, invece, le caratteristiche specifiche di tali investimenti rendono necessarie modalità di azione a volte differenti rispetto a quelle utilizzate dai fondi che investono in partecipazioni azionarie di aziende non quotate (come dovrebbero essere tipicamente quelle realizzate dai fondi di *Private Equity*). Tempi e modalità di realizzo, utilizzo della leva finanziaria, periodo medio di permanenza nell'investimento, modalità di intervento e di partecipazione, devono infatti essere adattati alle esigenze e caratteristiche specifiche di questa tipologia di investimenti. È tuttavia evidente che, stante il grande sviluppo di questi fondi, tali differenti caratteristiche, nel loro complesso, rendono comunque possibile un'operatività compatibile alle necessità e tempistiche di un fondo sottoscritto da investitori istituzionali.

In sostanza, quindi, possiamo affermare che i fondi infrastrutturali rappresentano già oggi una importante frontiera di sviluppo per gli operatori del *Private Equity* che, come abbiamo visto, sono già significativamente presenti in questo segmento, dove stanno velocemente espandendo la loro operatività.

Se inoltre consideriamo le note difficoltà che alcuni comparti del *Private Equity* oggi si trovano ad affrontare (ci si riferisce in particolare alle grandi operazioni di *Leveraged Buy-Out*, oggi in una fase di problematicità strutturale) è altamente probabile che l'attenzione degli operatori per questo genere di investimenti possa aumentare.

Questo sviluppo va visto favorevolmente e, se possibile, agevolato, in quanto rappresenterebbe, per i governi dei vari Paesi, una significativa nuova fonte di risorse finanziarie, alla quale attingere per la realizzazione di importanti infrastrutture tanto necessarie quanto oggi di difficile realizzazione, a causa della sempre maggiore ristrettezza economica in cui versa il settore pubblico.

Tuttavia, per sfruttare tale importante opportunità è necessario che i governi capiscano bene e nel dettaglio le modalità di intervento e le necessità di tali operatori e propongano loro operazioni che siano compatibili con le loro caratteristiche. Il tentativo di convincerli a effettuare operazioni poco sensate economicamente o comunque non in linea con la loro operatività e con quelli che sono gli standard utilizzati internazionalmente, avrebbe come unico effetto quello di allontanare questi operatori verso contesti economici più favorevoli. Non si dimentichi, infatti, che tali investitori devono comunque rispondere all'interesse di chi dà loro le risorse finanziarie: gli investitori istituzionali. E questi ultimi hanno l'unico e solo obiettivo di effettuare degli investimenti economicamente interessanti e con un rapporto rischio-rendimento competitivo

rispetto alle altre alternative che si presentano loro a livello globale e internazionale. Se i conti non tornano, l'investimento non si può fare. E si va da un'altra parte. Tutto qui! Anche in questo campo, come in molti altri, ci sarà quindi una vera e propria competizione a livello di sistema-Paese: speriamo che l'Italia sia in grado di strutturarsi adeguatamente, sia a livello normativo-procedurale, che professionale, per saper cogliere al meglio tale importante occasione.

Private Equity e infrastrutture

Marco Nicolai

è professore di Finanza Straordinaria presso l'Università degli Studi di Brescia e di Finanza Pubblica presso il Politecnico di Milano. È membro del Consiglio Direttivo e Responsabile della Commissione Infrastrutture e Sviluppo Territoriale presso AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

Stefano Gatti

è professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi di Milano dove è anche direttore del corso di Laurea in Economia e Finanza e Direttore dell'*International Teachers' Programme*.

Marino Marchi

è analista finanziario del team *Utilities, Energy & Infrastructure* di Lazard&Co.

Fabio Lorenzo Sattin

è presidente e socio fondatore di *Private Equity Partners*, primaria società di investimento nel settore del capitale di rischio. È docente di Strategia e Politica Aziendale presso l'Università Ca' Foscari di Venezia e di Private Equity e Venture Capital presso l'Università Bocconi di Milano.

Fabio Castaldo

è dottore di ricerca in Imprenditorialità ed Innovazione e cultore della materia presso le cattedre di Economia e Gestione delle Imprese e Finanza Aziendale, facoltà di Economia della Seconda Università degli Studi di Napoli.

Questa pubblicazione intende affrontare il tema di grande ed indubbia attualità dei finanziamenti privati alle infrastrutture pubbliche attraverso il project finance e i fondi infrastrutturali. Nei principali Paesi industrializzati negli ultimi anni, infatti, è stato ridimensionato progressivamente il ruolo del pubblico a rispetto a quello del privato. Il ruolo che il mercato dovrebbe idealmente svolgere è quello di incentivare ad una più efficace redistribuzione delle risorse finanziarie, mentre compito dello Stato dovrebbe essere definire regole certe e non mutevoli nel breve termine per creare le condizioni per un intervento del privato nell'ambito di schemi di intervento in PPP per la realizzazione e gestione di infrastrutture. Il presente testo nasce, pertanto, con l'intento di fornire un'informazione approfondita attraverso un'analisi delle partnership pubblico-privato, degli operatori di private equity e di quelli specializzati in investimenti infrastrutturali. Questi ultimi sempre più delineano i contorni di un fenomeno dinamico e in piena evoluzione, caratterizzato da un'offerta ampia, ricca di molteplici strategie e tipologie di intervento, in cui è certamente possibile individuare le soluzioni più coerenti con le aspettative avanzate dalla collettività in termini di infrastrutture. Il testo, basandosi su una prima review quantitativa del fenomeno dei fondi di private equity dedicati alle infrastrutture, è indirizzato sia agli operatori pubblici che agli operatori privati a che traggano utili considerazioni e trovino un valido compendio sulle dinamiche evolutive di questo fenomeno e sulle strategie di tali operatori, per meglio comprendere e meglio affrontare nei loro Paesi la sfida infrastrutturale. In apertura alla pubblicazione la prefazione a cura dell'avv. Giuseppe Guzzetti.

www.mcgraw-hill.it

www.ateneonline.it

€ 16,00 (i.i.)

ISBN 978-88-386-6646-9



9 788838 666469