



ACADEMY



Le società partecipate
da operatori finanziari
vengono spinte
ad adottare meccanismi
di *governance* chiari,
a dotarsi di management
capace e indipendente
e a sviluppare
sistemi informativi
e di controllo efficienti

Private Equity, garanzia comune per azienda, dipendenti e investitori

12

delle aziende magari anche agevolando e stimolando il processo di quotazione in Borsa.

Per rispondere a queste domande, sono state realizzate numerose ricerche che, seppure con metodologie diverse, concordano nell'affermare che l'attività di *Private Equity* rappresenta uno degli strumenti più importanti ed innovativi per supportare il processo di sviluppo economico delle imprese aumentandone la capacità competitiva, massimizzandone lo sviluppo, supportando ed agevolando efficacemente la fase di trapasso generazionale.

In uno studio realizzato da EVCA e Coopers&Lybrand relativo al periodo 1991-1995 e condotto su un campione di 2.190 imprese oggetto di operazioni di *Private Equity*, si dimostra come tale attività rivesta un ruolo importantissimo nel processo di crescita e sviluppo delle imprese finanziate. Dalla ricerca emerge infatti che le società che sono state oggetto di interventi nel capitale di rischio da parte di operatori specializzati:

- **sono imprese ad alto tasso di sviluppo:** nel periodo 1991-1995 hanno registrato eccezionali tassi di crescita superando quelli delle imprese europee appartenenti alla categoria delle top 500. In media, i ricavi di vendita sono cresciuti del 35% su base annua, più del doppio rispetto alle imprese top 500;

- **creano nuovi posti di lavoro:** nello stesso intervallo di riferimento le imprese partecipate da operatori del capitale di rischio hanno registrato una crescita del tasso medio di occupazione pari al 15% annuo. Il campione delle top 500 ha realizzato nel medesimo periodo un tasso di crescita del 2%;

- **effettuano considerevoli investimenti:** gli investimenti in impianti, in terreni e beni capitali sono cresciuti a un tasso medio del 25%;

- **perseguono strategie di sviluppo a livello internazionale:** nel periodo analizzato il tasso medio di crescita annuale delle esportazioni di queste imprese è stato del 30%.

Ma tale impatto economico positivo non riguarda solamente gli interventi di finanziamento in società neonate e di piccole dimensioni o le operazioni di c.d. *expansion financing*, i cui effetti positivi per lo sviluppo delle aziende sono noti ed evidenti, ma anche l'attività di *buy-out*.

Sull'argomento, molto interessante è lo studio recentissimo EVCA-CMBOR (gennaio 2005) intitolato *The role of Private Equity in buy-outs and buy ins of family owned Firms*, dove viene specificatamente affrontato e studiato l'impatto delle operazioni di *buy-out* nell'ambito del delicato problema del

passaggio generazionale nelle aziende a conduzione familiare.

Tale studio, condotto su un campione di 117 società europee a conduzione familiare oggetto di operazioni di *buy-out*, evidenzia, tra l'altro, che nel periodo successivo al *buy-out*, in queste società:

- i dipendenti sono aumentati mediamente del 67,3%;
- le esportazioni sono aumentate del 32%;
- il fatturato è mediamente cresciuto tra il 13,3% ed il 15,4%;
- l'utile lordo (EBIT) è aumentato in media tra l'8,8% e il 10,3%.

In quasi tutti i casi analizzati, la principale ragione che ha indotto la proprietà a cedere l'attività era la mancanza di successione qualificata o disponibile.

Nella sezione speciale del medesimo studio coordinata dal Professor Fabio Buttignon dell'Università di Padova relativa alla situazione italiana e condotta su un campione di 21 società, vengono sostanzialmente confermati i risultati dell'analisi sviluppata a livello europeo. Anche nel nostro Paese, infatti, nei due anni successivi al *buy-out*, le società analizzate hanno registrato notevoli incrementi in termini di fatturato ed occupazione.

Tale ricerca evidenzia inoltre come l'investitore di *Private Equity* abbia significativamente contribuito allo sviluppo delle società partecipate, non solo a seguito dell'inserimento delle risorse economiche e della maggiore attenzione e competenza attinente alla gestione finanziaria della società, ma anche come *sounding board* della proprietà o del management per delineare, strutturare e realizzare i progetti di sviluppo della società.

Ed è proprio il ruolo di vero e proprio "partner di business" che viene apprezzato dagli imprenditori e dai manager. Tale ruolo riguarda in particolare il supporto alle operazioni straordinarie, quali: progetti di internazionalizzazione; acquisizioni; *partnership* o *joint-venture*; o anche solamente l'aiuto prestato in sede di identificazione, selezione e assunzione di manager più competenti e qualificati, adatti a sostenere livelli di competitività crescenti nell'ambito di contesti ambientali internazionali sempre più complessi. Senza parlare dell'evidente impatto che la partecipazione da parte di un investitore istituzionale viene ad avere in termini di *governance* societaria e meccanismi di controllo di gestione.

In questo senso, un'altra recentissima (gennaio 2005) ricerca condotta dalla società di consulenza McKinsey intitolata *Superior Returns in Private equity from Active Ownership* dimostra come le

- 14 operazioni di investimento di maggiore successo, con particolare riferimento ai *buy-out*, sono quelle dove gli investitori di *Private Equity* svolgono un ruolo molto attivo e pregnante di partecipazione diretta nella definizione delle strategie di sviluppo e di espansione della società, nella loro implementazione e concreta realizzazione, inclusa la selezione ed identificazione del management più adeguato a sostenere il processo di sviluppo e valorizzazione.

È chiaro quindi come le operazioni di *buy-out* abbiano contribuito in modo determinante a risolvere il delicatissimo passaggio del ricambio generazionale, aiutando queste società non solo a superare tale fase critica, ma ponendo le basi per un solido e duraturo sviluppo che sembrava in molti casi compromesso per sempre.

Concentriamoci quindi su questa tipologia di intervento che rappresenta il segmento dove viene allocata la grande maggioranza delle risorse del *Private Equity*: in Europa, nel solo 2003 sono stati investiti in operazioni di *buy-out* oltre 18 miliardi di Euro, il 63% delle risorse complessivamente investite dal settore.

Le operazioni di *buy-out* di fatto hanno rappresentato e rappresentano sempre di più, visto il loro sviluppo, una delle modalità principali per consentire

lo sviluppo democratico dell'attività imprenditoriale e per diffondere l'azionariato a classi sempre più ampie di dipendenti e non è un caso se tali operazioni sono diventate la più importante categoria di investimento anche nel vecchio continente.

In Inghilterra, dove i principi di democrazia, equità sociale, pari opportunità, rispetto e valorizzazione delle professionalità individuali hanno radici profonde e consolidate, vengono creati con queste operazioni oltre 1.000 nuovi imprenditori all'anno e migliaia di lavoratori vengono direttamente coinvolti nell'azionariato e divengono anch'essi, per certi versi, "imprenditori" nell'ambito delle loro società.

L'utilizzo della leva finanziaria è stato determinante e decisivo per la realizzazione di tali interventi in quanto senza di essa la quasi totalità di queste operazioni non si sarebbe potuta realizzare.

E qui veniamo ad un punto molto importante e delicato. Il ricorso alla leva finanziaria e all'indebitamento che caratterizza questa tipologia di interventi ed è indispensabile per la loro realizzazione, non sta necessariamente a significare che le imprese oggetto di queste operazioni, qualche volta definite (a volte con un po' di sdegnoso distacco) "finanziarie", abbiano maggiori problemi di altre in quanto maggiormente indebitate.

Innanzitutto, i recenti scandali aziendali, verificatisi purtroppo anche nel nostro Paese, dimostrano chiaramente ed inequivocabilmente che l'utilizzo dell'indebitamento e della leva finanziaria non è certo terreno esclusivo degli investitori "finanziari" ma anzi, operatori industriali, o presunti tali, ne hanno fatto ricorso spesso in modo eccessivo e a volte dissennato, andando ben oltre quanto normalmente consentito ed accettabile anche dal più spregiudicato degli investitori finanziari. La leva finanziaria viene usata da sempre e da tutti: c.d. "finanziari" ed "industriali"; separazione concettuale peraltro sempre più difficilmente percettibile nell'attuale contesto economico. Il problema quindi non è l'uso o il non uso della leva finanziaria. Il problema è "come" viene utilizzata la leva finanziaria e quali limiti si pongono al suo corretto utilizzo.

Ma anche sottolineato che a livello statistico è risultato che le aziende oggetto di operazioni di *mbo*, ancorché maggiormente indebitate, hanno avuto una performance media superiore a quella delle altre aziende loro dirette concorrenti.

Decisamente smentita anche la considerazione in base alla quale si ritiene che un'operazione di *management buy-out*, in quanto "levereggiata", sia potenzialmente più esposta al rischio di insuccesso rispetto ad altre tipologie di investimento.

Certo, come in tutti i settori dell'economia, non mancano i casi di insuccesso e anche in questo campo, e forse più che in altri, l'esperienza, competenza, serietà e professionalità degli operatori è fondamentale per garantire il positivo esito degli interventi. Ma come evidenziato da alcune ricerche (M. Gonsor, June 1988) le operazioni di *buy-out* e di *buy-in* sono quelle che statisticamente presentano i minori fallimenti a fronte, peraltro, di ritorni in media estremamente più elevati rispetto alle altre modalità di intervento tipiche del *Private Equity*.

Queste rilevazioni statistiche di fatto non fanno che confermare un concetto che a molti operatori del settore è noto, anche se a livello intuitivo.

In sostanza, dimostrano in modo inequivocabile che le aziende condotte da persone capaci, motivate e soprattutto direttamente coinvolte nell'azionariato e quindi esposte, nel bene e nel male, alle conseguenze economico-finanziarie dell'andamento aziendale, possiedono una maggiore probabilità di avere successo e che questo coinvolgimento diretto e la partecipazione dei dipendenti ha generalmente più che bilanciato gli effetti, peraltro temporanei, del maggiore indebitamento contratto per effettuare l'operazione di *buy-out*.

Ad ulteriore dimostrazione del positivo impatto sullo sviluppo delle aziende, vale la pena di sottolinea-

16 re che lo strumento dei *buy-out*, con particolare riferimento alla "variante" *wbo* (*workers buy outs*) è anche stato utilizzato con successo, con il supporto politico e sostanziale del settore pubblico, per effettuare alcune importanti privatizzazioni, come ad esempio accaduto in molteplici casi in Inghilterra o negli Stati Uniti, con la tecnica del *Leveraged ESOP* (*Employee Stock Ownership Plan*).

In Inghilterra, ad esempio, quando si è trattato di privatizzare moltissime società pubbliche impegnate nel settore dei trasporti, delle comunicazioni o in altri comparti, in alternativa alla cessione a gruppi privati, magari stranieri, si è scelta la via di consentire ai dipendenti, attraverso operazioni di *wbo* strutturate in stretta collaborazione con operatori di *Private Equity*, di diventare azionisti, almeno in parte, delle società nelle quali lavoravano.

Ecco che molte aziende della National Bus Company, della British Rail, British Aerospace, British Steel, sono di fatto finite nelle mani dei loro dirigenti e dipendenti, rimanendo inglesi e contribuendo allo sviluppo dell'economia nazionale e dell'occupazione.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, è stato stimato che più di 11 mila imprese abbiano utilizzato la tecnica dell'ESOP (in gran parte *leveraged*) coinvolgendo circa otto milioni di lavoratori.

A questo punto, torniamo al nostro Paese e cerchiamo di trarre qualche conclusione e magari qualche utile indicazione da quanto abbiamo esaminato fino ad ora.

Abbiamo visto come *venture capital*, *expansion financing*, *turnaround investment* e *buy-out* abbiano tutte, con connotazioni diverse, un impatto molto positivo sullo sviluppo economico e sociale.

Abbiamo in particolare evidenziato che anche le operazioni di *management buy-out* devono essere considerate con grande positività in quanto consentono di affrontare e risolvere il problema del trapasso generazionale con efficacia, efficienza e soprattutto mettendo in primo piano i valori della professionalità, della competenza e della trasparenza, gli unici, a nostro avviso, in grado di salvaguardare in modo sostanziale e duraturo il benessere dell'economia, delle aziende e di quanti da queste traggono ragione di sostentamento e di sviluppo, i lavoratori *in primis*.

Vediamo ora come l'attività di *Private Equity* si relaziona con un altro segmento di fondamentale importanza per lo sviluppo di un mercato finanziario articolato e moderno: la Borsa.

Alcuni, in passato, sembravano sostenere che tra Borsa e *Private Equity* vi fosse una qualche sorta

di "competizione", che l'una sostituisse l'altra; che fossero sostanzialmente due soluzioni alternative al medesimo problema.

Per fortuna, oggi nessuno la pensa più così, anche perché i fatti hanno inequivocabilmente dimostrato, in tutto il mondo ed anche in Italia, l'enorme sinergia e complementarità che esiste tra questi due segmenti.

E, cosa più importante, questo lo hanno capito bene anche gli imprenditori che, sempre più numerosi, decidono di farsi accompagnare da operatori di *Private Equity* nel percorso di avvicinamento alla quotazione in Borsa. Potrebbero chiedersi alcuni: ma come mai?

La risposta, in Italia, per certi versi, la ha data la stessa Borsa Spa quando nella riforma regolamentare riguardante il Nuovo Mercato ha richiesto, per le società che vogliono quotarsi in tale mercato e che hanno meno di tre anni di vita, che sia obbligatoriamente presente da almeno un anno nella loro compagine sociale un operatore del *Private Equity*.

Il messaggio è chiaro: meglio che le società, prima di quotarsi, specialmente se di non grandissime dimensioni, si abituino gradualmente ad avere dei soci esterni, ad adottare criteri di *governance*

più trasparenti e meglio strutturati, ed a dotarsi di organizzazione, sistemi operativi e management adeguati. E per fare questo, l'inserimento di un operatore di *Private Equity*, purché qualificato ed esperto, non può che contribuire positivamente. In aggiunta, si sa, l'operatore professionale di *Private Equity* svolge, prima di effettuare un investimento, una dettagliata, approfondita e costosa *due diligence* che a volte dura molti mesi. E questo, naturalmente, non può che rappresentare un ulteriore vantaggio per il mercato e per i futuri investitori.

Ecco quindi che tra *Private Equity* e Borsa non esiste competizione, non sono uno alternativo all'altra, ma anzi, sono l'uno funzionale all'altra, ed assieme contribuiscono all'innalzamento della qualità delle imprese, del mercato e dell'economia in generale.

Ma il positivo impatto del *Private Equity* a livello economico-sociale non si ferma solamente agli aspetti di trasparenza, *governance* e di moderno ed efficace controllo organizzativo societario.

Per l'operatore di *Private Equity* i ritorni in termini di prestigio, potere, immagine che possono essere legati al possedere un'azienda piuttosto che un'altra non sono un qualcosa di importante di per sé o da preservare a tutti i costi.

Non essendo questi un "valore" in senso economico, tali aspetti non interessano, né devono interessare.

18 La sola cosa che interessa all'investitore in *Private Equity* è che la società si sviluppi ed aumenti il suo valore per poter realizzare, in tempo congruo (e solo se le cose vanno bene) un *capital gain*.

Per fare questo è fondamentale che la società sia guidata da persone capaci e competenti, con obiettivi economici e finanziari chiari, volti alla massimizzazione dello sviluppo, della competitività e quindi del suo valore.

Questo è quello che vuole l'investitore in *Private Equity*. Nient'altro!

Tutto quanto non è funzionale al raggiungimento di tale obiettivo e interferisce con il processo di sviluppo e di massimizzazione del valore della società, deve essere prontamente eliminato o quantomeno non è di rilievo.

Inoltre, per controllare che le cose vadano per il verso giusto, le società partecipate da questi operatori vengono spinte ad adottare meccanismi di *governance* chiari, strutturati, aggiornati e trasparenti, a dotarsi di un *management* capace ed indipendente e di sistemi informativi e di controllo efficaci ed efficienti.

Ed è questa, in ultima analisi, la grande portata "sociale" del *Private Equity*. Per tutelare i propri interessi, di fatto, questi operatori fanno gli interessi delle aziende, di chi ci lavora, degli investitori e

in ultima analisi dell'economia in generale e del mercato. E, come noto, nulla è più efficace, per raggiungere un obiettivo comune, dell'allineamento degli interessi. Funziona molto meglio di qualsiasi legge, imposizione, persuasione morale o quant'altro.

È quindi giusto auspicarsi, anche nell'interesse dell'economia e delle nostre aziende, che questa attività si consolidi sempre di più anche nel nostro Paese e che, per quanto possibile, si faccia in modo, anche a livello normativo, che si creino le condizioni per agevolarne un sempre più rapido e duraturo sviluppo.

Bibliografia selezionata:

GERVASONI A., SATTIN F., *Private equity e Venture Capital*, Edizioni Angelo Guerini e Associati, Milano, terza edizione, dicembre 2004.

ANDERS G., *Merchants of debt*, Mackays of Chatham Plc, London, 1998.

- CMBOR, EVCA, *The Role of Private equity in Buy-outs and Buy-Ins of Family-owned Firms*, Nottingham University Business School, Nottingham, 2005.
- GEISST C.R., *Investment Banking in the Financial Systems*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1995.
- HAYES II S., HUBBARD P., *Investment Banking*, Harvard Business School Press, Boston, 1990.
- LIAW T., *The business of Investment Banking*, J. Wiley and Sons, New York, 1999.
- MCKINSEY, *Superior Returns in Private equity from Active Ownership*; Research Paper, International Private Equity Practice, McKinsey & Company, 2005.
- NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *Leveraged ESOP's and Employee Buyouts*, National Center for Employee Ownership, Oakland CA., giugno 1999.
- GOLDEN W.J., LITTLE A.D., "Leveraged Buyouts as a Corporate Development Tool", *The Journal of Business Strategy*, 1984.
- GRASSINI F., BONA M., *Leveraged Buyouts: un istituto da diffondere anche in Italia?*, Il Mulino, Bologna, 1988.
- S. REED, "Buyout Fever", *Business Week*, (14 agosto 1999).
- LANE F.C., *Merchant of Venice*, John Hopkins Press, Baltimore, 1982 e 1996 (1973, traduzione italiana di Einaudi, Torino).
- LERNER J. *Venture Capital and Private equity*, John Wiley & Sons, 2000.
- BACKER G.P., SMITH G.D., *The New Financial Capitalist: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press, Cambridge, 1998.
- FERRARIO M.C., *Management Buy Out: strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa*, ISEDI, Torino, 1991.
- RICKERTSEN R, "Buyout", *American Management Association*, New York, 2001.