



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"PRIVATE EQUITY: OPERAZIONI DI INVESTIMENTO"

RELATORE:

CH.MO PROF. GIACOMO BOESSO

LAUREANDO: EDOARDO BARBARISI

MATRICOLA N. 1112970

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

INTRODUZIONE	4
1 ASPETTI GENERALI	5
1.1 EXCURSUS TEMPORALE	5
<i>1.1.1 Sviluppi recenti</i>	<i>7</i>
<i>1.1.2 Il mercato italiano</i>	<i>8</i>
1.2 STRUTTURA E FUNZIONAMENTO	9
<i>1.1.2 Struttura</i>	<i>10</i>
<i>1.1.2 Funzionamento</i>	<i>11</i>
2.1 I PLAYER	13
<i>2.1.1 L'Impresa Target</i>	<i>13</i>
<i>2.1.2 Il Fondo</i>	<i>14</i>
<i>2.1.3 Gli Investitori del Fondo</i>	<i>14</i>
<i>2.1.4 Gli Organi di Controllo</i>	<i>15</i>
<i>2.1.5 I Manager</i>	<i>15</i>
2.2 LE FASI DELL'OPERAZIONE	16
2.2.1 L'Acquisizione	16
2.2.1.1 Blind Teaser	17
2.2.1.2 Process Letter	17
2.2.1.3 Info Memo	17
2.2.1.4 LOI	18
2.2.1.5 Due Diligence	18
2.2.1.6 Closing.....	18
2.2.2 Valutazione	19
2.2.3 Gestione Operativa	19
2.2.4 Exit	20
3 COSA RENDE UN INVESTIMENTO DI SUCCESSO?	21
3.1 L'APPORTO MANAGERIALE	21
3.2 L'APPORTO FINANZIARIO	22
3.3 IL TIMING DELL'OPERAZIONE	24
3.4 ALTRI FATTORI RILEVANTI	24
3.5 CONCLUSIONI E TABELLA RIASSUNTIVA	25
4 IL CASO DUCATI – INVESTINDUSTRIAL	31
4.1 IL DEAL	31
<i>4.1.1 Background del deal</i>	<i>31</i>
<i>4.1.2 L'ingresso di Investindustrial in Ducati</i>	<i>32</i>
<i>4.1.3 Miglioramenti operativi</i>	<i>34</i>
<i>4.1.4 Primi successi e delisting</i>	<i>34</i>
<i>4.1.5 Ulteriori sviluppi e exit</i>	<i>35</i>
4.2 ANALISI DEL DEAL E DEL SUO SUCCESSO	36
<i>4.2.1 Il fattore manageriale</i>	<i>37</i>
<i>4.2.2 Il fattore finanziario</i>	<i>40</i>
<i>4.2.3 Il fattore timing</i>	<i>42</i>
4.3 COMMENTI	44
5 CONCLUSIONI	45
BIBLIOGRAFIA	47
SITOGRAFIA	50

INTRODUZIONE

Gli investimenti nelle imprese sempre più spesso vedono come protagonista la figura dei fondi di Private Equity: fondi mobiliari chiusi, talvolta anche quotati, che raccolgono capitali da soggetti privati e da investitori istituzionali per sostenere investimenti a medio-lungo termine nel capitale di rischio di specifiche società target (Maccagnani Castelli, Guzzo, 2016).

Normalmente l'imprenditore che sceglie di coinvolgere un fondo fra gli investitori cede parte delle sue quote al fine di accelerare le possibilità di sviluppo della società e di monetizzare, talvolta, una frazione dell'investimento. Dall'altra parte il fondo, potendo far affidamento sulla sua forza economica e, soprattutto, finanziaria e su un alto livello di expertise e management, ha l'obiettivo di aumentare il più possibile fatturato, ma soprattutto marginalità ed ottimizzazione della struttura del capitale della società target, con lo scopo di ottenere il massimo ritorno economico al momento della dismissione dell'investimento, la cosiddetta "exit".

Come spesso accade nel complesso mondo economico moderno, il fenomeno del Private Equity racchiude in sé luci e ombre, difficili da distinguere e analizzare nella densa nebulosa formata da informazioni difficilmente reperibili e da interessi contrastanti. Per riuscire a cogliere gli aspetti essenziali del fenomeno, si procederà, dopo una breve cronistoria dell'evoluzione del private equity, con una descrizione delle caratteristiche e dei procedimenti che normalmente sono adottati da un fondo di Private Equity in fase di investimento e disinvestimento e da parte del gestore del fondo stesso, l'SGR. Verrà poi discussa la tematica del successo di un'operazione di investimento, saranno approfonditi i fattori che conducono a tale risultato e la teoria verrà infine confrontata con un caso reale, per cogliere aspetti convergenti e divergenti rispetto alla letteratura presa in esame.

1 ASPETTI GENERALI

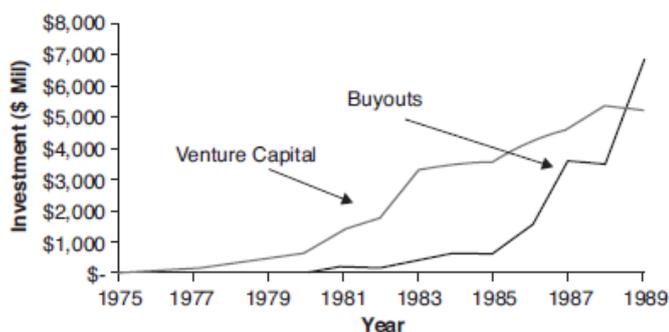
1.1 EXCURSUS TEMPORALE

Parlando di Private Equity (PE) gli studiosi tendono a collocare la nascita delle prime forme di questo tipo di investimento agli inizi del Rinascimento, prendendo ad esempio le attività dei “banchi” sorte a Siena con il Monte dei Paschi e a Venezia, dove si investiva in attività soprattutto mercantili. Il più emblematico esempio dell’epoca riguarda però la spedizione di Cristoforo Colombo che partì alla ricerca di una via più veloce per raggiungere le Indie. Ebbene, il finanziamento concesso dalla Corona di Spagna generò, inaspettatamente, uno dei rendimenti più alti della Storia (DeMaria, 2010). Ma le vere origini del PE come lo intendiamo oggi sono da ricercarsi più vicine nel tempo, precisamente nel 1946 in America, dove alla Harvard Business School venne fondata la American Research and Development Corporation (ARDC). Questa società, pur presentandosi come un precursore di un fondo di PE nel settore del Venture Capital, soffriva ancora di una rigidità strutturale dovuta alla mancanza di separazione formale tra capitale raccolto e investito, nonché a leggi inadeguate per il controllo degli investimenti, come evidenzia DeMaria (2010). Nonostante ciò, ARDC nei suoi 25 anni di vita investì in più di 100 imprese, riuscendo a ottenere ritorni medi del 15,8% annuo (Talmor, Vasvari, 2011).

Le Small Business Investment Companies, o SBIC, furono pensate dalla Federal Reserve alla fine degli anni '50 per sostenere l’economia delle piccole e medie imprese. Le SBIC avevano l’obiettivo di favorire l’accesso per le aziende di minori dimensioni a capitali e a cultura organizzativa e quindi rispondere al problema: “The small business could not get the credit . . . needed to keep pace with technological advancement” (DeMaria, 2010, p.21). Per fare ciò venivano loro garantiti sgravi fiscali dallo Stato e accesso a fondi a basso costo. Ancora oggi, a distanza di anni ed anche se molto mutate nel corso del tempo, le SBIC continuano a fornire negli USA un appoggio importante per le Small and Medium Enterprises (SME).

Solo con le cosiddette “Limited Partnerships”, sorte negli anni '70 in America, fu possibile la separazione fra investitori e management, congiuntamente alla previsione di un limite temporale alla struttura degli investimenti. La conseguenza fu che i cash-flow divennero meglio calcolabili e la possibilità di giudicare l’operato dei dirigenti più semplice (DeMaria, 2010). Di fianco a ciò si pose l’ “Employment Retirement Income Security Act” (ERISA), che permise per la prima volta ai fondi pensione e alle compagnie assicurative di mantenere in portafoglio azioni e bond ad alto rischio, creando così una condizione fertile alla nascita di fondi specializzati di PE. Il contributo finale alla diffusione del PE lo diede il cambiamento di tassazione sul capital gain, ridotta dal 48% al 28%, insieme al Small Business Incentive Act del 1980, che riclassificò i fondi di PE come società di aiuto alle imprese, dando molta più

flessibilità ai manager. Le conseguenze furono visibili sin da subito, con un boom delle operazioni di Leveraged Buy Out e di Venture Capital, come illustrato nel grafico sottostante.



Fonte: DeMaria, 2010

Durante gli anni di boom del PE si assistette alla crescita di rilevanza delle operazioni di Leveraged Buy Out (LBO), con l'esempio emblematico di KKR. Questo fondo creò infatti nel 1979 il modello che rimase dominante per il decennio successivo, con l'acquisizione delle Houdaille Industries; al termine di questo periodo, KKR deteneva in portafoglio 35 società valutate in 59 miliardi di dollari in asset (Appelbaum, Batt, 2014). Si attestava come la quinta società per dimensione dopo GM, Ford, Exxon e IBM. La procedura consisteva nell'indebitarsi presso istituti di credito per la quasi totalità del deal – ad esempio KKR prese a prestito il 97% dei 4,8 miliardi di dollari necessari per acquistare nel 1986 la catena di supermercati America's Safeway (Talmor, Vasvari, 2011) - sapendo che le banche avrebbero concesso il prestito grazie alla garanzia offerta dai cash flow generati degli asset delle imprese acquisite. All'epoca infatti le acquisizioni venivano valutate proprio sui cash flow e non sulla profittabilità delle società (Appelbaum, Batt, 2014). Dall'altro lato indebitarsi consente di ottenere grandi risparmi fiscali, come spiegato da Modigliani e Miller (1958), e di approfittare, ove possibile, di tassi di interesse bassi sulla finanza ricevuta. L'esplosione di questo tipo di operazioni portò a un totale di 2597 LBO negli anni '80, tradotti nel 7,7% di tutte le operazioni di M&A.

I corposi interessi nelle nuove società tecnologiche formatesi negli anni '90 e lo scoppio della bolla dot-com, costrinsero molti fondi a numerosi write-off in bilancio e generarono un contraccolpo in tutto il settore (Talmor, Vasvari, 2011); ma il PE diede dimostrazione di resilienza con l'aiuto, in primo luogo, dell'abbassamento dei tassi di interesse. L'interessamento ai fondi di PE crebbe sostanzialmente soprattutto da parte dei fondi pensione americani, che ne divennero i primi investitori. Dal 2001 al 2007 gli investimenti negli USA in LBO passarono da 62 a 775 miliardi di dollari (Appelbaum, Batt, 2014). Fu questo il momento in cui l'ondata del PE si propagò anche in Europa e nella zona pacifica dell'Asia (Talmor, Vasvari, 2011), grazie all'espansione dei fondi americani, che puntarono in misura sempre

maggiore sulle economie di scala (Appelbaum, Batt, 2014). Il periodo di prosperità giunse però al termine con la Grande Crisi del 2007: il crollo del mercato immobiliare, seguito da quello finanziario, produsse una contrazione dei finanziamenti da parte delle banche e degli investimenti dei principali partner dei PE come i fondi pensione (nel 2009 i finanziamenti si contrassero del 40% rispetto all'anno precedente). Le conseguenze furono operazioni di buyout con minor leva, quindi bisognose di maggior capitale di rischio (equity), il cui costo è superiore a quello dei finanziamenti bancari, soprattutto in luce della maggior rischiosità; inoltre le dimensioni dei buyout diminuirono e i fondi cambiarono strategie di acquisizione, puntando di più sui mercati emergenti (Talmor, Vasvari, 2011).

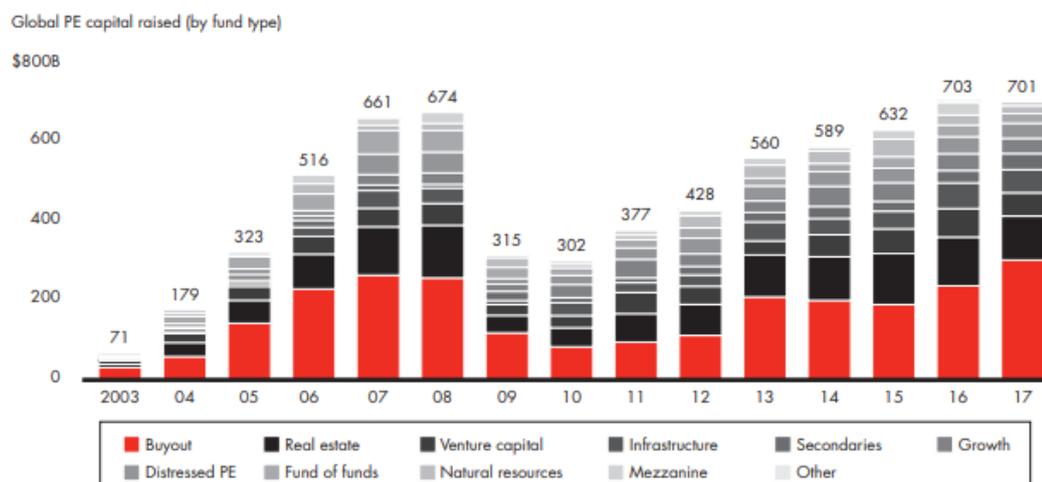
Nonostante le crisi del debito degli anni 2010-2011, i fondi di PE sono riusciti a ristabilizzare le attività soprattutto avvantaggiandosi dei tassi di interesse bassissimi per finanziarsi e sfruttare un rialzo dei prezzi in borsa. La pesante attività regolatrice seguita alla crisi del 2008 sia in Europa che in America, in particolare con l'AIFM directive e il Dodd-Frank Act rispettivamente, ha per la prima volta ricondotto i fondi di PE sotto la lente del regolatore, sottoponendoli ai controlli della SEC in America e della BCE in Europa, ponendo forti restringimenti al potere dei manager, limitando il rischio sistemico e tutelando gli investitori in una maniera che molti ritengono esageratamente stringente (Baker, Filbeck, Kiyamaz, 2015). A fronte di questo viaggio nel tempo si può desumere ciò che anche gli studiosi hanno evidenziato: “il settore del Private Equity è sottoposto a ricorrenti boom e scoppi, correlati con i rendimenti e il livello dei tassi di interesse... Da quando è emersa come importante classe di investimento negli anni '80, il private equity ha sperimentato tre grandi espansioni seguite da altrettante forti ricadute” (Talmor, Vasvari, 2011). Kaplan e Stroemberg hanno individuato come condizione necessaria al boom la presenza di rendimenti degli investimenti superiori a quelli dei bond ad alto rendimento (e quindi ad alto rischio), quando i tassi di interesse sono bassi. Si sono posti allora la domanda del perché le aziende quotate non seguano gli stessi schemi di indebitamento: per prima cosa gli investitori nel mercato regolamentato sono più preoccupati da un aumento della leva, inoltre i fondi di PE sono “debitori seriali”, perciò riescono a costruirsi una reputazione migliore, stante un positivo track record, nella gestione della leva; infine una causa potrebbe essere lo schema di compensazioni nel PE che mitiga le asimmetrie informative (Kaplan, Stroemberg, 2009).

1.1.1 Sviluppi recenti

L'importanza dei fondi di investimento di private equity è cresciuta esponenzialmente negli ultimi 20 anni, con gli asset globali di questa categoria passati da circa 100 miliardi nel 1994 (Fenn, 1995) a 2,83 trilioni nel 2017 (Preqin, 2018). La percentuale di operazioni di M&A con

un ruolo di fondi di PE è aumentata dal 10% nel 1995 al 25% nel 2011 negli Stati Uniti, con simili andamenti anche in Gran Bretagna, Germania e Giappone (Baker, Filbeck, Kiyamaz, 2015).

I fondi raccolti dagli investitori sono in continuo aumento, come si può notare dal grafico.



Fonte: Bain, 2018

Dal fronte europeo l'andamento segue quello globale, con un aumento delle operazioni di investimento rispetto all'anno precedente del 6,9% (2018 vs 2017) e del valore del capitale raccolto del 14,4% arrivando a quota 250 miliardi. (PwC, 2018) L'incertezza creata da fattori geopolitici come la Brexit ha influenzato soltanto il mercato d'Oltremania, ma non con la magnitudo attesa; l'effetto negativo è stato mitigato dalle politiche pro-imprese del neo presidente Trump in America e dalla politica monetaria espansivista della FED e della BCE. Quest'ultima è stata l'arma che più probabilmente ha portato il settore a crescere a un ritmo del 4% dal 2011. I periodi di investimento nelle imprese sono sempre più lunghi, come conferma il dato del 2017, che vede un holding period medio di 5 anni, mentre, prima delle crisi del 2007, questo dato si attestava a 4 anni. Il 40% dei deal vedeva un exit prima di 3 anni di investimento, mentre nel 2017 la percentuale si è dimezzata (Bain, 2018).

1.1.2 Il mercato italiano

Per il mercato italiano si è assistito a un boom di risorse raccolte dagli operatori domestici, dovuta anche a numerosi closing operati da soggetti istituzionali, che dagli 1,7 miliardi del 2016 sono passati a 6,2 nel 2017. Gli investimenti nel Belpaese sono in calo del 40% rispetto al 2016, attestandosi a circa 5 miliardi, ma rimangono comunque il secondo dato più importante da 10 anni a questa parte. La diminuzione rispetto all'anno precedente può essere analizzata in luce delle numerose operazioni realizzate nel 2016 di cosiddetti "megadeal", operazioni

estremamente rilevanti in termini di capitale investito e dimensioni delle target, non ripetutesi nel 2017(KPMG, AIFI, 2018).

Nel complesso le aziende italiane sostenute da fondi di PE risultano performanti, come dimostrato dalla analisi di PwC, da cui si evince una crescita dei ricavi di circa sei punti percentuali più alta di quella del PIL italiano e di circa 4% più alta del benchmark di imprese simili per dimensione. Positiva è anche l'incidenza sull'occupazione, che nelle imprese con PE cresce a un tasso del 5% annuo. La prevalenza degli investimenti si concentra nel Nord Italia (circa l'80%), per la maggior parte in Lombardia (40%).

Il trend globale, quindi, si attesta su una forte crescita delle operazioni, sia in numero che per capitale investito. I fattori politici e economici stanno influenzando l'andamento, creando condizioni favorevoli agli investimenti e al reperimento di capitali a basso costo; in Italia, complice una situazione politica ancora troppo incerta e una burocrazia pesante, il ritardo è evidente, ma le occasioni di poter puntare su investimenti e crescita economica rimangono ancora numerose. Una delle condizioni maggiormente favorevoli, però, potrebbe presto mancare, con l'imminente fine del programma di Quantitative Easing della BCE, ovvero l'immissione di liquidità nel sistema economico degli Stati membri attraverso l'acquisizione di bond pubblici, annunciata ed attuata dal presidente Mario Draghi. Inoltre i tassi di interesse a breve sono previsti in aumento, considerando che l'obiettivo prefissato dalla Banca Centrale di raggiungere un'inflazione del 2% annuo può dirsi ormai raggiunto.

Come abbiamo visto, quindi, il settore del PE è assai ciclico e, come insegna la storia, dovremo prima o poi assistere ad un inesorabile, seppur temporaneo, declino.

1.2 STRUTTURA E FUNZIONAMENTO

I Fondi di Private Equity sono organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), che investono in imprese in fasi critiche del loro ciclo di vita, con l'obiettivo di sostenerne lo sviluppo (Maccagnani Castelli, Guzzo 2016). Le fasi in cui maggiormente si assiste all'intervento di un fondo di PE sono, ad esempio, l'avvio dell'attività, la crescita con aumento della capacità produttiva, l'espansione in nuovi mercati, la conversione e la modifica del modello gestionale, o il passaggio generazionale/crisi dell'impresa. Per fare ciò vengono apportate alle società target non solo risorse finanziarie, ma anche competenze professionali e manageriali.

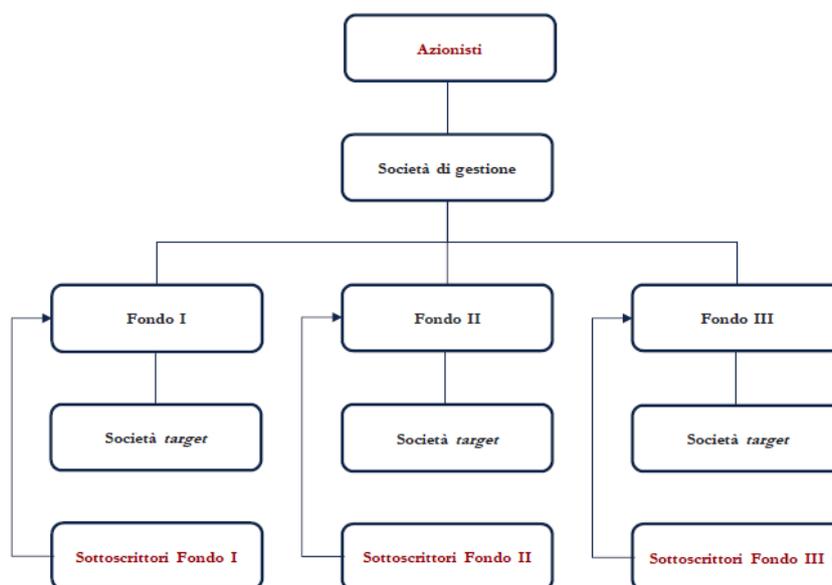
La differenza principale con le raccolte di finanziamenti "standard", ovvero prestiti bancari, emissione di bond o quotazione in un mercato, sta proprio nel fatto che quello ricevuto è "smart money", denaro intelligente, come lo definisce Invest Europe; è considerato tale in quanto l'apporto di know-how manageriale consente all'impresa target di ampliare gli scenari e le

possibilità di sviluppi futuri, guidando il management e la proprietà esistente verso orizzonti di crescita più estesi. Viene così perseguito l'obiettivo ultimo del fondo, ovvero l'ottenimento del massimo rendimento al momento della dismissione della partecipazione.

E' necessario evidenziare come non ci siano solo aspetti positivi riguardanti il tema PE, ma anche delle critiche a questo tipo di società finanziare. Visti sotto cattiva luce sono spesso i metodi con i quali i fondi entrano a far parte di alcune realtà, con usi spropositati della leva finanziaria (ad esempio gli hostile takeovers e i LBO degli anni '80) e ed i grossi tagli al personale, mirati al guadagno in efficienza e marginalità, con ripercussioni sulle realtà locali (Baker, Filbeck, Kiymaz, 2015).

1.1.2 Struttura

Struttura tipica di un fondo di Private Equity in Italia



Fonte: Maccagnani Castelli, Guzzo, 2016

La struttura di un fondo di investimento varia in base al sistema giuridico del Paese in cui questo viene costituito, ma fondamentalmente segue sempre lo stesso schema operativo. Al vertice della struttura si trova una società chiamata SGR (Società di Gestione del Risparmio), una società di capitali, in Italia una SpA, sottoposta alla vigilanza di Banca di Italia e Consob, con i propri azionisti ed un'autonoma struttura di governance. La SGR gestisce vari fondi mobiliari chiusi, che possono presentare caratteristiche diverse l'uno dall'altro, riguardanti i criteri di investimento, le imprese target considerate, le modalità o i tempi di gestione delle partecipazioni. Queste linee guida sono contenute in un documento fondamentale stilato dalla SGR ed approvato da BdI, denominato Regolamento di Gestione. Ogni fondo raccoglie poi

dagli investitori denaro mediante il capital raising, processo durante il quale la SGR, forte del proprio track record, propone un programma di investimento (nel rispetto del regolamento di gestione), che va a costituire il capitale che sarà investito società target. Una quota parte dell'investimento può inoltre essere fornita dal management e dagli azionisti della SGR per creare un allineamento di interessi. Possibili categorie di investitori sono i fondi pensione, le banche, le compagnie assicurative (i c.d. investitori istituzionali), wealthy families e privati. Nella struttura amministrativa di un fondo italiano si possono individuare vari organi decisionali o coadiuvanti l'attività di gestione. Il Consiglio di Amministrazione della SGR è il principale organismo gestorio e assume le decisioni più importanti. Deve, nel proprio operato relativamente ad ogni fondo, rispettare le regole previste dal regolamento di gestione, definite dall'Assemblea degli Investitori; quest'ultimo è un organo che rappresenta gli investitori di ogni fondo, con poteri straordinari quali la modifica del regolamento, la messa in liquidazione del fondo o la sostituzione della SGR. Il Comitato Investimenti e il Comitato di Controllo offrono una funzione consultiva e di supervisione del CdA in merito all'attività di ogni fondo. Talvolta vengono costituiti Comitati Industriali che coadiuvano il Comitato Investimenti con un contributo strategico e tecnico per l'analisi di vari settori di investimento (ICT, Healthcare, Food...) (Maccagnani Castelli, Guzzo 2016). E' necessaria poi la presenza di determinati organi di controllo interni ed esterni alla SGR, imposti dal regolatore, ad esempio una società di revisione, un internal auditor, un risk manager ed il collegio sindacale, un organismo di vigilanza, la cui funzione è tutelare gli investitori, che pongono nelle scelte del CdA di SGR le scelte inerenti il capitale di rischio investito.

1.1.2 Funzionamento

La vita di un fondo si può dividere in tre fasi principali: la raccolta delle risorse finanziarie, la fase di investimento nelle target e il conclusivo disinvestimento (Maccagnani Castelli, Guzzo 2016). E' importante far notare come queste tre fasi siano strettamente collegate; è infatti necessario far convergere gli interessi del fondo con quelli degli investitori, onde evitare conflitti di interesse nella miglior gestione degli investimenti.

Le tre fasi possono essere così analizzate:

1. **La Raccolta (Fundraising)**: generalmente della durata di un anno (Maccagnani Castelli, Guzzo 2016); il fondo vaglia i mercati target scegliendone uno o più, ma con caratteristiche omogenee, per poi avviare una fase detta di "pre-marketing" volta a selezionare i potenziali investitori. Con un "placement memorandum" si definiscono le condizioni generali dell'investimento, con dati sulle performance attese (in particolare l'IRR del fondo) e sui costi. La fase di raccolta si conclude con il cosiddetto "closing".

2. **L'Investimento**, da considerarsi il “core business” del fondo. Si vengono a creare le differenziazioni principali in base alle fasi di vita delle target nelle quali ogni fondo si specializza.

Gli investitori di “Early Stage”, meglio conosciuti come “venture capital investors”, con focus sulla fase iniziale della vita di un'impresa, assumono tassi di rischio elevati, ticket di dimensioni ridotte e apporto manageriale consistente sono le caratteristiche distintive della tipologia.

Simile è la fase di “Expansion Financing”, che riguarda sempre la crescita della società, ma con riferimento a realtà già affermate, che necessitano principalmente di capitali per la propria crescita.

Troviamo poi fondi con interessi in imprese in fase di crisi, per esempio quelle specializzate nel “Replacement”, in cui è necessario un ricambio di azionariato e che prevede l'acquisizione delle quote dei soci uscenti. Oppure nei “Turnaround”: operazioni di investimento in società o in rami d'azienda in crisi finanziaria, con obiettivo il salvataggio delle stesse. La tipologia di investimento più comune è invece il cosiddetto “Buy Out”, consistente nell'acquisizione della maggioranza delle quote di una società, con il mantenimento o meno del management aziendale. Nella maggior parte dei casi questa operazione prevede l'utilizzo della leva finanziaria (Leveraged Buy Out), nei limiti previsti dalla legge.

3. **Il Disinvestimento (Exit):** E' la fase nella quale avviene la vendita delle partecipazioni in portafoglio; si calcola il rendimento finale dell'investimento e vengono remunerati azionisti e investitori. Per portare a termine l'exit bisogna tener conto di vari fattori, primi fra i quali la tempistica (influenza, con il prezzo di vendita, sull'IRR) e la determinazione dell'interlocutore al quale si cedono le quote. Nel primo caso il focus consiste nel vendere in un buon momento per il mercato e per il settore nel minor tempo possibile, stante la miglior valorizzazione dell'impresa; per il secondo si possono presentare varie soluzioni che verranno in seguito analizzate.

Le principali differenze fra i fondi sono date da dei profili tra loro correlati quali:

- Dotazione di capitale;
- Ambito geografico di operatività;
- Holding period;
- Target di investimento (dimensioni, zona geografica, settore)
- Ticket di investimento (dimensioni del capitale medio investito in ogni target);
- Strumenti di investimento.

2 LE OPERAZIONI DI INVESTIMENTO

Come già accennato in precedenza le operazioni di investimento di un fondo seguono un percorso ben identificato; tuttavia devono sottostare a dei limiti imposti dalla SGR, esposti nel regolamento di gestione. Più nello specifico esistono dei covenant entro i quali il fondo deve individuare le Target: nazione in cui ha sede, settore in cui opera, dimensioni (fatturato, EBITDA...), stato (impresa start-up, in fase di crescita, con problemi di financial distress...) e soglia minima di ritorno dell'investimento, generalmente misurato in IRR.

2.1 I PLAYER

I fondi di Private Equity coinvolgono nelle loro operazioni una pluralità di soggetti, ognuno con le proprie prerogative. Individuarli e capire gli interessi che ciascuno possiede è il primo passo per comprendere il ruolo di ognuno nel tipo di operazioni che verranno analizzate.

2.1.1 L'Impresa Target

L'impresa che sceglie di aprire le porte all'ingresso di un fondo nel proprio capitale di rischio compie una scelta in funzione di determinati obiettivi raggiungibili solo con partner strategici e non meramente finanziari. La decisione prevede quasi sempre una perdita di potere sia per la proprietà che per il management esistente, in favore del fondo investitore: per questo viene presa solo dopo una ricerca oculata, volta ad individuare partner adatti allo specifico contesto. Tuttavia offre vantaggi importanti grazie alla condivisione del rischio imprenditoriale con un nuovo socio, per operazioni che, effettuate "stand alone", potrebbero richiedere tempistiche lunghe e capacità manageriali di cui l'imprenditore non dispone. Si potrebbero elencare innumerevoli situazioni in cui l'ingresso di un fondo risulta essere una scelta strategicamente opportuna. Essenzialmente è possibile ricondurle a macro categorie di questo tipo: riassetto azionario, crescita della società, inserimento di figure manageriali e riequilibrio della struttura finanziaria (Maccagnani Castelli, Guzzo, 2016). Il riassetto azionario considera situazioni di cambio generazionale e/o stallo gestorio, come il caso di quote di controllo divise al 50% o, al contrario, un azionariato altamente polverizzato e incapace di pervenire a una decisione comune. La crescita della società può essere organica ed endogena (ampliamento del portafoglio prodotti, ingresso in nuovi mercati, cambio o diversificazione dei canali di vendita, aumento delle spese per ricerca e sviluppo) o esogena (acquisizione di società per crescita dimensionale). Oltre all'impatto manageriale, di seguito discusso, va rilevata l'importanza per la struttura finanziaria: basti pensare al peso che una ricapitalizzazione ha per la gestione

aziendale, o all'appeal in termini di managerialità e potenziale, che un fondo può rappresentare per banche e finanziatori.

2.1.2 Il Fondo

In un'operazione di investimento un fondo considera l'ingresso soltanto in settori che promettono di offrire ritorni consistenti e in imprese che mostrano un potenziale inespresso, esplicabile grazie a una gestione più efficace, efficiente, oculata o a acquisizioni/fusioni strategiche per le imprese in crescita, nonché, in caso di società in difficoltà finanziaria che, alla potenziale rinnovata generazione di valore. Come già detto in precedenza e per rispetto della Norma, il fondo deve sottostare alle decisioni dettate dalla SGR, elencate nel regolamento di gestione. Un investimento in una target potrebbe offrire ritorni altissimi, ma se non rientrante nei criteri del regolamento, non sarebbe possibile perfezionarlo. Questi vincoli sono, in realtà, frutto del controllo che il regolatore (Consob, Banca d'Italia) vuole esercitare sulle operazioni dei fondi, a tutela degli investitori e del mercato. Quello che il fondo ricerca in un investimento è la possibilità di far fruttare il capitale investito il più possibile al termine del periodo prefissato, ovvero al momento dell'exit. Il metodo di valutazione del rendimento è l'Internal Rate of Return (IRR), la cui magnitudo è influenzata sia dalla grandezza dei flussi attesi, in termini di dividendi e plusvalenza, sia dall'orizzonte temporale di realizzo, come è possibile constatare dalla formula:

$$\sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+r)^i} = I$$

Ciò su cui si vuole far luce è appunto la (r) al denominatore: quel tasso che consente di eguagliare il capitale investito (I) al valore attuale dei flussi di cassa attesi nel periodo. E' il rendimento dell'investimento, su cui si basa la remunerazione del capitale degli investitori e la capacità di gestione del management.

2.1.3 Gli Investitori del Fondo

Le categorie di investitori principali sono: fondi pensione, banche, compagnie assicurative investitori istituzionali, ovvero risparmiatori privati detentori di rilevanti capitali. In passato era preclusa la possibilità d'investimento ai singoli risparmiatori, ma ora è possibile partecipare ad un fondo grazie ai numerosi strumenti negoziati soprattutto nei mercati statunitensi e britannici. Un soggetto si affida a una SGR e investe in un fondo perché sa di poter contare su investitori specializzati e vigilati: proprio per tutelarli infatti Consob e Banca d'Italia hanno previsto regole

stringenti in merito di possibilità di investimenti e facoltà di costituzione di fondi, nonché di costituzione proprio di SGR.

2.1.4 Gli Organi di Controllo

Gli organi a cui è demandato il potere di vigilanza e controllo su SGR e fondi sono principalmente la Banca d'Italia e la Consob che, oltre a osservare e valutare la regolarità delle operazioni messe in atto, svolge un ruolo essenziale nella creazione delle società di gestione e dei fondi stessi.

In particolare il procedimento richiesto dalla Banca d'Italia con avallo della Consob per l'autorizzazione alla creazione di una SGR è così strutturato:

1. Durata del procedimento: 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda, salvo sospensioni;
2. Condizioni di rilascio dell'autorizzazione:
 - ✓ Forma di società per azioni;
 - ✓ Sede legale e direzione generale della SGR in Italia;
 - ✓ Sussistenza dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo al fine di assicurare la sana e prudente gestione;
 - ✓ Sussistenza dei requisiti di onorabilità in capo ai titolari di partecipazioni;
 - ✓ Struttura del gruppo di cui è parte la società istante tale da non pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa;
 - ✓ Presentazione di un Programma di attività che dia conto dell'attività iniziale, delle strategie d'impresa e degli obiettivi della SGR e di una Relazione sulla struttura organizzativa della SGR stessa;
 - ✓ Capitale Sociale minimo: € 1 milione;
 - ✓ Inserimento nella denominazione sociale della locuzione "società di gestione del risparmio".

Inoltre regolano strettamente la possibilità per i fondi gestiti di assumersi determinati rischi a tutela degli investitori che si affidano a un gestore dei risparmi specializzato.

2.1.5 I Manager

I manager della SGR svolgono un ruolo preponderante nei deal. Essi infatti devono impostare l'operazione, gestirla e far fruttare l'investimento per retribuire gli investitori e gli azionisti della SGR. Per fare in modo che questi obiettivi vengano raggiunti e non si presentino comportamenti opportunistici, solitamente il sistema di retribuzione è strutturato con un

meccanismo di incentivi che si sommano a una quota fissa. Più precisamente la leva utilizzata è quella del “carried interest”, in base alla quale viene riconosciuta ai manager una percentuale della plusvalenza realizzata, generalmente il 20%, al superamento di una soglia di rendimento minimo dell’IRR, detta “hurdle rate”, compresa generalmente fra il 6 e l’8%; viene prevista inoltre la partecipazione del management alle quote, in misura variabile in base alla dimensione del fondo. Questi meccanismi sono regolati nel regolamento di gestione della SGR. Molti operatori del settore hanno spesso sollevato la questione della cosiddetta “J-curve”, ovvero l’effetto in base al quale la remunerazione del management sia sproporzionata al valore del fondo durante i primi anni di investimento (Maccagnani Castelli, Guzzo, 2016).

Un’operazione da evidenziare è il caso dell’acquisizione compiuta dal management della impresa target. Questo infatti potrebbe decidere di “appropriarsi” dell’impresa (cosiddetto MBO – Management Buy Out), diventando proprietario della stessa. I fondi di PE vengono scelti in questi casi come partner finanziari e traghettatori strategici. Il loro compito sta nell’affiancare i manager nella gestione globale e di consentire una certa sicurezza finanziaria durante la fase di passaggio, nonché, in prima fase, fornire la liquidità per perfezionare l’operazione.

2.2 LE FASI DELL’OPERAZIONE

L’analisi del procedimento che porta un fondo ad acquisire le azioni o le quote di un’impresa può assumere due punti di vista: quello del fondo e quello della target. Infatti per le prime fasi, ovvero fin quando la trattativa non è avviata, le due strade dei due soggetti provengono da direzioni diverse.

2.2.1 L’Acquisizione

Il fondo, una volta completata la fase di fund-raising, avvia quella di scouting, nella quale si concentra su settore e tipologie di aziende contemplate dal regolamento. Procede poi con una valutazione desk, in cui vengono raccolte le opportunità di investimento provenienti da analisi interne ed esterne e supportate da analisti finanziari ed esponenti di società quotate. Tali scenari confluiscono in una visione del mercato complessiva.

D’altro canto l’impresa che decide di aprire il proprio capitale ai fondi è generalmente coadiuvata nel procedimento da un advisor. Questo soggetto specializzato si pone come figura intermedia fra le due parti e, mettendole in contatto, organizza l’operazione. Da un lato, presentandosi come un esperto del settore del Private Equity, è in grado di consigliare l’impresa sul profilo di investitore da preferire. Dall’altro, nell’ambito della sua attività professionale tipica, è ben integrato nel tessuto delle imprese e individua il giusto profilo che il fondo ricerca.

Da questo ideale punto le strade convergono, e le controparti iniziano uno scambio di informazioni e documenti che le porterà, in caso positivo, al cosiddetto closing: passaggio delle azioni/quote per una parte o la totalità di esse, al fondo.

2.2.1.1 Blind Teaser

L'impresa che si propone offre attraverso il proprio advisor un documento, detto "blind teaser", in cui si presenta in forma anonima. Nel teaser si fornisce visione sul settore, la clientela, i principali dati economico-finanziari, l'organizzazione e la struttura di operazione che viene proposta. Non essendo identificata la società, questo documento non è coperto da accordi di confidenzialità. La sottoscrizione di un NDA si attiva nel momento in cui il fondo mostra interessamento e richiede informazioni più approfondite: viene formalizzata con un "Non Disclosure Agreement".

2.2.1.2 Process Letter

Il passo successivo consiste nell'elaborazione della "process letter", documento che prevede i termini per la presentazione di offerte non vincolanti da parte del fondo (Non Binding Offers) e la definizione di requisiti minimi riguardanti la valorizzazione della società (secondo enterprise value o equity value) nonché la determinazione del prezzo, riferibile a due approcci: "lock box" (un'offerta fissa), oppure "Euro per Euro" (aggiustamento del prezzo in relazione ai risultati consuntivi dell'anno ultimo).

2.2.1.3 Info Memo

Insieme alla process letter viene predisposto dalla società target l'"information memorandum" che fornisce informazioni dettagliate sull'impresa, sul suo posizionamento e sulla situazione economico-finanziaria e patrimoniale. Segnatamente, è possibile ritrovare nell'information memorandum: overview del mercato di riferimento (segmentazione, trend di crescita, driver di valore, principali player, posizionamento competitivo), profilo societario (business model, azionariato, cenni storici), portafoglio prodotti e clienti con relativa marginalità, descrizione del processo produttivo (impianti, tecnologie, fornitori), proposizione dell'offerta (forza vendita, segmentazione della clientela), organizzazione societaria (struttura organizzativa, ruoli chiave), informazioni finanziarie e, ultimo, ma non meno importante, il business plan, dal quale il fondo partirà per ricavare l'IRR atteso.

2.2.1.4 LOI

Nella Lettera d'Intenti (LOI) le parti si prefiggono di fissare i termini generali dell'operazione, ma senza l'obbligo contrattuale di rispettarli. La LOI non è, infatti, una forma tipizzata dall'ordinamento italiano, ed è quindi da considerarsi come un documento precontrattuale. Le uniche clausole vincolanti riguardano l'esclusiva per il fondo per un certo periodo di tempo, necessario a predisporre un'analisi dispendiosa, in termini temporali ed economici, come la due diligence.

2.2.1.5 Due Diligence

Nella due diligence vengono analizzati in maniera approfondita i dati forniti dall'azienda per pervenire ad una valutazione dettagliata del valore della società e calcolare il potenziale rendimento che il deal potrebbe generare. Vengono stabiliti, inoltre, gli obiettivi dell'investimento, in termini di sviluppo aziendale, modalità e tempi. Dal punto di vista operativo, invece, si cerca di stimare l'aumento dei ricavi e la riduzione dei costi ottenibile attraverso la gestione, nonché le ripercussioni sul modello organizzativo. Si perviene in conclusione all'impatto finale su cash flow, profitti e perdite che concorrono alla determinazione del valore. La due diligence viene solitamente effettuata da specialisti e società di consulenza esterni al fondo.

2.2.1.6 Closing

Al termine della due diligence il fondo è invitato a presentare un'offerta vincolante formale, con i contenuti della LOI, ma per l'appunto con carattere vincolante e maggiormente dettagliati (offerta "Binding"). Con il closing si definiscono anche le garanzie rilasciate dal venditore a favore dell'acquirente relative alle passività ancora incerte.

L'operazione si chiude con il passaggio delle quote/azioni al soggetto acquirente. Nel closing avviene la negoziazione fra le parti, principalmente sul prezzo, ma anche su eventuali clausole di earn out, con le quali il pagamento del prezzo o di una parte di esso viene vincolato a un determinato risultato - spesso di carattere economico - o al verificarsi di una situazione della società acquisita in un momento successivo a quello in cui avviene il trasferimento. In pratica, la clausola sottopone il prezzo ad aleatorietà in quanto l'importo definitivo viene a essere legato a eventi futuri che possono anche non essere sotto il controllo delle parti come, per esempio, l'andamento del mercato. (Sole 24 Ore, Online). Possono essere inserite anche clausole relative alla corporate governance, nei casi in cui i soci cedenti permangano all'interno dell'azionariato (previsioni di voto con maggioranze rafforzate, nomina delle cariche sociali, obblighi di

reportistica...) oppure di limitazione alla circolazione delle partecipazioni nonché eventuali patti di non concorrenza, che tutelano l'investitore affinché l'imprenditore cedente non avvii un'attività analoga. Questi aspetti vengono regolati nei patti parasociali, di durata massima di 5 anni e che, comunemente, prevedono il trasferimento di vincoli e diritti ai successori o gli aventi causa delle parti.

2.2.2 Valutazione

Gli investimenti di private equity sono per natura confidenziali e la maggior parte delle informazioni non vengono rese pubbliche. Le imprese acquisite dai fondi non possiedono generalmente azioni/quote scambiate in borsa o in mercati regolamentati e perciò non è possibile risalire, nella maggior parte dei casi, ad un valore di mercato. La valutazione elaborata dai fondi e dalle varie agenzie che lavorano per essi deve risalire ad un "fair value", un valore appunto giusto, che rifletta le reali caratteristiche estrapolabili dai dati aziendali. È effettuata mediante l'interpolazione di diversi metodi quali il NPV, il mark to market con i multipli sull'EBITDA di operazioni simili, l'IRR target, il metodo patrimoniale.

2.2.3 Gestione Operativa

L'apporto dei fondi di Private Equity, come già precedentemente accennato, non è meramente finanziario, ma copre anche delle lacune manageriali, che è necessario riempire con figure ad hoc per perseguire una strategia positiva per l'impresa target. La procedura che può essere adoperata per uno sviluppo si può sdoppiare in due strade diametralmente opposte: endogena o esogena (Maccagnani Castelli, Guzzo, 2016). Nel primo caso si assiste ad un'azione di efficientamento della struttura aziendale e dei processi di pianificazione e controllo; nel secondo l'obiettivo è aumentare il peso specifico nel mercato attraverso acquisizioni, sfruttando le risorse finanziarie, organizzative, negoziali e di network di cui un fondo dispone. La seconda strada è quella più percorsa dai fondi per un semplice motivo: aumentando la massa aziendale si riescono a sviluppare economie di scala, di scopo e di raggio d'azione; così facendo il rischio sopportato dagli asset diminuisce e al momento della dismissione aumenta la possibilità di vendere a un prezzo maggiore. E' la strada del cosiddetto Multiple Expansion, il miglioramento delle prospettive di crescita future dell'impresa nel settore in cui opera.

Altre strategie operative possono consistere nel deleverage, ovvero il ripianamento della struttura debitoria societaria attraverso i flussi di cassa operativi: maggiori sono i Cash Flow, maggiore il valore teorico della azienda (Baker, Filbeck, Kiyamaz, 2015). Ad esempio in Italia mediamente il rapporto Posizione Finanziaria Netta / EBITDA si attesta ad una quota di 5,3 all'ingresso del fondo per scendere a 2,9 al momento dell'exit (PwC, 2018)

Il fondo potrebbe inoltre svolgere la funzione di traghettatore dell'impresa verso la quotazione in borsa. Può fornire infatti le competenze necessarie alla predisposizione della documentazione e all'adeguamento della struttura organizzativa e finanziaria dell'impresa alla quotazione.

2.2.4 Exit

L'Exit è il vero punto di interesse per il fondo: tutte le attività che lo precedono sono pianificate col fine di ottenere il più possibile dal disinvestimento. La quotazione in Borsa per la quale è necessaria una congiuntura economica positiva, nonché una dimensione della azienda sufficientemente rilevante per essere maggiormente apprezzata dal mercato; la cessione ad un socio industriale (trade sale), grazie alla quale si possono sfruttare le sinergie aziendali, ottenendo un ritorno economico maggiore per il fondo a fronte di un valore futuro per l'acquirente maggiore. Qualora la target non avesse raggiunto gli obiettivi sperati o uno stato di maturità sufficiente, la cessione a un altro fondo (Secondary Buy Out) potrebbe risultare un'opzione vantaggiosa per tutte le parti; un riacquisto da parte del socio originario (buy back) può essere previsto contrattualmente sin dall'inizio del rapporto col fondo, tuttavia occorre sottolineare che, se non gestito adeguatamente, il buy back può rappresentare una forma di finanziamento analoga a quella bancaria, ma significativamente più costosa (Maccagnani Castelli, Guzzo 2016). Nei casi di azzeramento del valore della partecipazione si procede all'iscrizione di una perdita pari al valore stesso, è il caso del cosiddetto "Write off".

3 COSA RENDE UN INVESTIMENTO DI SUCCESSO?

Valutare la bontà di un investimento può sembrare semplice. In molti casi è impossibile non riconoscere un'operazione di successo, in altri però il confine fra riuscita o fallimento è labile e deve prendere in esame molti fattori; non a caso anche l'acquisizione di una società fallita da parte di un fondo potrebbe portare ad un successo in termini di ritorno economico-finanziario per il fondo stesso, ma provocare ripercussioni non indifferenti per gli stakeholder dell'impresa (Akerlof, Romer, 1993).

La valutazione della performance di un fondo di PE è da sempre stata complicata, anche perché in molti Stati non è obbligatoria la pubblicazione di informazioni dettagliate sugli investimenti in portafoglio. E' inoltre complicato tentare un confronto con le performance di altri investimenti benchmark, data l'elevata illiquidità e rischiosità di quelli di PE (Talmor, Vasvari, 2011). Vi è quindi un'oggettiva incertezza sui criteri di valutazione delle performance; nondimeno di seguito si tenterà di individuare alcuni fattori chiave che consentono di pervenire ad un successo dell'investimento di un fondo di PE, inteso come un alto ritorno misurato in IRR.

3.1 L'APPORTO MANAGERIALE

L'aspetto manageriale e il contributo del team di gestione occupa una parte consistente della teoria sul successo dei fondi di PE. L'enfasi è posta soprattutto sull'esperienza e l'abilità del management di saper cogliere opportunità e di essere in grado di accelerare lo sviluppo delle imprese acquisite, nonché sulla possibilità di poter vantare un network esteso di professionalità da cui attingere.

Kaplan e Schoar (2005) documentano, attraverso uno studio su 746 fondi americani dal 1980 al 2001, che il track-record del management è correlato con la sua capacità di attrarre capitale nei fondi di investimento nei quali opera, e che alti rendimenti sono dovuti a performance positive e non a maggiori rischi assunti in un deal.

Cyril DeMaria (2010), riprendendo il lavoro di Kaplan e Schoar, evidenzia come il track-record di un team di investimento, a differenza di quanto accade con il mercato aperto dei capitali, sia stabile nel tempo e si ripercuota costantemente sulla capacità di individuare a monte opportunità di investimento interessanti, sulla qualità della gestione e sulla capacità di sostenere imprenditori seriali; la combinazione di tutto ciò creerebbe un ambiente favorevole alla riproduzione di performance di alto livello; l'unico neo consisterebbe nei momenti di passaggio generazionale del management di un fondo, in quanto le figure che garantiscono l'affidabilità della gestione, in questi casi, verrebbero a mancare.

Le considerazioni di Kaplan e Stroemberg (2009) vertono sull'ingegneria gestionale, in accordo con quanto espresso da Jensen (si veda Jensen, 1989); essi riconducono il successo dei fondi di PE e dei loro investimenti al coinvolgimento adeguato delle varie figure del management nell'affare. Gli incentivi forniti tramite stock option e l'illiquidità delle quote dovuta alla natura privata dell'investimento ridurrebbero l'interesse del management a manipolare la performance di breve periodo per focalizzarsi su quella di lungo.

Nell'analisi di Baker, Filbeck e Kiyamaz (2015) vengono discusse alcune delle più autorevoli ricerche nell'ambito del successo del PE. In particolare viene ripreso l'apporto di Jensen (si veda Jensen, 1989) con lo studio dell'impatto degli LBO sulla struttura di governance di una società, dal quale si evince una relazione positiva tra LBO e efficienza ed efficacia della governance; ciò varrebbe sia all'interno che all'esterno degli USA. A questo lavoro si aggiunge quello di Acharya, Kehoe e Reyner (si veda Acharya, Kehoe e Reyner, 2009) che, intervistando 20 executive manager nel Regno Unito, raggiungono la conclusione che l'efficacia dei board di PE sta aumentando grazie alla miglior capacità dei manager di PE di saper allineare gli interessi fra stakeholder e management rispetto a quella dei manager di una Public Limited Company (PLC). Sempre basato su una ricerca made in U.K è l'apporto, ripreso da Baker, di Cornelli e Karakaş (si veda Cornelli, Karakaş, 2012) che dimostra come dopo un LBO il management inserito dal fondo di PE sia più attento alle responsabilità di supervisione; i due studiosi osservano inoltre che la performance operativa di un'azienda aumenta dopo un leveraged buy out nel lungo periodo, confermando la precedente considerazione sull'effettiva capacità di monitoring.

3.2 L'APPORTO FINANZIARIO

L'apporto finanziario che può fornire un fondo non è semplicemente quello di un banale finanziatore esterno; come più volte ricordato il "denaro intelligente" apportato è, infatti, posto in una visione incrociata con quella della professionalità del management. Oltre che un mero dato numerico il concetto si sposta su considerazioni di solidità dell'impresa acquisita e sull'appeal che una struttura "istituzionale" quale l'SGR che gestisce il fondo può generare presso istituti di credito e successivi acquirenti. Se però da un lato ci si rivolge all'aspetto positivo e al successo che può generare un apporto finanziario consistente, non si possono tralasciare i rischi che vi sono nel ricorrere all'uso eccessivo dell'indebitamento, che può incidere a tal punto da determinare il fallimento di un'operazione. Questi sono gli aspetti significativi sui quali si concentra la letteratura per comprendere come la parte finanziaria possa avere un ruolo positivo per il PE.

Kaplan e Stroemberg (2009), nel loro paper già citato, mettono in relazione “operational engineering” e “financial engineering”; in particolare affermano che grazie alla leva finanziaria è possibile mettere pressione ai manager affinché non venga sprecato il denaro necessario a ripagare il debito. Sottolineano inoltre che, nella maggior parte degli Stati, il debito sia più conveniente dal punto di vista fiscale del capitale, considerata la deducibilità degli interessi, ma mettono in guardia che l’“inflexibilità” nei rimborsi dei finanziamenti, nei casi di eccessivo indebitamento, può amplificare il rischio sostenuto.

Nello studio proposto da Axelson, Stroemberg e Weisbach (2009), si considera una struttura ottimale di raccolta del capitale da investire. In particolare viene proposto un modello teorico ideale nel quale parte della quota viene raccolta “ex ante”, quando l’investimento deve essere ancora scelto, e parte “ex post”; così facendo si potrebbero mitigare gli interessi delle parti coinvolte nell’investimento grazie al pooling (finanziamento ex ante) e fornire informazioni agli investitori sulla situazione del mercato e del settore in cui si è scelto di investire (ex post). La ricerca di Harris, Jenkinson e Kaplan (2013) si propone di mettere in risalto il rapporto fra capitale raccolto dai fondi e performance del fondo stesso. La regressione da loro proposta suggerisce un deterioramento della performance all’aumentare del capitale raccolto presso gli investitori, fornendo quindi un motivo in più per concentrarsi sull’indebitamento e i vantaggi ad esso ascrivibili.

Nel loro libro, Appelbaum e Batt (2014) rimarcano l’importanza della leva finanziaria nelle operazioni di investimento per aumentare i ritorni per il fondo e i suoi investitori, sempre constatando che un uso spropositato aumenta il rischio per la società acquisita. Proprio qui sta la differenza, secondo gli studiosi, rispetto a un finanziamento normale: esso grava non sul fondo, ma sull’impresa sulla quale viene concentrato il rischio; ciò è comunque positivo per l’impresa perché vengono utilizzati cash flow subito disponibili per il pagamento degli interessi e del capitale e viene aumentata l’efficienza finanziaria, soprattutto se in presenza di bassi interessi sul debito. Ma in periodi di recessione economica è un’arma a doppio taglio, in quanto aumenta il rischio connesso al fallimento, e “*almost by design, more PE-backed firms will experience financial distress or go bankrupt in economic downturns*” (Appelbaum, 2014, pag. 48-49). Ma proprio perché la responsabilità grava in maniera minima sul fondo, asseriscono Appelbaum e Batt, quest’ultimo tende ad ignorare i rischi e i costi connessi all’indebitamento. Della stessa opinione non risulta essere Baker (2015), il quale, portando a supporto ricerche di altri studiosi, sostiene che non esiste alcuna evidenza a supporto del rischio di fallimento dovuto alla leva finanziaria. In particolare cita lo studio di Kaplan e Stroemberg (2009) secondo il quale il tasso di default delle operazioni LBO tra il 1970 e il 2007 sarebbe inferiore al tasso di default di tutte le società americane emettitrici di bond tra il 1980 e il 2002; inoltre le ricerche di Wilson

e Wright (si veda Wilson, Wright, 2013) e Harford e Kolasinski (si veda Harford, Kolasinski, 2014) secondo Baker confermano la teoria secondo cui l'alta leva finanziaria dei fondi di PE non risulta in un tasso di default maggiore degli investimenti. In aggiunta Baker si rifà al modello di Edmans (si veda Edmans, 2011) secondo cui la leva finanziaria incoraggerebbe gli stakeholder dell'impresa a prestare maggiore attenzione ai cash flow, con il risultato di migliori decisioni di investimento.

3.3 IL TIMING DELL'OPERAZIONE

Un ramo della teoria piuttosto consistente considera come condizione topica per pervenire ad un'operazione di successo la tempistica dell'investimento. Se da un lato infatti è logico che un diverso orizzonte temporale e il ciclo economico condizionino la riuscita del deal, è da analizzare anche il contesto economico in cui si sceglie di acquisire quote di una determinata società.

Kaplan e Schoar (2005), similamente a Axelson, Stroemberg e Weisbach (2009), evidenziano come sia più probabile che operazioni di investimento si verifichino successivamente a periodi in cui il settore interessato ha performato particolarmente bene. Ma le loro ricerche suggeriscono che investimenti effettuati in periodi di boom hanno risultati inferiori rispetto a quelli in momenti di recessione. Ciò sarebbe dovuto ad un sovra-investimento nei periodi favorevoli, che Gompers e Lerner (1998) e Fenn (1995) collegano alla disponibilità di capitale da investire; stando ai loro lavori, un periodo di boom e di maggiori disponibilità finanziarie creerebbe un'elevata competizione e un costante rilancio sui prezzi offerti per determinati investimenti. Da ciò deriverebbe un conseguente calo della performance nel momento della dismissione. Da tenere in considerazione, suggeriscono, sono anche la velocità con la quale si chiudono i deal in un periodo di boom (pur di aggiudicarsi un investimento il management presta meno attenzione ai dati forniti dalle imprese) e la quantità maggiore di capitale che un singolo manager, o manager più inesperti, deve gestire se la disponibilità finanziaria è elevata. Appelbaum e Batt (2014) rimarcano l'importanza del timing per il team di gestione, e in particolare la capacità di quest'ultimo di saper anticipare un potenziale di crescita in un determinato settore.

3.4 ALTRI FATTORI RILEVANTI

Ci sono poi elementi caratterizzanti il fondo o il mercato che alcune teorie ritengono fondamentali per la buona riuscita di un investimento, ma che non si possono far risalire a una precisa categoria fra quelle precedentemente elencate.

Per citarne alcuni, appartiene a Kaplan e Schoar (2005) la classificazione del fondo in base alla dimensione: secondo la loro ricerca i fondi di dimensioni maggiori (per quantità di capitale e asset) hanno una performance migliore di quelli più piccoli, seguendo una relazione concava. Axelson, Stroemberg e Weisbach (2009) pongono un ulteriore accento rispetto alle teorie sull'aspetto finanziario e di tempistiche, considerando l'importanza della capacità degli incentivi ai manager di mitigare gli interessi contrastanti che si vengono a creare fra team di controllo e investitori, rifacendosi a quanto esposto anche da Baker e Wruch (si veda Baker, Wruch, 1989).

Nel valutare l'insieme DeMaria (2010) arriva a considerare la combinazione di diversi fattori e la loro relazione. In particolare afferma che la performance è il frutto di scelte effettuate in un determinato ambiente economico e che non sarà riproducibile in quanto vengono a modificarsi nel tempo: avversione al rischio degli stakeholder, costi di finanziamento, effetto leva e la stabilità stessa dell'economia.

3.5 CONCLUSIONI E TABELLA RIASSUNTIVA

Il successo di un investimento dipende da molti fattori. Questo è il risultato di quanto emerge dall'esame della teoria. Siano esse di carattere manageriale, finanziario o di una determinata congiuntura economica, le caratteristiche che interessano l'investimento contribuiscono insieme alla riuscita del deal. Non a caso, nella teoria proposta, spesso i fattori di successo vengono analizzati contemporaneamente, in un'ottica concatenata, come un unicum in cui l'assenza di un elemento potrebbe inficiare un altro. Sarebbe perciò interessante verificare nella pratica l'effettività di queste supposizioni, approfondendo l'importanza di un fattore in maniera assoluta e relativa rispetto agli altri, per capire cosa rende veramente un investimento di successo.

**VARIABILI MANAGERIALI E FINANZIARIE IMPORTANTI DURANTE LE
FASI DI UN DEAL DI PRIVATE EQUITY**

Fasi di un'operazione	Apporto Management	Apporto Finanziario
1.ACQUISIZIONE	Durante tutta la fase d'acquisizione delle quote dell'impresa target è fondamentale l'abilità dei manager nell'individuare l'investimento e gestire il rapporto con la controparte, cercando comunque di ottenere le condizioni più vantaggiose d'acquisto;	
1.1 Blind Teaser	Abilità nel riconoscere possibili investimenti di successo a priori, senza conoscere l'identità dell'impresa descritta nel documento;	In tutte le sotto-fasi dell'acquisizione risulta necessario avere a priori un supporto finanziario consistente, proprio o di istituti di credito, affinché ci siano garanzie per le parti durante la trattativa;
1.2 Process Letter	Capacità di fornire valutazioni coerenti dell'impresa da acquisire, senza conoscere nel dettaglio tutte le sue caratteristiche;	
1.3 Info Memo	Capacità di saper valutare con cura le caratteristiche dell'impresa, giudicando obiettivamente l'effettiva convenienza del deal;	
1.4 Loi	Abilità nell'ottenere condizioni favorevoli	

	(soprattutto in termini di tempo) per poter valutare nella due diligence con precisione l'impresa target;			
1.5 Due Diligence	Capacità del management di ricercare i migliori professionisti per l'elaborazione del documento e abilità nel valutare, al contempo, l'effettiva fattibilità delle azioni da intraprendere per lo sviluppo/ il rilancio dell'impresa;	In tutte le sotto-fasi dell'acquisizione risulta necessario un supporto finanziario consistente, proprio o di istituti di credito, affinché ci siano garanzie per le parti durante la trattativa;		
1.6 Closing	Abilità nello stipulare un contratto di cessione il più completo e vantaggioso possibile con la precedente proprietà;			
2.VALUTAZIONE	Devono essere presi in considerazione i vari metodi di valutazione e deve essere individuato quello più adatto per pervenire a una valutazione coerente e vantaggiosa;	Non rilevante;		
3.GESTIONE OPERATIVA	Il management deve essere capace di individuare la strada migliore per lo sviluppo/il rilancio dell'impresa target;	La parte finanziaria deve consentire di poter scegliere il percorso di sviluppo/rilancio più adatto per l'impresa, favorendolo e non		

		limitandolo; fondamentale è l'equilibrio finanziario.		
4.EXIT	Il management del fondo deve individuare il partner migliore a cui cedere le quote e riuscire a massimizzare le condizioni di cessione per ottenere il più alto IRR possibile al fondo.	La parte finanziaria deve fornire le garanzie alle parti affinché non si presentino complicazioni nella compravendita delle quote;		

Fonte: elaborazione propria

FATTORI DI SUCCESSO DI UN'OPERAZIONE DI INVESTIMENTO SECONDO LA DOTTRINA				
	Apporto Management	Apporto Finanziario	Apporto Timing	Autore/i
	Manager con storie di successo ottengono più capitale nei propri fondi e performance migliori nel tempo.	-	Investimenti effettuati in tempi di boom economico hanno performance peggiori di quelli effettuati in recessione.	Kaplan, Schoar, 2005
	Un track-record positivo crea condizioni favorevoli alla buona riuscita di un nuovo investimento; attenzione ai cambi generazionali.	-	-	DeMaria, 2010

-	-	La maggiore presenza di capitali da investire in periodi economici favorevoli crea più competizione e un calo delle performance.	Gompers, Lerner, 1998 ; Fenn, 1995
Coinvolgimento delle giuste figure professionali nel deal; aumento incentivi per performance di lungo periodo tramite stock options.	Debito come leva per pressione al management; costo inferiore del debito rispetto al capitale MA rischio financial distress.	-	Kaplan, Stroemberg, 2009
-	Ricerca di una struttura ottimale di finanziamento ex ante e ex post del deal.	Vedi Kaplan e Schoar 2005	Axelson, Stroemberg, Weisbach, 2007
-	Più capitale raccolto dagli investitori e minore capitale finanziato dalle banche genera performance peggiori.	-	Harris, Jenkinson, Kaplan, 2013
-	Uso maggiore della leva per	Capacità di individuare il	Appelbaum, Batt, 2014

		diminuire i costi di finanziamento MA rischio di financial distress.	giusto momento per investire in un settore in crescita.	
	Il management di un fondo di PE è efficiente ed efficace se ha la capacità di saper allineare gli interessi degli stakeholder e un adeguato monitoring.	Non esiste evidenza di maggiori default se la leva finanziaria è alta;	-	Baker, 2015

Fonte: elaborazione propria

4 IL CASO DUCATI – INVESTINDUSTRIAL

Un caso emblematico che in molti ritengono essere un indubbio successo, sia per il ritorno economico realizzato sia per l'importanza dell'immagine di questa impresa, è quello che ha visto la SGR “Investindustrial” rilevare le quote della società “Ducati” tramite i fondi “Investindustrial LP III” e “Investindustrial LP IV”. Questo deal narra una storia tutta italiana, con la società di Borgo Panigale, emiliana, acquisita da un fondo guidato dall'investitore Andrea Bonomi e dal suo team operante nel sud Europa. Proprio perché calato in una realtà ben nota e perciò più semplice da comprendere, al fine di confrontare la pratica con la teoria precedentemente analizzata e valutarne gli aspetti concordi e discordi, verranno di seguito analizzate le caratteristiche del deal successivamente a una breve digressione sulla storia dei player.

4.1 IL DEAL

4.1.1 Background del deal

Ducati nacque nel 1926, ispirata all'inventore Guglielmo Marconi, come impresa familiare produttrice di radio. Col tempo la produzione si diversificò, e vennero sviluppati nuovi tipi di fotocamere, proiettori cinematografici e altri prodotti all'epoca all'avanguardia. Ciò portò Ducati a essere la seconda impresa manifatturiera per dimensione in Italia (Talmor, Vasvari). Durante la seconda guerra mondiale l'impresa fu costretta a modificare il tipo di produzione per supportare le attività militari, diventando mira di numerosi attacchi da parte delle Forze Alleate, fino alla completa distruzione degli stabilimenti nel 1943. La ripresa nel dopoguerra avvenne grazie alla produzione, nel 1950 del primo ciclomotore a marchio Ducati, il “Cucciolo”. La produzione di moto venne ampliata e l'impronta fu da subito quella sportiva e volta alle competizioni in pista che ancora oggi riconosciamo (sito Ducati). Seguirono anni di crisi per la famiglia e per la sua impresa che causarono il passaggio delle quote societarie prima in mano all'IRI, l'Istituto Italiano per la Ricostruzione, e in seguito, nel 1983, al gruppo Cagiva, attivo nel settore motociclistico. Nonostante un grande successo dei propri modelli, sotto la nuova proprietà Ducati soffriva ancora di una gestione a stampo prettamente familiare, con risultati deludenti in termini manageriali e finanziari. Nel 1996 intervenne perciò il gruppo di Private Equity TPG (Texas Pacific Group) acquisendo il 51% delle quote in Ducati per un equivalente di 420 milioni di dollari, di cui due terzi (circa 280 milioni) finanziati a debito, e completando l'acquisizione della totalità della società nel 1998. Nel 2000, in seguito alle operazioni di ristrutturazione del nuovo CEO Federico Minoli, il 70% delle quote venne messo sul mercato e TPG ne mantenne il restante 30%. Subito dopo questa operazione, considerata un

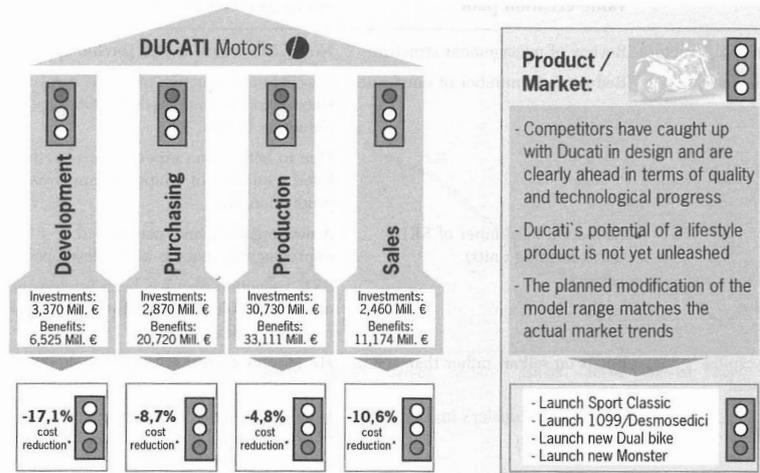
successo all'epoca, si evidenziarono delle crepe nella gestione, sia dal punto di vista manageriale (venne creato un solo nuovo modello di motociclo negli anni di controllo di TPG, la 999, risultata essere un flop) che finanziario.

4.1.2 L'ingresso di Investindustrial in Ducati

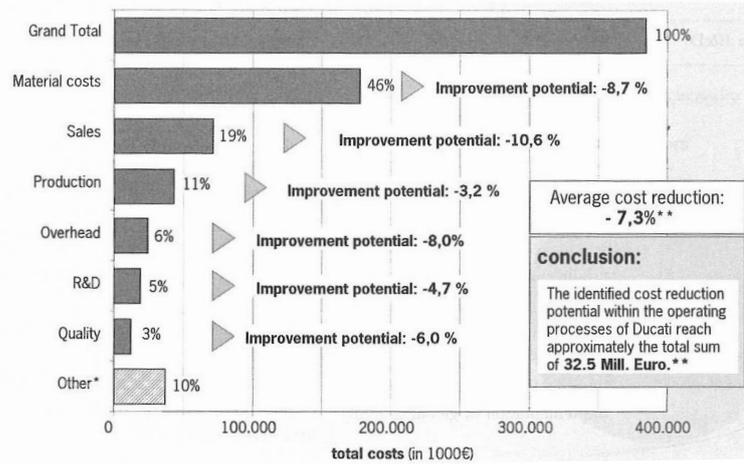
L'intervento di Investindustrial fu graduale. Infatti, in un primo momento, Bonomi, a cui le banche di investimento preoccupate di non vedere i propri prestiti ripagati da TPG avevano chiesto di intervenire, non era attratto completamente dal deal. Le sue preoccupazioni erano principalmente dovute al fatto che TPG aveva già sfruttato, tramite la quotazione, il potenziale di turnaround della società, inoltre, comprare una quota di un'impresa quotata nel mercato dei capitali, avrebbe limitato le possibilità di riposizionamento, e, terzo, gli investitori del fondo avrebbero potuto considerare da soli l'investimento diretto in Ducati grazie alle azioni quotate. Ciò che fece cambiare idea a Bonomi fu una cena con l'AD Minoli che, nonostante l'evidente stato di crisi della società da lui gestita, parlò incessantemente di competizioni in cui erano presenti delle moto Ducati e dell'apparizione di queste in numerosi film. Ciò portò Bonomi a pensare che lo stato negativo in cui versava la Casa di Borgo Panigale fosse dovuto ad un problema di leadership e che forse un'opportunità di guadagno effettivamente si sarebbe potuta aprire. Ottenuta l'esclusiva da TPG, Investindustrial cominciò l'attività di valutazione di Ducati: l'essere quotata e godere del supporto di un fondo di PE così importante, furono i motivi principali per cui i conti risultarono essere complessivamente in ordine. Con dei fondamentali importanti Bonomi intuì che un cambio di rotta operativo ed un rilancio del core business aziendale avrebbero potuto portare ad un'operazione di successo.

La due diligence venne svolta da "Porsche Consulting", società leader nella consulenza per l'automotive in Europa, a cui venne affidata l'ideazione di un piano di turnaround. Gli obiettivi erano la creazione di nuovi modelli premium per il riposizionamento del marchio e un miglioramento dell'efficienza in ogni area dell'azienda. Questi grafici riassumono il lavoro di Porsche Consulting.

2005 DUE DILIGENCE: STRONG POTENTIAL IMPROVEMENT IN ALL AREAS



Potential effect on Ducati's cost structure over the next 3 years



Fonte: Talmor, Vasvari, 2011

Nel marzo del 2006 fu completato il deal, con l'acquisizione da parte di Investindustrial delle quote di TPG, il 29,9% di Ducati, per un totale di 74.5 milioni di euro. Ciò permise di detenere la maggioranza nel CdA, senza però dover lanciare un'OPA. Considerando il debito di Ducati, all'epoca di 137 milioni di euro, la transazione fu calcolata su un enterprise value (EV) di 306 milioni, 2 volte le previsioni di vendita per il 2006 e 22,1 volte la previsione dell'EBITDA 2006 (24.8 volte quello del 2005). Nonostante possa sembrare un alto prezzo di acquisizione, Investindustrial non considerava attendibili le performance dell'epoca, aspettandosi di triplicare l'EBITDA nel giro di pochi anni. Prefiggendosi di ripagare l'intero debito e aspettandosi una recupero sul multiplo d'entrata a 8 volte il futuro EBITDA, l'investimento avrebbe generato ritorni per gli investitori pari a 2,5 volte il capitale impiegato.

4.1.3 Miglioramenti operativi

Una volta ottenuto il controllo della società, il nuovo management di Ducati considerò immediatamente le opportunità proposte dalla due diligence. Vennero intraprese scelte di struttura organizzativa, partendo dalla nomina di un nuovo CEO, Gabriele Del Torchio, per poi passare ad un efficientamento della struttura dei costi, riducendo il numero di impiegati e di SKU (stock-keeping units) ovvero le unità prodotte realizzate. Si decise di aumentare il peso specifico dell'area Ricerca e Sviluppo, favorendo il passaggio di tecnologia dalla MotoGP (reparto gare) ai nuovi modelli prodotti, che andarono a sostituire la gamma precedente; i modelli a basso margine vennero eliminati e vennero stipulati nuovi accordi con fornitori con costi di produzione inferiori.

Tutti questi miglioramenti diedero in breve tempo i frutti sperati: i guadagni nel 2007 aumentarono del 30% rispetto all'anno precedente toccando quota 398 milioni di euro, in larga parte grazie ai nuovi modelli posti in punti prezzo più alti, le cui vendite si attestarono a 40.000 unità, record storico dell'impresa. Determinante fu inoltre l'efficientamento della produzione che permise di passare da tempi di consegna di 18 mesi a soli 40 giorni.

4.1.4 Primi successi e delisting

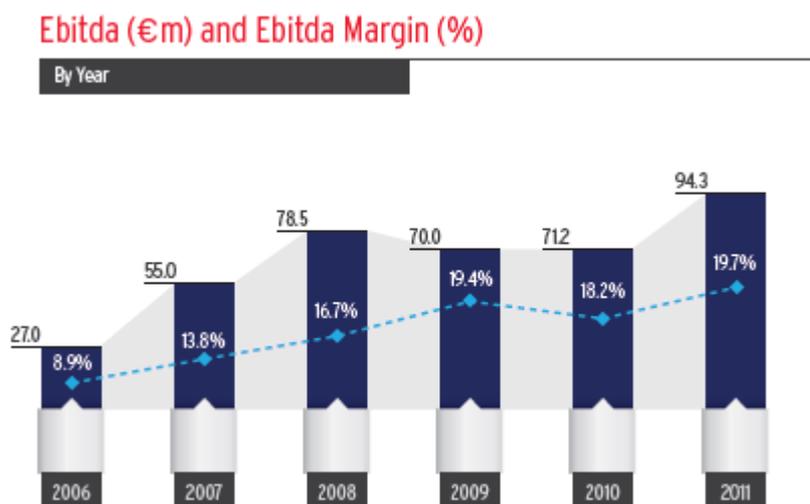
I risultati ottenuti in termini di aumento delle vendite e dei guadagni ebbero effetto sui dati di bilancio e, 1 anno e mezzo dopo l'investimento, i ritorni per il fondo erano già stimati al 118% (Talmor, Vasvari, 2011).

Alla fine del 2007 si verificarono inaspettate e repentine oscillazioni nel prezzo delle azioni quotate di Ducati. Il management sospettò sin dal principio un tentativo di hostile takeover – la pratica di acquistare numerose azioni sul mercato dei capitali al fine di ottenere la quota di maggioranza nell'impresa – e nel frattempo un altro player industriale aveva chiesto informazioni per acquisire le quote di Investindustrial nella Casa di Borgo Panigale. Una cessione, seppur dopo un periodo così breve, avrebbe comunque consentito al fondo di ottenere un alto IRR, considerato che il denaro degli investitori era già stato restituito tramite una ricapitalizzazione del veicolo di Investindustrial. Dall'altro lato però era forte l'interesse a vedere l'intera società in mano al fondo, ma fino a quel momento non si era discusso di questa opzione viste le numerose operazioni di turnaround intraprese. Alla fine del 2007 si abbatté, inoltre, la crisi economica sul mercato dei capitali: nei precedenti 3 mesi S&P era calato di 15 punti percentuali. Nel gennaio del 2008 il petrolio aveva superato la soglia psicologica di 100\$ al barile, causando un ulteriore ribasso nei prezzi azionari, che sembravano poter fornire un rendimento inferiore alle commodities.

Qualsiasi decisione avrebbe potuto portare vantaggi: da un lato un exit avrebbe fornito un alto ritorno per il fondo, ma si sarebbero perse ulteriori possibilità di crescita che un'OPA avrebbe garantito, ad un prezzo oltretutto non troppo alto viste le condizioni turbolente della Borsa.

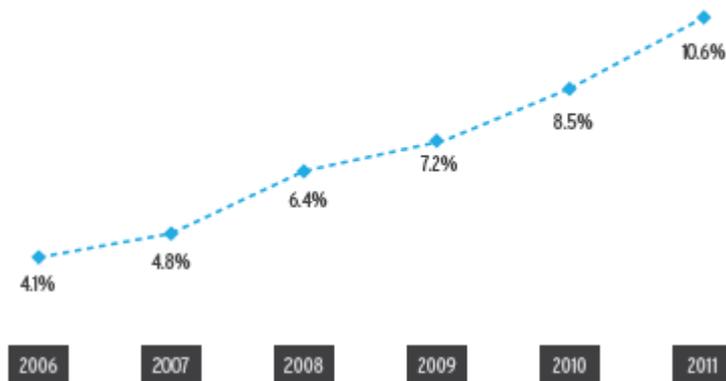
Il Sole 24 Ore spiega come l'OPA fu finalizzata nel febbraio 2008: il pagamento per ogni azione fu di 1.7€ per 230 milioni di azioni trattate sul mercato dei capitali. Il premio per l'acquisto si attestò a circa il 25%. Controvalore totale dell'operazione: 390 milioni di euro, finanziati per 275 a debito grazie al syndacated loan con a capo la Banca Intesa Sanpaolo. L'unica preoccupazione di Bonomi consisteva nel conflitto di interessi che si sarebbe creato, considerato il fatto che l'investimento sarebbe stato intrapreso dal nuovo fondo di Investindustrial; ciò avrebbe creato una sorta di doppio investimento nella società.

4.1.5 Ulteriori sviluppi e exit



Fonte: Case Study Ducati, investindustrial.com

Ducati Global Market Share (%) (Sport performance motorcycles)



Fonte: Case Study Ducati, investindustrial.com

Nonostante la crisi che si abbattava sull'economia globale, Ducati fu in grado di mantenere costante il livello di vendite, nonché di aumentare il suo EBITDA negli anni. Questo risultato di rilievo fu ottenuto in larga parte grazie all'aumento delle quote di vendita globali, con picchi in Cina, Brasile ed India, e l'apertura di uno stabilimento in Thailandia; nonostante un decremento del 10% del numero totale delle vendite di motocicli nel mondo negli anni post crisi, Ducati fu in grado di essere leader e di migliorarsi grazie alla continua produzione di nuovi e performanti modelli.

Da evidenziare inoltre il dato del margine percentuale dell'EBITDA, passato da 9% al momento dell'ingresso del fondo di Bonomi al quasi 20% al momento dell'exit e l'aumento dell'EBIT, da 5 a 51 milioni di euro nel giro di 5 anni. L'exit avvenne nel 2012 e l'acquirente della società fu Audi, controllata del gruppo Volkswagen. La Casa tedesca mise sul piatto 860 milioni di euro per chiudere il deal, consistente nella cessione del 70% delle quote della società (il restante 30 era già passato in mano a fondi americani). Ciò portò dall'acquisto del 2006 di Investindustrial della prima parte dell'impresa (30% delle quote), dalla valutazione di 306 milioni di euro dell'intera società a una di 1.2 miliardi circa nel 2012. Bonomi scelse di vendere le proprie quote probabilmente nel momento più opportuno: Ducati non era mai stata così performante, le vendite erano ai massimi storici e anche il reparto gare godeva di un'alta visibilità grazie alle vittorie del pilota Casey Stoner e il nuovo arrivo di Valentino Rossi nella Casa di Borgo Panigale.

4.2 ANALISI DEL DEAL E DEL SUO SUCCESSO

Questa operazione di investimento aiuta a dimostrare alcuni punti messi in evidenza dalla teoria, mentre instilla qualche incertezza su altri. Premesso che si tratta di un'operazione di Private

Equity vera e propria, è da evidenziare però il fatto che non si sta considerando un buy out diretto, bensì un'acquisizione secondaria di quote da un altro fondo prima e dal mercato poi; questo caso è stato scelto per due motivi principali: il primo è l'indubbio successo per il fondo e per gli investitori, ma anche per tutti gli stakeholder dell'impresa che hanno visto diventare grande un'azienda che, ed ecco il secondo motivo, era da sempre stata un piccolo gioiello per quanto riguardava la tecnologia impiegata sui propri motocicli, ma quasi un fallimento dal punto di vista manageriale e finanziario. Persino un grande fondo internazionale come il Texas Pacific Group, dopo un primo momento di illusione, si era ritrovato messo spalle al muro dalle banche che lo avevano finanziato; la bravura del team di Investindustrial, e in particolare del CEO Bonomi, è stata quella di capire le potenzialità e i difetti che sarebbero stati correggibili per ottenere un ritorno invidiabile. Si andranno in seguito ad approfondire e confrontare con la teoria le tre categorie di fattori che hanno influenzato deal.

4.2.1 Il fattore manageriale

L'aspetto manageriale è stato probabilmente quello caratterizzante in misura maggiore questa operazione finanziaria. Non soltanto le operazioni turnaround, proposte da un'agenzia di consulenza e implementate dal management, sono state determinanti per il rilancio dell'impresa, ma anche tutte le altre decisioni, dalla scelta di intraprendere l'investimento a quella del giusto momento per l'exit, si sono rivelate essere precise e lungimiranti.

Di primo piano è risultata l'esperienza di Andrea Bonomi, CEO e fondatore di Investindustrial. La sua carriera come direttore del fondo narra un successo invidiabile. Laureatosi a New York il suo curriculum può vantare posizioni di rilievo in banche di investimento e fondi di investimento, fino alla fondazione del proprio fondo "Investindustrial" nel 1990. Al momento dell'exit da Ducati il suo gruppo poteva vantare oltre 2 miliardi di fondi raccolti presso gli investitori per un totale di quattro fondi gestiti. Gli investimenti totali, dismessi e in portafoglio erano 44 con un gruppo di oltre 50 esperti manager a supportare le attività di acquisizione e gestione degli investimenti. Un focus di lungo periodo e un approccio mirato all'aspetto industriale avevano reso in due decenni Investindustrial un leader nei fondi di PE nel sud Europa. Nel 2010 il fondo poteva vantare un totale di 28 exit con un IRR medio del 39%, con un solo write-off; "The firm had built a successful and consistent track-record through a focused investment strategy and by maintaining a moderate debt level...as a cushion against significant changes in the marketplace" (Talmor, Vasvari, p.550).

Degni di nota sono stati inoltre gli apporti nella società di due figure con molta esperienza nel ramo finanziario (Dante Razzano) e manageriale (Gabriele Del Torchio). La combinazione di una grande abilità ed esperienza dei manager, che da un lato hanno ridotto l'indebitamento di

Ducati e dall'altro hanno sviluppato il business della società, creando 17 nuovi modelli e investendo grosse somme in R&D, tagliando costi e sviluppando il business estero, hanno fornito i giusti mezzi a Ducati per diventare grande. Gabriele Del Torchio ha dichiarato: "The combination of a great brand such as Ducati and a reliable industrial and financial partner such as Investindustrial, has allowed the company to become an undisputed leader in the motorbike industry" (Case Study Investindustrial, p.1). Di seguito si confronteranno le teorie sul management e il caso Ducati.

Teoria Management	Evidenza del caso	Checkbox (la teoria è confermata?)	
		YES	NO
Manager con storie di successo ottengono più capitale nei propri fondi e performance migliori nel tempo.	Il successo indubbio dei deal intrapresi da Investindustrial e dal suo fondatore e CEO Bonomi testimoniano che anche nel caso di Ducati il trend positivo si è confermato. Il capitale ottenuto nel quarto fondo di Bonomi è risultato essere il doppio rispetto al terzo (quello usato per il primo investimento in Ducati). Vedi tabelle sotto.	X	
Un track-record positivo crea condizioni favorevoli alla buona riuscita di un nuovo investimento.	Il track-record di Investindustrial ha creato presupposti favorevoli per la riuscita dell'investimento favorendo l'incontro con TPG e dando l'esclusiva a Bonomi per trattare; ha inoltre dato vantaggi nei rapporti con le banche per l'affidabilità garantita dal fondo e infine la capacità di vendere a un partner industriale come Audi.	X	
I cambi generazionali possono essere condizione di crisi per la SGR.	Nessun dato disponibile a riguardo nel caso pratico.	?	?

Coinvolgimento delle giuste figure professionali nel deal.	Bonomi è riuscito a inserire le figure di Razzano e Del Torchio ai vertici aziendali, manager dotati di grande professionalità ed esperienza.	X	
Aumento incentivi per performance di lungo periodo tramite stock options.	Nessuna informazione è disponibile per eventuali stock options fornite ai manager.	?	?
Il management di un fondo di PE è efficiente ed efficace se ha la capacità di saper allineare gli interessi degli stakeholder e un adeguato monitoring.	Il management di Ducati è stato capace, anche passando per dei tagli al personale inizialmente, di saper generare con il tempo un vantaggio per tutte le parti, dagli investitori ai nuovi dipendenti assunti col passare del tempo, dai finanziatori a tutto l'indotto del settore. La supervisione del deal, nonostante non si possedano informazioni a riguardo, probabilmente è risultata maggiore di quella che un fondo come TPG, di dimensioni molto più grandi, poteva fornire	X	

Fonte: elaborazione propria

EVOLUZIONE DI INVESTINDUSTRIAL 1990-2010			
Programma di investimento	Nome fondo	Periodo di investimento	Dimensione del fondo (milioni di €)
Primo	Evergreen	1992-1999	185
Secondo	Investindustrial Fund LP	2000-2005	323
Terzo	Investindustrial Fund III LP	2005-2008	600
Quarto	Investindustrial Fund IV LP	2008-2010	1000

Fonte: elaborazione propria dei dati presenti su Talmor, Vasvari, 2011

INVESTMENT PORTFOLIO OF INVESTINDUSTRIAL



Fonte: Talmor, Vasvari, 2011

4.2.2 Il fattore finanziario

La componente finanziaria dell'operazione probabilmente passa in secondo piano rispetto al tipo di gestione manageriale oculata emersa dal caso. Ma non è da sottovalutare l'importanza di alcune scelte di natura economico-finanziaria considerate dal team di gestione e investimento; esse infatti hanno contribuito tanto quanto le operazioni strategiche a favorire il successo del deal.

Possiamo suddividere la parte finanziaria in due momenti: quella dell'acquisizione del 30% delle quote da TPG e la parte del delisting, con il restante 70% rilevato tramite un'OPA sul mercato dei capitali.

Per acquisire la prima partecipazione in Ducati, Investindustrial è stata spinta anche dalle banche che avevano finanziato con 280 milioni di dollari TPG e che temevano, vista la cattiva piega che aveva preso la gestione, di non poter vedere il loro credito ripagato. Investindustrial infatti era stata considerata, sin dalla sua fondazione, sinonimo di affidabilità creditizia, tanto che, come Talmor e Vasvari (2011) analizzano, nei suoi investimenti il livello di leva era solitamente inferiore a 3 volte l'EBITDA dell'impresa acquisita. Nell'acquisire le quote, Bonomi non solo decise di ricorrere unicamente a capitale proprio del fondo (e quindi degli investitori), ma decise di impegnarsi a ridurre nel tempo il debito di Ducati. Ciò sia per venire incontro alle esigenze delle banche, sia per creare valore grazie alla riduzione del debito per un'eventuale dismissione dell'investimento. Come è possibile constatare dai bilanci, il debito di medio-lungo termine verso le banche dall'anno 2006 al 2007 passò da circa 126 milioni a 105. Considerato un EBITDA al momento dell'ingresso di Investindustrial di 27 milioni di euro, il rapporto si attestava a 4.6; dopo un solo anno di gestione, con l'EBITDA a quota 55

milioni di euro e il debito ridotto di 20 milioni il rapporto si era già stabilizzato a 1.9. Nella prima parte di gestione l'obiettivo di risanare i conti e dare stabilità poteva dirsi riuscito. Con l'acquisizione sul mercato della totalità delle quote il ricorso alla leva si presentò quasi necessario, sia per ridurre il rischio in capo al fondo sia per ottenere più ritorni economici grazie alla deducibilità degli interessi. Il rapporto fra debito e capitale nell'OPA si attestò a 2.4. I dettagli del finanziamento sindacato guidato da Intesa Sanpaolo sono visibili nella tabella sottostante.

FINANZIAMENTO SINDACATO PER OPA DI DUCATI (FEBB.2008)		
Pacchetto di debito	Ammontare (milioni di €)	Durata
“Loan A”	100	7 anni
“Loan B”	70	8 anni
“Loan C”	70	9 anni
Debito “mezzanine”	35	10 anni
Totale debito	275	
Debito / EV post operazione		0.36
COVENANTS	Debito Senior / EBITDA	EBITDA / interessi da pagare
Limite	4.00x	3.1x

Fonte: elaborazione propria dei dati presenti su Talmor, Vasvari, 2011

Come si può notare vi erano anche dei “covenants”, consistenti in dei rapporti limite ai quali Ducati doveva attenersi. Comunque il rapporto fra debito e EV si manteneva adeguato, attestandosi a 0.36. Il ricorso alla leva quindi, seppur impiegata, si manteneva nel complesso basso.

Teoria Finanza	Evidenza del caso	Checkbox (la teoria è confermata?)	
		YES	NO
Debito come leva per pressione al management;	Nel caso di Ducati non risulta un uso del debito a scopo di influenzare il management; le cause sono da ricercare probabilmente nell'importanza della riuscita del deal per i manager per la loro reputazione e il guadagno personale.		X

Ricerca di una struttura ottimale di finanziamento ex ante e ex post del deal.	Seppur non come prevista dal modello teorico, si può intravedere un primo finanziamento del deal “ex ante” (acquisizione del 30% delle quote) e, una volta appurato il potenziale, del restante 70% “ex post”.	X	
Più capitale raccolto dagli investitori e minore capitale finanziato dalle banche genera performance peggiori.	Il caso dimostra esattamente il contrario per quanto riguarda la prima parte dell’operazione: il capitale usato per l’acquisizione delle quote era totalmente degli investitori e non erano stati erogati finanziamenti da banche. Nonostante ciò la performance fu positiva.		X
Uso della leva per diminuire i costi di finanziamento MA rischio di financial distress.	Nei propri investimenti Investindustrial considera più i rischi connessi all’indebitamento che i guadagni economici che vi possono derivare.	?	?
Non esiste evidenza di maggiori default se la leva finanziaria è alta;	Non è possibile confermare o negare questa teoria col caso pratico considerato.	?	?

Fonte: elaborazione propria

4.2.3 Il fattore timing

E’ indubbio che la situazione economica in cui l’operazione fu intrapresa abbia in qualche modo influenzato la riuscita del deal. Se infatti nel 2006 la crisi ancora doveva esplodere, e quindi uno spazio di manovra per il turnaround era stato possibile, già dopo un anno e mezzo Ducati dovette affrontare un momento di grande difficoltà per l’economia globale. Contrariamente però a quello che successe a molte imprese, costrette a chiudere i battenti a causa della situazione finanziaria e economica insostenibile, Ducati e Investindustrial riuscirono quasi a trarre vantaggio dalla congiuntura negativa, come testimoniano sia i dati di vendita e lo share nel mercato (addirittura in aumento durante gli anni della crisi) che quelli finanziari (con un

EBITDA costante). Investindustrial inoltre, come già richiamato, seppe approfittare della turbolenza nei mercati per acquisire il mancante 70% delle azioni a prezzi favorevoli.

La capacità di Bonomi e del suo team fu quindi non solo quella di intravedere le incredibili possibilità di sviluppo del business di Ducati, ma anche quella di sapersi adattare al cambio dell'ambiente in cui stava operando, andando oltre alle difficoltà che sarebbero potute presentarsi grazie a un piano di sviluppo con ottime fondamenta e una struttura finanziaria solida.

Apporto Timing	Evidenza del caso	Checkbox (la teoria è confermata?)	
		YES	NO
Investimenti effettuati in tempi di boom economico hanno performance peggiori di quelli effettuati in recessione.	L'evidenza del caso non prova del tutto la teoria: se infatti l'investimento effettuato acquisendo le azioni quotate in tempo di piena crisi ha fornito un ritorno (acquisizione a bassi prezzi), altrettanto si può dire del primo investimento del 2006, effettuato in tempi di boom, ma che ha fornito altissimi ritorni in un tempo breve.	?	?
La maggiore presenza di capitali da investire in periodi economici favorevoli crea più competizione e un calo delle performance.	Non confermato: l'investimento di Investindustrial, seppur favorito da una promessa di esclusiva grazie alle conoscenze di Bonomi, è stato effettuato in tempi in cui gli investimenti di PE erano numerosi; nonostante ciò non si era verificata un'intensa competizione per accaparrarsi l'affare.		X
Capacità di individuare il giusto momento per investire in un settore in crescita.	Confermato, anzi addirittura migliorato: il management è stato in grado di adattarsi alle condizioni sfavorevoli.	X	

Fonte: elaborazione propria

4.3 COMMENTI

Il caso Ducati fornisce un utile esempio per investigare la concretezza di quanto affermato dalla dottrina. Infatti, pur consistendo in un buy out secondario, presenta molte delle caratteristiche descritte nella letteratura e si presta, con dati e testimonianze a supporto, a confermare o confutare le caratteristiche individuate dagli studiosi per pervenire a un caso di successo.

Mettendo a confronto teoria e pratica risulta evidente che, nella maggior parte dei casi, le ricerche ed i modelli portati a supporto dagli studiosi risultano fondati; in altri casi, pochi e trascurabili, le informazioni che si desumono dal caso Ducati non si prestano a pieno alla comparazione, oppure smentiscono le teorie dimostrando l'opposto, come nel caso finanziario (più capitale proprio collegato a performance negative) ed in quello della tempistica (anche se in questa occasione si potrebbe asserire che la collocazione temporale della situazione economica del periodo è complicata da valutare, considerata la crisi del 2007). Per quanto riguarda la teoria sul management la pratica, in questo caso, conferma appieno le teorie sul successo dei deal; ciò perché si presume, come già affermato precedentemente, che il successo di Ducati e Investindustrial sia dipeso in larga parte dalla grande abilità dei manager che hanno gestito queste strutture.

5 CONCLUSIONI

Il Private Equity cela luci e ombre, la cui portata è apprezzabile nei casi di successo e fallimento che l'ondata di investimenti sempre crescente porta con sé. È fondamentale, perciò, comprendere in cosa consista effettivamente il Private Equity, analizzando a tal fine i vari temi che caratterizzano questo fenomeno. L'elaborato vuole essere, pertanto, uno strumento d'aiuto per la conoscenza dell'argomento e si propone, inoltre, di offrire un approfondimento sui fattori che influenzano il successo di un'operazione di investimento.

L'overview inizia con una digressione storica, passa per la struttura e il funzionamento dell'SGR e dei fondi, prosegue con l'esame di come viene normalmente predisposta un'operazione e conclude con l'analisi degli elementi di successo della stessa.

Ciò che si evince dall'analisi di questi argomenti è come il fenomeno del Private Equity sia in costante crescita e come negli ultimi anni stia assumendo un'importanza strategica nello scenario economico nazionale e globale; è possibile constatarlo ad esempio da dati economico-finanziari, come l'aumento esponenziale degli asset globali gestiti dai fondi (circa 100 miliardi di dollari nel 1994 e 2,83 trilioni nel 2017), sia dall'aumento di controlli e direttive da parte dei regolatori quali FED negli USA, BCE in Europa, Banca d'Italia e Consob nel Belpaese, che hanno limitato e posto sotto la lente la struttura e le operazioni delle SGR.

Dall'esposizione delle caratteristiche di un investimento emerge la complessità che i numerosi operatori economici coinvolti devono affrontare in ogni momento del deal, al fine di portare a compimento un'operazione soddisfacente per tutti i player in gioco; di fondamentale importanza risultano essere ad esempio la due diligence, durante l'acquisizione, in quanto da essa si ricava il valore effettivo della società target e il potenziale da essa generabile, e il momento dell'exit, grazie al quale si ottiene il ritorno dell'investimento: deve essere gestito con professionalità dal management del fondo in quanto con esso si concretizza il ritorno misurato in IRR.

L'analisi finale vuole illustrare, con un caso pratico, le molte sfaccettature che un'operazione di investimento può manifestare, considerando i vari fattori che contribuiscono al suo successo. La dottrina individua tre macro-fattori fondamentali per la buona riuscita di un deal: il management, la parte finanziaria e il timing dell'operazione. Le teorie prese in esame pongono l'accento principalmente sull'esperienza e l'abilità del team di gestione, sull'equilibrio della struttura finanziaria e sulla capacità di individuare il potenziale sviluppo di un settore nonché sull'effetto che una determinata congiunzione economica provoca solitamente su un investimento.

Viene messa in primo piano la figura del manager, che, sia la teoria che il caso esaminato, confermano essere l'attore principale del successo di un deal. Se si verificano le condizioni favorevoli, sia finanziarie che di congiunzione economica positiva, il manager che possiede esperienza e abilità, è in grado di mostrare la "faccia sorridente" del Private Equity. Al contrario, se il management non viene supportato con strumenti adatti, oppure, peggio, risulta essere esso stesso inadatto al compito, le operazioni di Private Equity possono, purtroppo, avere esiti disastrosi.

Quindi, se è pur vero che le qualità del management sono, a mio avviso, fondamentali per la riuscita di un deal, nondimeno tali capacità personali devono essere supportate da un'oculata gestione della finanza, e dal controllo delle situazioni economiche specifiche e generali, anche contingenti, in cui nasce e si sviluppa l'operazione.

BIBLIOGRAFIA

ACHARYA, V., KEHOE, C., REYNER, M., 2009. Private Equity vs PLC Boards in the U.K.: A Comparison of Practices and Effectiveness. *In*: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. *Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, pp.25-26

AKERLOF, G.A., ROMER, P.M., 1993. Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity* [online], Vol. 2:1993. Disponibile su < <http://pages.stern.nyu.edu/~promer/Looting.pdf> > [Data di accesso: 03/09/2018]

APPELBAUM, E., BATT, R., 2014. *Private Equity at Work*. 1a ed. New York: Russel Sage Foundation.

AXELSON, U., STROEMBERG, P., WEISBACH, M.S., 2009. Why are Buyouts Levered: the Financial Structure of Private Equity Funds. *Journal of Finance* [online], Vol. LXIV no. 4, pp.1549-1552 e 1570-1574. Disponibile su < http://personal.lse.ac.uk/axelson/ulf_files/ASWfinal.pdf > [Data di accesso: 03/09/2018]

BAIN & CO., 2018. *Global Private Equity Report 2018*. Boston: Bain & Company Inc. [online] Disponibile su < <https://go.bain.com/global-private-equity-report-2018.html> > [Ultimo accesso: 03/09/2018]

BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. *Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press.

CORNELLI, F., KARAKAŞ, O., 2012. Corporate Governance of LBOs: The Role of Boards. *In*: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. *Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, pp 25-26

DEMARIA, C., 2010. *Introduction to Private Equity*. 1a ed. Chichester: Wiley.

DUCATI, 2007. *Report Annuale e Bilancio Consolidato 31 Dicembre 2006*. [online] Disponibile su < <https://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnw%2F25842.pdf> > [Data di accesso: 03/09/2018]

DUCATI, 2013. *Case Study Ducati* [online]. Disponibile su < <http://www.investindustrial.com/our-business/portfolio-overview/prior-investments/Ducati.html> > [Data di accesso: 03/09/2018]

EDMANS, A., 2011. Short-Term Termination Without Deterring Long-Term Investment: A Theory of Debt and Buyouts. *In: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, p.27

FENN, G.W., LIANG, N., PROWSE, S., 1995. *The Economics of the Private Equity Market*. Staff Studies series, Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.

GOMPERS, P., LERNER, J., 1998. Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations. *The Journal of Financial Economics* [online], Vol. 55 (2000), pp. 281-325. Disponibile su < <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/MoneyChasingDeals.pdf> > [Data di accesso: 03/09/2018]

HARFORD, J., KOLASINSKI, A., 2014. Do Private Equity Returns Result From Wealth Transfers or Short-termism? Evidence from a Comprehensive Sample of Large Buyouts. *In: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, p.27

HARRIS, R.S., JENKINSON, T., KAPLAN, S.N., 2013. Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance* [online], Vol.69, issue 5, pp. 1851-1882. Disponibile su: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1932316 > [Data di accesso: 03/09/2018]

JENSEN, M.C., 1989. Eclipse of the Public Corporation. *In: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, pp. 25-26

KAPLAN, S.N., SCHOAR A., 2005. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance* [online], Vol. LX, no.4., pp.1791-1823. Disponibile su < <https://pdfs.semanticscholar.org/b98e/9bb439d621e1c4d1196c8906d82c568524a2.pdf> > [Data di accesso: 03/09/2018]

KAPLAN, S.N., STROEMBERG, P., 2009. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives* [online], vol. 23 no.1, 121-146. Disponibile su < <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121> > [Data di accesso: 03/09/2018]

KPMG, AIFI, 2018. *Sustainable Returns Italian Private Equity and Venture Capital Market: 2017 performance* [online]. (s.l.), (s.n.). Disponibile su < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/06/Rapporto-KPMG-AIFI-Sustainable>Returns.pdf> > [Data di accesso: 03/09/2018]

MACCAGNANI CASTELLI, L., GUZZO, G., 2016. *Il Ruolo dell'Advisor nelle Operazioni Straordinarie Strutturate con Investitori Finanziari di Private Equity*. (s.l.), (s.n.).

PREQIN, 2018. *Preqin Global Private Equity and Venture Capital Report 2018. Sample Pages* [online]. (s.l.), (s.n.). Disponibile su < <http://docs.preqin.com/reports/2018-Preqin-Global-Private-Equity-Report-Sample-Pages.pdf> >. [Data di accesso: 28/08/2018]

PwC, 2018. *Private Equity Trend Report 2018. The Coming of Age*. (s.l.): PricewaterhouseCoopers [online]. Disponibile su < <https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf> > [Data di accesso: 28/08/2018]

TALMOR E., VASVARI F. 2011. *International Private Equity*. 1a ed. Chichester (UK): Wiley.

WILSON, WRIGHT, 2013. Private Equity, Buy-outs and Insolvency Risk. *In: BAKER, H.K., FILBECK, G., KIYMAZ, H., 2015. Private Equity Opportunities and Risks*. 1a ed. New York: Oxford University Press, p.26

SITOGRAFIA

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/clausola-earn-out.html> [ultimo accesso: 28/08/18, 12.44]

www.investindustrial.com/our-business/portfolio-overview/prior-investments/Ducati.html
[ultimo accesso: 28/08/18, 12.45]

http://www.repubblica.it/economia/2012/04/18/news/ducati_passa_ai_tedeschi_bonomi_vende_all_audi-33538362/ [ultimo accesso: 28/08/18, 12.45]

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/02/Ducati-Opa-Investindustrial.shtml?uuid=fa2bd126-defc-11dc-b636-0000e251029&DocRulesView=Libero&correlato> [ultimo accesso: 28/08/18, 12.46]

<https://www.datocms-assets.com/45/1459519385-GuidaMAComevalutareacquistarecedereazienda.pdf?ixlib=rb-1.1.0> [ultimo accesso: 28/08/18, 12.47]

<https://www.investeurope.eu/about-private-equity/> [ultimo accesso: 28/08/18, 12.47]

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/private-equity.html> [ultimo accesso: 28/08/18, 12.50]