

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE E
STUDI INTERNAZIONALI

Corso di laurea *Triennale* in Diritto dell'economia



Il Private Equity: acceleratore dello sviluppo di
impresa. Il caso Gradiente SGR.

Relatore: Prof. ELENA BONEL

Laureanda: MARYAM ASABBANE

matricola N. 2019533

A.A. 2023/2024

*“Au milieu de l’hiver, j’apprenais enfin
qu’il y avait en moi un été invincible.”*

“Nel bel mezzo dell’inverno, ho scoperto
che vi era in me un’invincibile estate.”

Albert Camus. *L’Été.*

INDICE

CAPITOLO I: INTRODUZIONE	7
1. ASPETTI DEFINITORI	
1.1. Private equity e venture capital	10
1.2. Le diverse tipologie di private equity	11
1.3. Private equity e public equity	13
1.4. Capitale di rischio e debito tradizionale a confronto	15
2. ORIGINE ED EVOLUZIONE DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY: USA, EUROPA, ITALIA	18
3. IL MERCATO DI PE	
3.1. Italia	23
3.2. Europa	28
CAPITOLO II: I SOGGETTI DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY	
1. GLI ATTORI	
1.1. Le PMI	33
1.2. Gli operatori	37
2. I BENEFICI E LE CRITICITA' DELL'APPORTO DI CAPITALE DI RISCHIO	
2.1. Benefici	40
2.2. Criticità	43
CAPITOLO III: LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY	
1. LE FASI DELLE OPERAZIONI DI PE	
1.1. <i>Fund raising</i>	45
1.2. Investimento	47
1.3. Disinvestimento	50
2. I METODI DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA TARGET	52
2.1. Metodo del <i>Discounted Cash Flow</i>	53
2.2. Metodo dei multipli	59
2.3. <i>Venture Capital Method</i>	62
CAPITOLO IV: Intervista a un Private Equity: GRADIENTE SGR	65

CAPITOLO I: INTRODUZIONE

Storicamente, per quanto concerne i sistemi di finanziamento delle imprese, il nostro paese risulta strutturalmente svantaggiato rispetto ai maggiori *competitors* europei, nonché globali. Questo viene confermato più volte, giacché ci siamo trovati ad affrontare eventi patologici rilevanti (ne è un esempio il *credit crunch* innescato dalla grande recessione del 2008) con fondamentali di finanza aziendale piuttosto fragili e, soprattutto, con una stretta dipendenza dal sistema bancario e senza diversificazione delle alternative di finanziamento, il che si traduce in un carico massimo di instabilità potenziale. (Visco I., 2019)

Si tratta, per di più, di un modello di finanziamento pro-ciclico, predisposto ad ampliare l'offerta nelle fasi cicliche positive e a limitarla in quelle negative, mediante l'aumento del costo del debito in funzione del rischio e la riduzione dell'offerta. Pertanto, questo modello non risulta adatto a sostenere lo sviluppo a medio-lungo termine e le imprese caratterizzate da notevole innovazione, tanto per via del peso dei prestiti che grava sul passivo, quanto per le asimmetrie informative ed il ridotto spessore informativo che derivano dalla frammentazione dei fidi multipli. (Forestieri G., 2014)

Inoltre, è noto come il sistema industriale italiano sia composto da una quantità modesta di aziende di dimensioni grandi e medio-grandi, con una spina dorsale di piccole e medie imprese. (OCSE, 2014). Questo rappresenta una criticità, soprattutto se si considerano i mercati sempre più internazionalizzati che conosciamo oggi. Le piccole imprese si trovano spesso in difficoltà quando devono affrontare lo sviluppo di nuovi prodotti, il che naturalmente porta a scarsa innovazione sia nei prodotti che nei processi, nonché a maggiore difficoltà, se non impossibilità, nella competizione nel mercato globale, caratterizzato da una quasi incontrollabile concorrenza.

La difficoltà di accesso al credito che le PMI si trovano ad affrontare non è altro che un riflesso di quanto descritto sopra. Questo ostacolo porta ad un aumento della probabilità di *default* (passaggio da crisi di liquidità a rischio di insolvenza), così come ad un aumento del costo del debito ed un vincolo alla capacità di sostenere lo sviluppo dell'impresa. Tutto ciò induce inevitabilmente al peggioramento dei *rating* aziendali e provoca ulteriore scarsità di capitale per le banche, facendo crescere la probabilità di un aggravamento del decremento dell'offerta di credito, dando così origine ad un *loop* incessante. (Forestieri G., 2014)

A tal proposito, le imprese hanno dovuto cercare negli anni strumenti alternativi al tradizionale credito bancario che apportassero loro non solo capitale finanziario, bensì anche competenze e affiancamento da parte di operatori specializzati in grado di accelerare lo sviluppo di impresa e di sfruttare con maggiore efficacia il loro potenziale di crescita, fino ad incrementare la competitività dell'intero sistema economico.

Questi vengono definiti "alternativi" proprio perché si discostano dal consueto credito bancario e se ne possono identificare diversi: *Mini-bond*, *Crowdfunding*, *Direct lending*, *Invoice trading* e investimenti in capitale di rischio (*Private Equity* e *Venture Capital*). (Servidio G., Fontana A.M., 2020)

La mia analisi si concentrerà su questi ultimi, che rappresentano un segmento sempre più importante del panorama finanziario sia a livello globale che nel nostro paese. Difatti, questo è un settore in costante evoluzione, che viene sempre più scelto dalle imprese e dagli investitori che apprezzano in modo crescente la sua validità, grazie anche ai numerosi benefici che garantisce sia alle imprese che ai finanziatori. (Sottrici F., 2013) Infatti, se gli investitori sono alla disperata ricerca di alti rendimenti e di una maggiore discrezionalità nella gestione aziendale, gli imprenditori spesso necessitano, oltre all'apporto di capitale, di una presenza attiva e di competenze complementari, nonché di un *network* di contatti capace di favorire lo sviluppo dell'impresa anche al di fuori dei confini nazionali.

Tutte queste sono caratteristiche intrinseche a questa modalità di finanziamento, che consiste nell'acquisizione da parte di operatori

istituzionali di partecipazioni delle cosiddette *high growth potential firms*, ovvero quelle imprese con alto potenziale di crescita, che consentono agli investitori di realizzare un ingente *capital gain* (calcolato come la differenza tra il prezzo di cessione della partecipazione ed il costo di acquisto della stessa al momento dell'acquisizione) al momento della dismissione delle proprie partecipazioni entro un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Si tratta, tipicamente, di aziende non quotate, le quali promettono una concreta possibilità di incrementare il proprio valore intrinseco nel futuro. (Borsa Italiana)

In generale, il buon esito del *deal* è determinato dalla capacità dell'investitore di contribuire a creare valore all'interno dell'impresa, generando, così, ricchezza anche per l'intero tessuto economico ed imprenditoriale del paese. (Assolombarda, AIFI, 2008).

Gli investimenti di PE si focalizzano sull'*equity* di imprese private per cui nessun dato pubblico è disponibile; quindi, gli investitori possono anche partecipare alla strategia ed alla gestione quotidiana dell'azienda *target*. Questa partecipazione, insieme all'ammissione di un nuovo *shareholder* nel capitale sociale, genera una metamorfosi nel processo decisionale.

Si tratta di uno strumento importante poiché in grado di promuovere l'innovazione delle imprese e di stimolarne la crescita, oltre a favorire la creazione di valore.

L'attività di capitale di rischio sta assumendo sempre più un ruolo di primo piano nel sistema economico, dando continui ed importanti segnali di vivacità ed evoluzione, né è un esempio la crescita considerevole del 61% registrata nel 2022, definito come "il miglior anno di sempre". (D'Ascenzo M., 2023)

1. ASPETTI DEFINITORI

1.1. Private Equity e Venture Capital

Da un punto di vista istituzionale, il Private Equity (PE) è la fornitura di capitale e competenze gestionali date alle aziende per creare valore e, di conseguenza, generare grandi plusvalenze dopo l'affare. Di solito il periodo di detenzione di questi investimenti è definito come medio o lungo.

Il termine "private equity" fa riferimento ad investimenti in imprese che potrebbero trovarsi in qualsiasi stadio del loro ciclo di vita. Potrebbero essere nuove aziende o imprese in crisi. Nel caso in cui l'impresa *target* si trovi in uno stadio di sviluppo e nei suoi primi anni di attività, si parla di "venture capital". (Borsa Italiana)

Nella finanza moderna, essendo il VC emerso prima del resto del *private equity*, ne derivano molti termini e definizioni, anche quando questi fanno riferimento a stadi di *private equity* diversi dal VC. Ne è un esempio il termine "*venture-backed company* (VBC)", che indica un'impresa finanziata da *private equity*, indipendentemente dal tipo di *deal* che si sta concludendo e quindi dalla fase del ciclo di vita in cui questa si trova.

L'associazione italiana del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt* (AIFI) ci viene incontro definendo il *Private Equity* come «*l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine*» ed il *Venture Capital* come «*l'attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di early stage (seed e start up) e later stage venture ed expansion capital. In senso stretto si riferisce ai soli investimenti in imprese nelle prime fasi di vita (seed, start*

up e later stage).» (delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004).

Partendo dalle definizioni sopraindicate, è possibile identificare alcune caratteristiche intrinseche di queste operazioni:

- la partecipazione temporanea e dunque limitata nel tempo;
- la presenza del capitale di rischio che, come vedremo in seguito, si differenzia dal debito tradizionale;
- l'obiettivo di crescita e di aumento del valore dell'impresa;
- la possibilità di realizzare un ingente *capital gain* con il disinvestimento, derivante dalla vendita della partecipazione azionaria.
- l'apporto, da parte degli operatori, di capitale non solo finanziario. Questi, infatti, non si limitano a contribuire all'impresa con meri mezzi finanziari, ma anche e soprattutto con capitale umano, che generalmente consiste nella loro esperienza nel settore e nelle loro capacità tecniche e manageriali. In quanto operatori specializzati sono in grado di fornire supporto professionale e strategico alle imprese, tanto da migliorarne l'aspetto gestionale e competitivo. Per questo motivo i *Private Equity investors* possono essere considerati degli acceleratori dello sviluppo delle piccole e medie imprese;

1.2. Le diverse tipologie di PE

Oggi possiamo distinguere tre principali tipologie di finanziamenti in capitale di rischio in base allo stadio di sviluppo dell'impresa:

A) Per cominciare, parliamo di finanziamento all'avvio quando ci troviamo di fronte ad operazioni di *venture capital*, vale a dire quelle iniziative imprenditoriali che si trovano ancora in fase embrionale oppure alle prime fasi di avvio del progetto.

In questo caso l'imprenditore, oltre alle risorse finanziarie, necessita di forti capacità imprenditoriali, nonché di competenze aziendali e manageriali. Difatti, trattandosi di imprese nuove, è molto probabile che l'imprenditore sia alle prime armi e quindi privo di competenze utili alla gestione e allo sviluppo della sua idea.

Inoltre, ad esempio, ambiti altamente innovativi come quelli *high tech*, per via della rapida obsolescenza dei prodotti che caratterizza i settori tecnologici, richiedono competenze fortemente specializzate, che un giovane imprenditore difficilmente possiede.

Si può ulteriormente distinguere tra:

- *seed financing*, in cui l'intervento dell'investitore avviene quando esiste solo l'idea, quindi già nella fase sperimentale;
- *start up financing*, in cui ci troviamo nella fase di avvio dell'attività produttiva;
- e *first stage financing*, che vede l'avvio già completo, ma in cui la validità commerciale del prodotto deve ancora essere valutata del tutto.

B) Passiamo poi al cosiddetto finanziamento dello sviluppo, che, come si può comprendere dal nome, vede l'impresa davanti a problematiche connesse al suo sviluppo.

Quando si tratta di fasi di maturità, lo sviluppo può essere perseguito tramite l'aumento della capacità produttiva o la diversificazione diretta della stessa, parliamo quindi di sviluppo per vie interne. Si tratta invece di sviluppo per vie esterne quando l'impresa acquisisce altre aziende o rami di azienda.

Un'altra via è lo sviluppo a rete, conseguito attraverso l'integrazione con altre realtà imprenditoriali, anche se le singole unità mantengono un elevato grado di autonomia operativa.

Oltre a risolvere problematiche, questo tipo di finanziamento viene utilizzato anche per accedere alla Borsa (*Bridge Financing*), si tratta quindi di un'operazione "ponte" tra lo status di impresa a capitale chiuso e quello di società quotata.

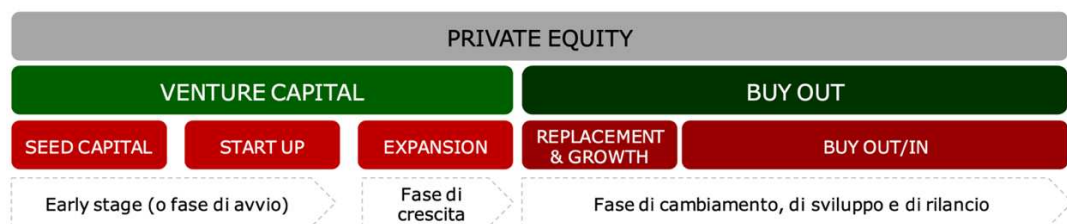
Come già accennato, ci troviamo in questi casi di fronte ad imprese mature, in stadi avanzati di sviluppo, ragion per cui le competenze degli operatori saranno principalmente di natura analitica e tecnico-finanziaria.

C) Infine, con il finanziamento del cambiamento/ripensamento si interviene su processi di cambiamento interni all'azienda, che sfociano spesso in un mutamento più o meno profondo dell'assetto proprietario della stessa. Questo in seguito ad una fase di stallo o ad eventi negativi involontari.

Ne fa parte il *replacement capital*, che si ha quando uno o più azionisti decidono di abbandonare l'attività e di cedere le proprie quote, oppure un cambio radicale di proprietà da parte dell'impresa con la volontà di liquidare la stessa cedendola in toto, per impossibilità di trovare un adeguato successore o, in alternativa, in caso di privatizzazione.

Possono verificarsi anche casi di crisi aziendale, che richiedono l'intervento di un operatore finanziario specializzato, in grado di ristrutturare imprese in perdita (*turnaround financing*).

Tali operazioni prendono parte alla macrocategoria dei *buy out*. (Gervasoni A., Sattin F. L., 2015)



Fonte: AIFI

1.3. Private equity e public equity

Il mercato degli investimenti in capitale di rischio si è evoluto molto negli ultimi decenni e, per questo motivo, non esiste una definizione unica di *private equity*.

Tuttavia, possiamo ricavare una definizione più ampia: il *private equity* non è *public equity*. Questa affermazione provocatoria vuole lasciare intendere che il *private equity* comprende quegli investimenti effettuati da un'istituzione finanziaria nel capitale di un'azienda, le cui azioni non sono quotate in borsa, in quanto si riferisce tipicamente a investimenti effettuati in attività e titoli che non sono negoziati pubblicamente.

Oltre alla destinazione del denaro (quotazione in borsa o non), il *private equity* si distingue da quello pubblico per altri cinque aspetti:

- 1) Prezzo: essendo i titoli di *public equity* apertamente negoziati, il loro prezzo è guidato dalle fluttuazioni del mercato, siano esse positive o negative. L'ammontare della partecipazione di un'impresa non quotata, invece, viene definito sulla base di negoziazioni tra chi vende e chi acquista la partecipazione stessa.
- 2) Liquidità: i titoli negoziati in borsa sono caratterizzati da un elevato livello di liquidità, mentre quelli di PE sono illiquidi. Difatti, la vendita di una partecipazione di capitale di rischio comporta l'uscita di un investitore dall'investimento e l'investitore in uscita deve trovare un nuovo potenziale acquirente.
- 3) Monitoraggio/controllo: gli investimenti in borsa sono fortemente regolati da leggi domestiche ed internazionali. Al contrario, gli investimenti in *private equity* sono tutelati da un contratto tra le parti.
- 4) Divulgazione/comunicazione: le imprese quotate hanno l'obbligo di pubblicare report annuali, semestrali e trimestrali, nonché dati sul loro futuro sviluppo ed il loro *business plan*. Oltre ai dati numerici, sono tenute a divulgare informazioni sui *trend* dell'industria, sulle scelte di gestione e sulla composizione del consiglio di amministrazione. Le imprese non quotate sono esenti da questi obblighi e sono libere di decidere quali informazioni rendere

pubbliche tramite i propri canali. Questo può costituire una posizione di vantaggio per l'investitore dopo l'acquisizione della partecipazione, ma prima dell'investimento risulta il contrario, perché dovrà eseguire un accurato processo di due *diligence* a causa della carenza di informazioni disponibili al pubblico.

- 5) Esposizione finanziaria: alla luce delle sopra citate ragioni, dunque l'impossibilità di determinare con certezza uno specifico prezzo, la difficoltà nell'*exit*, l'assenza di controllo e di dati pubblici di tipo economico e finanziario, il costo del capitale è più elevato per le imprese non quotate se comparate con imprese quotate in borsa. (Caselli S., Negri G., 2021).

	PRICING	LIQUIDITY	MONITORING	LEVEL OF DISCLOSURE	FINANCIAL EXPOSURE
PUBLIC EQUITY	MARKET	HIGH	AD HOC LAWS	NONE	LOW
PRIVATE EQUITY	NEGOTIATION	NONE	CIVIL CODE (Continental Europe countries) COMMON LAWS (Anglo-Saxon World)	HIGH	HIGH

1.4. Capitale di rischio e debito tradizionale a confronto

In aggiunta alla distinzione tra *private* e *public equity*, è utile definire le differenze tra un investimento in capitale di rischio ed il ricorso al tradizionale sistema bancario.

Per cominciare, è importante ribadire l'esistenza di una stretta relazione tra investitore ed imprenditore, caratteristica unica e non comune negli altri tipi di investimenti finanziari, dovuta indubbiamente all'interesse comune nello sviluppo dell'impresa. Difatti, l'investitore istituzionale è un socio temporaneo di medio-lungo termine che, in quanto tale, è interessato a monetizzare il proprio investimento e a realizzare un guadagno il più ingente possibile al momento della cessione della propria partecipazione. D'altro

canto, l'imprenditore ha un naturale interesse nel veder crescere la propria impresa.

Inoltre, nonostante gli investitori istituzionali forniscano capitali all'impresa *target*, il loro ruolo è molto differente rispetto a quello delle istituzioni bancarie. Vediamo di seguito le principali discrepanze tra i due canali di finanziamento:

- 1) La prima differenza si può notare nel bilancio. Le banche, infatti, sono *debtholders*, mentre i fondi di *private equity* sono *shareholders*.
- 2) Saldo capitale: ogni qualvolta una società prende in prestito del denaro da una banca, dovrà regolare questo capitale in futuro, tipicamente in una o più *tranches*, in base agli accordi. Nel contesto del PE, non c'è un prestito di capitale, poiché le risorse derivano da investitori privati, che diventano, come già accennato, *shareholders* e non *debtholders*. Dunque, negli investimenti di *private equity* non c'è un capitale da saldare.
- 3) Tassi di interesse: in aggiunta al rimborso del capitale, le imprese sono tenute a pagare periodicamente delle spese per interessi all'istituzione finanziaria, diversamente da quanto accade in un investimento in capitale di rischio, in cui è assente il pagamento dei tassi di interesse.
- 4) Coinvolgimento nel management: in caso di mutuo o prestito, le banche assegnano ai propri creditori alcune regole in termini di KPI (*key performance indicator*) da rispettare (i cosiddetti *convenants*). Questi accordi vengono stipulati per ovviare all'impossibilità della banca di influenzare le decisioni dell'impresa. Se non vengono rispettati, le banche possono revocare il prestito. L'investitore istituzionale, invece, dal momento in cui diventa *shareholder*, si trova in una posizione ben più rischiosa rispetto ad una banca, da qui l'appellativo "*residual claimant*", perché in caso di bancarotta gli azionisti non necessariamente si vedranno restituiti i capitali investiti. Dato il livello di rischio così elevato, oltre ai *convenants*, gli investitori

di *private equity* hanno il diritto di partecipare ai processi di *decision-making* dell'impresa e spesso siedono al consiglio di amministrazione o possono delegare un terzo a farlo.

- 5) Remunerazione: se le banche vengono remunerate dal pagamento dei tassi di interesse e dal saldo del capitale, nel *private equity* gli investitori vengono pagati solo nel momento in cui effettuano l'*exit* e vendono le proprie partecipazioni ad altri soggetti. Difatti la remunerazione non è altro che la differenza tra il prezzo di vendita della partecipazione e quello a cui l'hanno acquistata all'inizio del periodo di *holding*.
- 6) Effetto del costo del capitale: grazie alla maggiore dimensione di *equity* generata dopo l'entrata di un *private equity*, che rende l'impresa meno rischiosa, il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) dell'impresa diminuisce, con conseguente miglioramento dell'*Enterprise Value*. Al contrario, la presenza di indebitamento finanziario rende un'impresa più rischiosa, per questo motivo questa avrà un peggiore rating del credito, che implica un maggiore WACC ed un minore EV. (Caselli S., Negri G., 2021).

Le forme di finanziamento a confronto	
Capitale di rischio	Capitale di debito
<ul style="list-style-type: none"> • Finanziamento a medio e lungo termine • Non prevede scadenze di rimborso ed il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa • È una fonte flessibile di capitali, utile per finanziare processi di crescita • La remunerazione del capitale dipende dalla crescita di valore dell'impresa e dal suo successo • L'investitore nel capitale di rischio rappresenta un <i>partner</i> che può fornire consulenza strategica e finanziaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanziamento a breve, medio e lungo termine • Prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa e nel caso di finanziamento a breve è revocabile a vista • È una fonte rigida di finanziamento, la cui possibilità di accesso è vincolata alla presenza di garanzie e alla generazione di <i>cash flow</i> • Il debito richiede il pagamento regolare di interessi a prescindere dall'andamento dell'azienda ed è garantito dal mantenimento del valore degli attivi • L'assistenza fornita è di tipo accessorio al finanziamento

Fonte: Assolombarda, 2008.

2. ORIGINE ED EVOLUZIONE DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY: USA, EUROPA, ITALIA.

La nascita del settore degli investimenti in capitale di rischio può essere ricondotta agli anni '40, quando negli Stati Uniti viene fondato il primo fondo di *private equity*, l'*American Research and Development Corporation* (ARDC), nato dal turbamento che caratterizza gli Stati Uniti del dopoguerra. I segni del crollo e della stagnazione economica ormai evidenti sono fortemente accentuati dalla mancanza di imprese nuove e fiorenti, impossibilitate a svilupparsi a causa del contesto legale, che non permette loro di acquisire finanziamenti da risorse pubbliche. Difatti, la legge statunitense di quel tempo in materia di investimenti permette ai fondi di investire solo fino al 5% del valore dei loro *assets* in titoli di nuove imprese. I fondatori dell'ARDC sono però convinti che con l'emergere di piccole imprese private il finanziamento della ricerca scientifica sarebbe possibile anche senza l'utilizzo di fondi pubblici. Questa ricerca potrebbe portare ad un rapido sviluppo tecnologico dell'economia del paese e ad una notevole crescita del suo dinamismo.

Il piano iniziale è quello di raccogliere un capitale di 5 milioni di dollari, un obiettivo ambizioso che si arresta però a 3.5 milioni, ottenuti principalmente da investitori istituzionali (1.8 milioni) e da direttori e managers dello stesso ARDC, la cui partecipazione è del 45%. I restanti *shareholders* sono Università, tra cui anche la *Harvard University*.

La peculiarità del fondo è che questo non si limita a fornire capitale finanziario, ma appoggia le imprese partecipate anche tramite assistenza manageriale e tecnica.

La vera pietra miliare dell'ARDC risale al 1957, quando il fondo investe nella *Digital Equipment Corporation* (DEC), una compagnia che si occupa della produzione di minicomputer e che si rivela essere il suo miglior investimento. Dalla sua creazione fino al 1971, infatti, il valore di mercato di ARDC cresce del 5000%. (Kenney M., Hsu D. H., 2005).

Questo fruttuoso investimento ha provato che l'essenza del *private equity* e del *venture capital* consiste nel dotare le *start-up* di assistenza attiva, poiché

l'innovazione di queste andrà a contribuire allo sviluppo dell'intera economia del paese.

Inoltre, è stato osservato anche un mutamento nell'atteggiamento degli investitori, che da allora guardano con occhi diversi l'orizzonte di lungo termine e la bassa liquidità che caratterizza questi investimenti durante i primi anni.

Nel 1958 viene emanato lo *Small Business Investment Act*, che regola le attività degli istituti privati disposti ad investire nel capitale di rischio di aziende in fase di avvio.

In seguito, la crisi petrolifera e la recessione economica degli anni '70 hanno inevitabilmente influenzato anche il settore degli investimenti in capitale di rischio, ma a partire dal decennio successivo l'imprenditorialità statunitense è stata contrassegnata da una notevole impennata, grazie alla nascita di molte nuove imprese ed al potenziamento di quelle già esistenti, nonché all'emanazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) nel 1974, che regola gli investimenti nelle diverse categorie di asset ad alto rischio da parte dei fondi pensione.

L'ammontare dei capitali raccolto in Nord America non è mai stato eguagliato in nessun altro paese al mondo, sicuramente per via dei pochi vincoli normativi che caratterizzano questo territorio, nonché la presenza di investitori istituzionali molto più evoluti e quindi in grado di valutare al meglio gli investimenti di PE.

In Europa il fabbisogno di capitali necessari a supportare l'innovazione su larga scala emerge nel XIX secolo con la Rivoluzione Industriale. Allora i principali operatori erano ricche famiglie ed individui oppure banche. Sono state proprio queste ultime a creare il primo gruppo istituzionale di investitori con lo scopo di finanziare progetti innovativi.

A causa dell'alto rischio di fallimento degli investimenti, infatti, le banche iniziano a separare l'attività di finanziamento di progetti dalla loro attività principale, creando così società sussidiarie.

Il mercato europeo del private equity però non si è imposto come quello statunitense, questo a causa della mancanza di uniformità nelle normative legali e fiscali nei paesi europei. Un ulteriore ostacolo è poi rappresentato dalla varietà nella cultura e nelle tradizioni delle politiche di investimenti nei diversi paesi, in quanto influente sulle modalità di finanziamento dei progetti di investimento.

La quota maggiore del mercato europeo del private equity appartiene alla Gran Bretagna, che vanta investimenti annuali di oltre 20 miliardi di pounds. Il Regno Unito è, inoltre, il primo paese in cui questo mercato ha preso piede in Europa.

Qui, poco dopo la Seconda Guerra Mondiale, nel 1945, viene fondata la prima associazione impegnata negli investimenti di venture capital, la Industrial & Commercial Finance Corporation, il cui obiettivo è quello di finanziare operazioni di piccole e medie imprese che incontrano difficoltà nel procurarsi i capitali necessari al proprio progresso.

La società, di iniziativa statale, coinvolge le principali banche britanniche, guidate dalla Bank of England. Nel 1974 si fonde con la Finance Corporation Industry, dando vita alla Finance for Corporation Industry, che dal 1982 opera sotto il nome di Investors in Industry, comunemente nota come 3i.

Molteplici iniziative legali e fiscali sono state attuate a partire dagli anni '80 e nella prima metà degli anni '90 con lo scopo di supportare le attività dei fondi di private equity. L'obiettivo è stato di fatto centrato ed il mercato britannico ha subito un'espansione oltremodo dinamica.

Nel 1983, come conseguenza dell'aumento del valore del capitale di PE, del numero di investimenti e del loro ammontare, viene inoltre fondata la British Venture Capital Association (BVCA), che si identifica come la voce del capitale privato nel Regno Unito.

Ma la nascita di un vero e proprio mercato europeo di PE e VC si ha solo nei primi anni '80, quando il Consiglio Europeo sponsorizza la creazione del *Venture capitale Liaison Office*, seguito dalla nascita dell'EVCA (*European*

Venture Capital Association), oggi *Invest Europe*, con l'obiettivo di promuovere e sviluppare il mercato di capitale di rischio nei paesi europei, attraverso la crescita quali-quantitativa di operatori, cultura imprenditoriale di dimensioni minori e delle istituzioni e dei mercati funzionali all'attività di investimento.

Tra il 1992 ed i primi anni 2000 si osserva una crescita molto rapida del mercato: i capitali gestiti dagli operatori europei sono passati da 38,5 a 139 mld di euro nel 2003, avvicinandosi alla realtà americana. (BVCA, 2006)

Quello italiano è un mercato relativamente giovane. Infatti, solo in seguito all'esplosione inflazionistica degli anni '70, nasce la necessità di ricercare canali di finanziamento alternativi al credito bancario. L'indebitamento delle imprese si rivela insostenibile in un periodo di forte aumento dei prezzi e l'intero sistema produttivo conosce una profonda crisi, basti pensare che questo decennio è stato segnato da tassi di inflazione con punte superiori al 20%. Difatti, la costituzione di un vero e proprio mercato di capitale di rischio italiano può essere ricondotta al 1986, anno di fondazione di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). Nata per iniziativa di alcune finanziarie private e di emanazione bancaria, si occupa di "sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel private equity e nel venture capital. Rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate." (AIFI).

Da allora il nostro paese ha conosciuto una continua evoluzione, con molteplici interventi sul fronte normativo, ne è un esempio l'emanazione del Trattato Unico sulla Finanza risalente al 1998.

Negli ultimi decenni, infatti, gli enti locali hanno visto una progressiva trasformazione delle norme che regolano le modalità di finanziamento dei loro investimenti. Tra le più importanti è stata l'introduzione dell'art. 42, lettera g) del D.Lgs. 77/95, poi sostituito dall'art. 199 del Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267, che prevede la possibilità di ricorrere ad "altre forme

di accesso al mercato finanziario consentite dalla legge”. Questa disposizione ha aperto la strada all’utilizzo di tecniche e strumenti finanziari innovativi da parte degli enti locali, garantendo loro una maggiore autonomia.

La finanza innovativa è un termine che indica l’insieme di strumenti, tecniche modalità di finanziamento che si discostano dalle forme tradizionali, come il credito bancario o il mercato azionario. Ha lo scopo di offrire soluzioni alternative e complementari per le imprese, soprattutto piccole e medie, che hanno bisogno di risorse per crescere, innovare e competere in un contesto globale e dinamico.

Verso la metà degli anni novanta iniziano ad operare nel nostro paese le prime SGR di fondi mobiliari chiusi, istituite dalla Legge n. 344 del 14 agosto del 1993. Tali società, che costituivano appena l’1 per cento del mercato alla fine del primo anno di vita della nuova legge, hanno poi consolidato la loro presenza, arrivando a rappresentare la maggioranza degli operatori. (Gervasoni A., Sattin F. L., 2015).

3. IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY

Al fine della mia analisi, è utile visualizzare lo stato attuale del mercato degli investimenti nel capitale di rischio. A questo proposito, utilizzerò alcuni dati di AIFI e di *Invest Europe* inerenti all'anno 2022. Per semplificarne la comprensione, i dati saranno suddivisi per le diverse fasi di un'operazione di *private equity*: raccolta, investimenti e disinvestimenti.

3.1. Italia

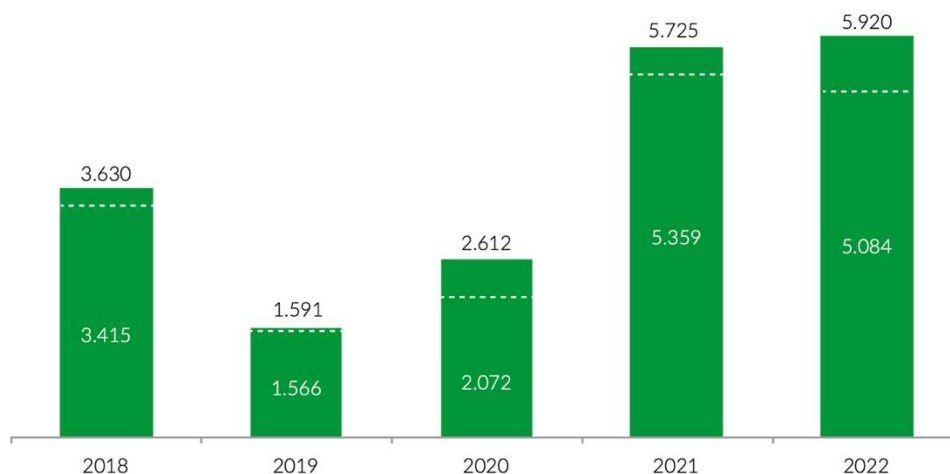
Per cominciare, nel corso del 2022 sono stati registrati nel nostro paese 225 operatori, 49 dei quali hanno svolto attività di *fundraising*, 202 di investimento (tra cui il maggior numero di investitori attivi nel segmento dei *buy out*, seguito da *early stage* ed *expansion*), 64 operatori hanno invece disinvestito almeno una partecipazione. L'anno si è concluso per gli operatori con circa 2000 società in portafoglio, per un controvalore di oltre 70 miliardi di euro al costo storico di acquisto, suddivisi come mostrato dal grafico sottostante. (AIFI, 2022)



Fonte: AIFI

- Raccolta:

Per quanto concerne il *fundraising*, sono state raccolte risorse pari a 5920 milioni di euro, l'importo sale a 12.636 milioni se si considerano anche le risorse raccolte da operatori internazionali con base stabile in Italia. Il 55% (2.128 milioni) è stato reperito a livello domestico, mentre il restante 45% risulta di provenienza estera. La prima fonte di capitale è stata rappresentata dai fondi pensione e dalle casse di previdenza (23% del totale), seguiti da assicurazioni e banche. La maggior parte di questi capitali sono stati utilizzati per realizzare operazioni di *buy out* (69%), seguiti da *early stage* e infrastrutture. (AIFI, 2022)



Nota: sotto la linea bianca, la raccolta sul mercato

Fonte: AIFI

- Investimenti:

Nel 2022 sono state 848 le operazioni, per un controvalore di 23.659 milioni di euro, si tratta dei valori più alti mai registrati nel mercato italiano, difatti questo anno è stato uno dei più fruttuosi per il mercato del capitale di rischio. In termini di numero, sono stati registrati 574 investimenti in *early stage*, seguiti da *buy out* e infrastrutture. Mentre per quanto riguarda l'ammontare, i *buy out* si posizionano al primo posto, con 10.959 milioni di euro di risorse, seguiti da infrastrutture ed *early stage* in terza posizione. Con il 65% del

mercato assorbito da operatori internazionali per un valore di 15.419 milioni di euro, contro gli 8.240 dei soggetti domestici.

Se si considera il numero, invece, gli operatori italiani hanno realizzato la maggior parte degli investimenti, aggiudicandosi il 77% del mercato con 657 operazioni.

Per quanto concerne le dimensioni delle operazioni, si sono registrate 7 *large deal* (con un equity versato tra i 150 ed i 300 milioni di euro), 17 *mega deal* (equity superiore a 300 milioni). Solo questi due hanno attratto risorse per 17.889 milioni di euro, che rappresenta il 76% dell'ammontare totale investito nel corso dell'anno. 5.770 milioni sono invece stati investiti in *small* e *medium* (con equity inferiore a 150 milioni di euro).

Considerando anche i *large* e *mega deal*, il taglio medio per singola operazione è stato di 27,9 milioni di euro. Esclusi questi, invece, si scende a 8,1 milioni di euro.

Il settore dell'*early stage* è cresciuto a 1.179 milioni di euro, con 547 operazioni. L'88% operazioni di avvio sono state realizzate da operatori domestici.

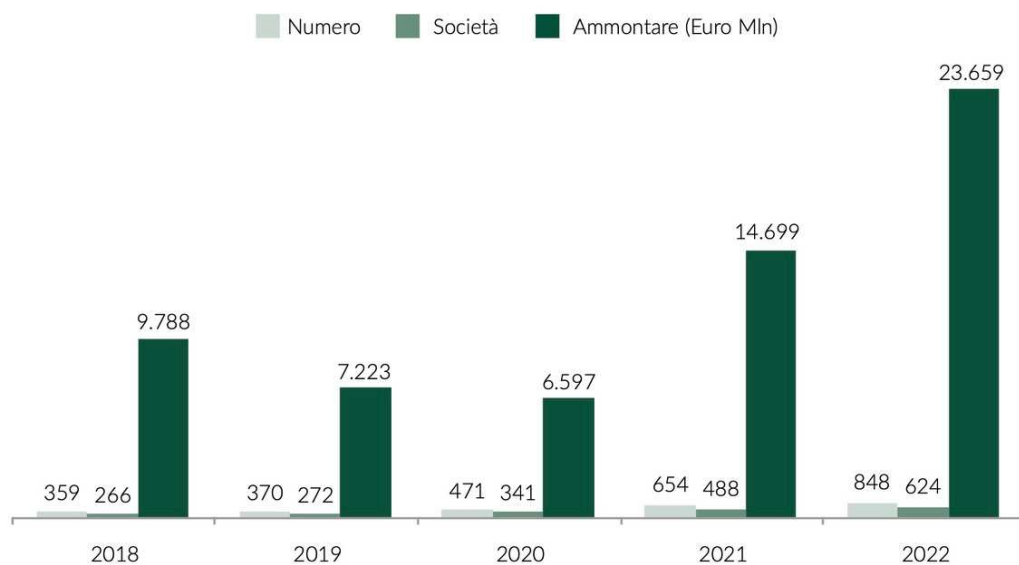
Per l'*expansion* si contano 46 operazioni, per un valore di 483 milioni, realizzati per la maggior parte da operatori domestici. Per il settore del *turnaround* sono 9 gli investimenti, per un ammontare di 249 milioni. *Replacement* 94 milioni, 9 operazioni. Seguono le infrastrutture con 10.695 milioni e 52 operazioni e, infine, i *buy out* con 10.959 milioni e 185 operazioni.

Per entrare nel dettaglio, il comparto del ICT (comunicazioni, computer ed elettronica) ha rappresentato il principale *target* di investimento (27% delle operazioni), seguito dal settore dei beni e servizi industriali e dal medicale. In termini di ammontare i trasporti hanno assorbito la maggior parte delle risorse (34%), seguiti da medicale e ICT.

359 delle operazioni sono state realizzate in aziende *high tech* (42%), 89% di queste ha interessato imprese in fase di avvio. Dato che non stupisce, vista la preferenza degli operatori di PE proprio di *start-up* innovative.

Si può inoltre osservare una maggiore concentrazione delle operazioni su imprese di medio-piccole dimensioni con meno di 250 dipendenti (89% del totale), per un ammontare di 6.154 milioni di euro (26%).

L'86% delle operazioni hanno visto come protagoniste imprese di media e piccola dimensione anche per quanto riguarda il fatturato (meno di 50 milioni). Queste rappresentano, infatti, il principale *target* per gli investimenti di *private equity* e *venture capital* nel nostro paese. (AIFI, 2022)



Fonte: AIFI

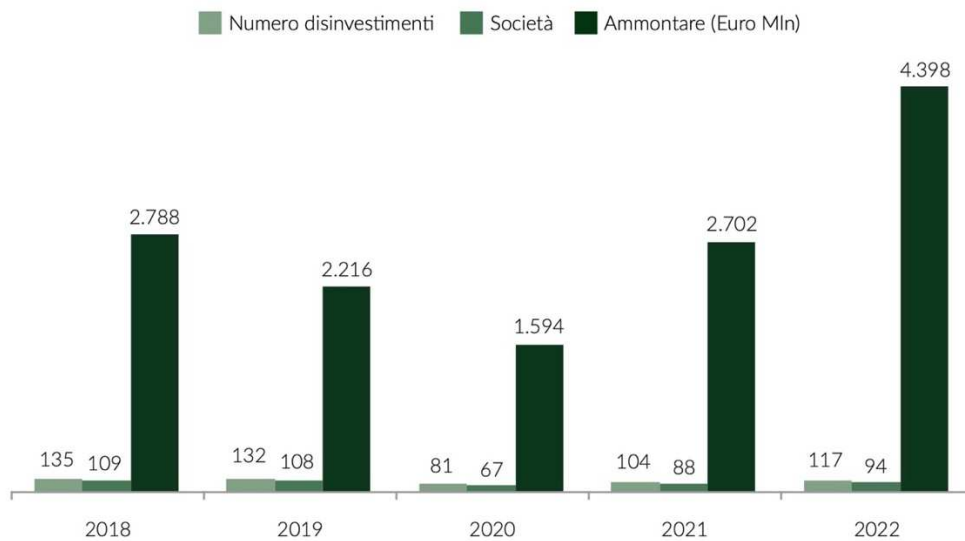
- Disinvestimenti:

Nel corso del 2022, sono stati disinvestiti 4.398 milioni di euro, calcolati al costo di acquisto delle partecipazioni, per un totale di 117 dismissioni distribuite su 94 società.

Il 60% rappresentato da cessioni ad altri operatori di *private equity*, canale di disinvestimento preferito (2.651 milioni, per un totale di 47 exit), seguito dal *trade sale*, ovvero la vendita ad un soggetto industriale (28%).

In questa fase gli operatori domestici sono stati i più attivi (70% delle dismissioni), preceduti però dagli operatori internazionali in termini di ammontare disinvestito (58%).

Per quanto riguarda il tipo di operazione, le cessioni si sono distribuite come segue: 45% *buy out*, 25% *expansion* e 14% *early stage*. (AIFI, 2022)



Fonte: AIFI

3.2. Mercato europeo di PE



Fonte: Invest Europe / EDC

- Raccolta:

Il *fundraising* totale durante il 2022 ha raggiunto 170 miliardi di euro, aumentato del 30% rispetto al 2021, rappresenta il livello più alto mai registrato.

801 operatori hanno svolto attività di raccolta, 13% in più rispetto alla media degli ultimi cinque anni.

Il 27% dell'ammontare raccolto è stato fornito da fondi pensione, seguiti da fondi di fondi ed altri *asset managers* (18%).

276 fondi hanno raggiunto il loro closing finale durante questo anno, raccogliendo un totale di 102 miliardi di euro dall'inizio.

Anche la raccolta di capitale per le operazioni di *venture capital* ha conosciuto un record nel 2022, con 23 miliardi di euro reperiti durante l'anno. 343 fondi di *venture* hanno svolto attività di raccolta, 81 dei quali sono stati fondi nuovi.

La maggior fonte di capitali è stata rappresentata da investitori istituzionali (31%).

La raccolta per il settore dei *buy out* ha raggiunto 111 miliardi di euro, 51% al di sopra della media dei cinque anni precedenti. 151 fondi di *buy out* hanno svolto attività di raccolta, in linea con la media dei cinque anni precedenti, con la maggior parte del capitale fornito da fondi pensione. (Invest Europe, 2022)

- Investimenti:

L'importo totale investito nelle imprese europee nel 2022, equivalente a 130 miliardi di euro, è il secondo più alto mai registrato e supera del 30% la media dei cinque anni precedenti.

Sono state 9.033 le imprese oggetto di investimento, 7% al sopra della media dei cinque anni precedenti, l'87% delle quali sono piccole e medie imprese.

Oltre 43 miliardi di euro sono stati investiti nel settore dell'ICT, che combinato con beni e servizi di consumo ha rappresentato più del 50% dell'ammontare totale investito.

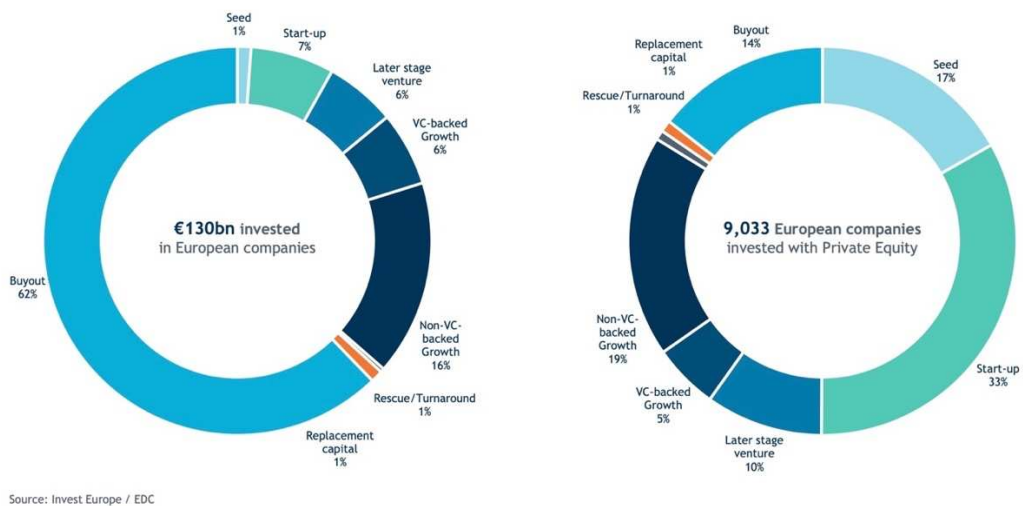
Le operazioni di *venture capital* hanno raggiunto 18 miliardi di euro nel 2022, quasi il 50% in più della media dei cinque anni precedenti. 5.435 imprese hanno beneficiato di un investimento di *venture capital*, tra cui il 98% sono state piccole e medie imprese.

Le *start-up* si sono piazzate al primo posto, con 9 miliardi di euro ed il 50% del totale.

Per quanto concerne i settori, l'ICT rimane il protagonista, rappresentando quasi la metà degli investimenti di *venture capital*.

Il segmento dei *buy out* ha raggiunto 81 miliardi di euro durante l'anno, 23% al di sopra della media del quinquennio precedente. Anche qui il settore dell'ICT la fa da padrone con 23 miliardi di euro.

Gli investimenti effettuati da fondi di PE e VC europei hanno raggiunto lo 0.62% del prodotto interno lordo europeo, il secondo livello più alto dopo i risultati straordinari dell'anno precedente. (Invest Europe, 2022)



Fonte: Invest Europe / EDC

- Disinvestimenti:

Al costo di acquisto, le dismissioni hanno raggiunto 33 miliardi di euro nel 2022, al ribasso del 27% rispetto all'anno precedente, diminuzione dovuta con ogni probabilità alle difficili condizioni macroeconomiche che hanno caratterizzato questo anno.

3.340 imprese europee sono state oggetto di *exit* durante l'anno, in diminuzione del 17% rispetto al 2021.

Il metodo di *exit* più quotato è stata la cessione ad altri fondi di *private equity*, che ha rappresentato il 41% delle dismissioni del 2022.

I disinvestimenti di *venture capital* hanno raggiunto 2.7 miliardi al costo di acquisto, con 1.352 imprese dismesse, in linea con i dati degli anni precedenti. Il *trade sale* è stato il canale preferenziale, rappresentando il 46% degli *exit*. Mentre per quanto riguarda il settore, l'ICT ha la meglio con il 42%.

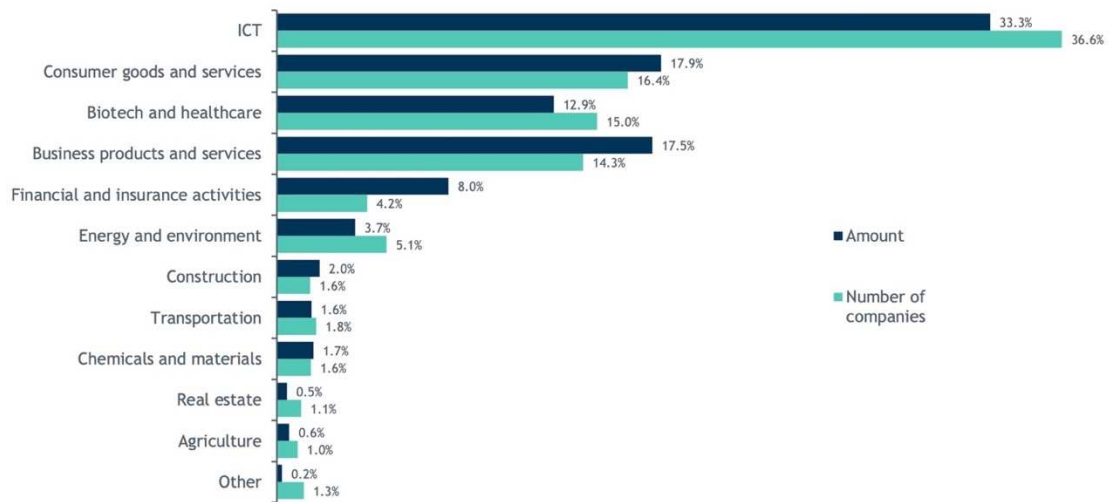
I disinvestimenti nel *buy out* hanno visto una diminuzione del 31% rispetto all'anno precedente, scendendo a 22.5 miliardi nel 2022. In questo settore sono state dismesse 750 imprese, in calo del 23% rispetto al 2021. Per quanto concerne sia il numero che l'ammontare disinvestito, la modalità di *exit* preferita è stata la cessione ad un altro fondo di *private equity*.

Il maggior numero dei disinvestimenti ha interessato il settore dei prodotti e servizi industriali (31%), così come la maggior parte dell'ammontare di questi (25%). (Invest Europe, 2022)



Source: Invest Europe / EDC

Fonte: Invest Europe / EDC



Source: Invest Europe / EDC

Fonte: Invest Europe / EDC

CAPITOLO II: I SOGGETTI DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

1. I PRINCIPALI ATTORI

Nelle operazioni di *private equity* si possono identificare due parti:

- l'impresa *target*, con un'idea o un progetto, ma priva di capitali e competenze gestionali e garanzie per ricorrere al credito tradizionale, dunque in cerca di un partner finanziario che creda nella fattibilità del progetto;
- il finanziatore, che valuta la fattibilità dell'idea e decide di finanziarla. Affianca l'imprenditore con capitale finanziario ma soprattutto *know-how*, con l'obiettivo di percepire un *capital gain* maggiore possibile al momento dello smobilizzo delle proprie quote di partecipazione.

1.1. Le PMI

Tutt'oggi l'Italia è uno dei paesi con il mercato di capitale di rischio meno imponente nel continente europeo (EY Venture Capital Barometer, 2023), questo è senza dubbio dovuto all'ecosistema arretrato che caratterizza il nostro paese. Difatti, esiste da sempre una non indifferente problematica culturale dell'imprenditoria italiana in termini di mentalità, ma anche di consapevolezza del mercato del PE stesso, che difficilmente viene percepito come una forma di supporto all'intera economia. Questo atteggiamento chiuso caratterizza la cultura imprenditoriale individualistica del nostro paese, basata su schemi di proprietà chiusa, per cui le piccole e medie imprese spesso diffidano dal cedere quote di capitali di rischio ad intermediari finanziari esterni ed allargare la base societaria, questo per paura dell'ingerenza di questi ultimi nella gestione dell'impresa e di una conseguente perdita del controllo. Inoltre, anche i grandi investitori esteri sono ostacolati dall'incertezza e dalla complessità dei sistemi regolamentari, che dilazionano i tempi delle operazioni di finanziamento.

L'adozione tardiva nel nostro Paese di intermediari specializzati, come *private equity* e *venture capital*, per sostenere la crescita delle piccole e medie imprese innovative ha portato ad una situazione in cui le PMI tendono ad essere sottocapitalizzate e fortemente indebitate. Le loro fonti di finanziamento sono tipicamente l'accesso al credito bancario tradizionale, che comporta significativi costi finanziari, ed il pluriaffidamento, che distribuisce il rischio di credito tra diverse banche, ma non incoraggia un rigoroso monitoraggio del merito creditizio da parte delle banche.

In questo contesto, emergono delle limitazioni allo sviluppo. Infatti, in un ambiente competitivo, per sfruttare opportunità di acquisizioni strategiche volte alla crescita dimensionale o ad un rapido sviluppo interno, l'azienda necessita di una solida base finanziaria. L'espansione di un'azienda, sia attraverso metodi esterni che interni, che si basa su un costante ricorso al debito, può spingere l'azienda in una zona di rischio a causa di un eccessivo rapporto di indebitamento (*leverage*).

Tuttavia, al giorno d'oggi anche nel nostro paese, che è caratterizzato da un ingente numero di PMI sottocapitalizzate, si sta iniziando a conoscere la possibilità di reperire capitale al di fuori del sistema bancario, scelta che può rivelarsi decisiva ed efficace per la prosecuzione del proprio *business*, soprattutto a fronte di mercati sempre più globali e competitivi. Sono infatti numerosi i motivi per i quali una PMI dovrebbe valutare l'opzione dell'ingresso di un fondo di *Private Equity* nel proprio capitale. Indubbiamente, quello del PE può rivelarsi uno strumento eccezionale quando le imprese si trovano ad affrontare situazioni chiave nella propria vita, come l'espansione in nuovi mercati, ricambi generazionali, crescita tramite acquisizioni o integrazione con altre realtà imprenditoriali. Queste sono situazioni in cui l'ingresso di un fondo di PE agevola l'ultimazione con successo di questi processi grazie al suo apporto di risorse finanziarie e manageriali, nonché la definizione di piani di medio periodo ed il monitoraggio dell'esecuzione degli stessi, l'accesso al proprio *network* di

contatti, la messa in pratica di *best practice* esterne all'azienda e, in linea di principio, l'affiancamento all'imprenditore ed al management esistente.

A livello di rendimenti, nei periodi di indebolimento della crescita mondiale ed europea, risulta vincente la scelta di investire in società non quotate, poiché meno soggette alla volatilità dei mercati finanziari. Per di più, la performance delle imprese di piccole e medie dimensioni dipende maggiormente dalle capacità del capitale umano che non dall'andamento del settore di appartenenza, il che ne fa ancora una volta una scelta vincente.

L'ingresso di un fondo di *private equity* nel capitale di una PMI la obbliga ad adottare una *governance* trasparente e al rafforzamento dell'organizzazione e dei sistemi di controllo della gestione. Negli accordi di PE e VC è sempre definito il *holding period* e le condizioni di uscita dei finanziatori, che solitamente sono partecipanti attivi e coinvolti nella gestione aziendale. Nonostante ciò, non hanno interesse al controllo totale dell'impresa o alla trasformazione delle loro partecipazioni temporanee in coinvolgimenti di lungo termine. Questi operatori, infatti, prima o poi vendono la propria quota, per questo motivo si parla di investimenti finanziari e non industriali. La presenza di un orizzonte temporale predefinito rende gli investimenti in capitale di rischio utili alle imprese che vogliono uno sviluppo veloce, cambi di gestione, stabilità finanziaria, ecc.

Le motivazioni che portano un imprenditore a rivolgersi ad un fondo di *private equity* possono essere molteplici, tra le principali troviamo:

- avviamento di una nuova attività: spesso chi partorisce l'idea non dispone dei capitali necessari per darle vita. Le idee sono inoltre caratterizzate da elevato rischio, quindi risulta difficile ottenere finanziamenti tradizionali.
- crescita dimensionale: le acquisizioni societarie sono facilitate dalle esperienze professionali e dalle competenze degli operatori specializzati.

- Internazionalizzazione: il network di contatti di cui dispongono gli operatori è la chiave per il raggiungimento di nuovi mercati.
- risoluzione di crisi aziendali: l'operatore è in grado di appoggiare l'impresa in momenti di crisi per risanarla finanziariamente ma anche da un punto di vista strategico.
- ricambi generazionali: è utile fare affidamento sull'esperienza di un operatore specializzato per affrontare un ricambio generazionale in un contesto come quello italiano in cui le imprese sono prettamente a carattere familiare e difficilmente sono disposte ad aprirsi.
- riorganizzazione della proprietà dell'azienda: situazioni in cui uno o più soci decidono di abbandonare l'impresa.
- ingresso in Borsa: l'affiancamento di un operatore aiuta a facilitare il percorso verso la quotazione delle imprese che intendono avvicinarsi al mercato.



Fonte: elaborazione propria.

Vedremo nella prossima parte gli ulteriori benefici, così come le criticità, che un fondo di *Private Equity* apporta ad un'eventuale impresa *target*.

1.2. Gli operatori

L'investitore istituzionale nel capitale di rischio può essere definito come un socio di medio-lungo termine, dunque temporaneo, dell'imprenditore. Di conseguenza, sarà interessato a monetizzare il suo investimento e a realizzare un guadagno proficuo dalla vendita della partecipazione, che consegue al raggiungimento degli obiettivi prefissati. In quanto desidera massimizzare il proprio profitto, l'investitore ricerca progetti caratterizzati da un elevato potenziale di sviluppo.

In particolare, l'operatore partecipa alle scelte strategiche dell'impresa ed interviene sulle decisioni di investimento più rilevanti, lasciando piena autonomia all'imprenditore ed ai dirigenti per quanto riguarda la gestione operativa dell'azienda.

È necessario, inoltre, che l'imprenditore sia favorevole ad una comunicazione leale, aperta e costruttiva, nonché ad una totale trasparenza, nei confronti dell'investitore istituzionale, in modo tale da curare al meglio lo sviluppo aziendale. Una peculiarità della partecipazione al capitale di rischio è proprio il requisito di uno stretto rapporto di collaborazione tra le due parti, in quanto l'investitore è cointeressato al successo dell'impresa e ne condivide il rischio.

Come già citato, inoltre, l'investitore apporta competenze professionali strategiche, finanziarie, manageriali, nonché un network di contatti in ambito nazionale ed internazionale e queste competenze possono indubbiamente essere esaltate da un rapporto di tipo costruttivo tra imprenditore ed investitore.

Nel settore del capitale di rischio si possono individuare, in genere, investitori di diversa emanazione: bancaria, pubblica e privata. Tra questi:

1. investitori istituzionali privati (banche e loro sussidiarie, quindi operatori *captive* e non indipendenti);
2. Fondi chiusi gestiti da SGR ed altri fondi generalisti;
3. Società private e fondi di *Early stage*;

4. Fondi pan-europei;
5. Investitori pubblici.

Nei primi anni di avvio del capitale di rischio gli operatori locali rappresentavano quasi la totalità degli operatori attivi. Lasciando poi spazio agli operatori internazionali con l'apertura del sistema italiano al contesto europeo e nordamericano. I fondi pan-europei hanno registrato negli anni la crescita più sostenuta nella quantità di operazioni realizzate, confermando l'attrattiva del mercato italiano per gli investitori internazionali. (Diviach M. et al., 2013)

Nel nostro paese il principale veicolo di raccolta di capitali nel contesto degli investimenti in capitale di rischio sono i fondi comuni di investimento chiusi.

Sono stati introdotti dalla l. 344/1993, successivamente abrogata dal TUF (D. Lgs. 58/98), e si tratta di investitori istituzionali che si impegnano nella raccolta di risorse presso *limited partner* come banche, compagnie di assicurazione o fondi pensione, per poi investirle in imprese non quotate.

Vengono definiti "chiusi" perché, a differenza di quelli "aperti", sono dotati di un capitale fisso, per cui al termine della costituzione degli stessi, non si ammettono più nuovi sottoscrittori ed i partecipanti possono richiedere il riscatto delle proprie quote versate solo alla scadenza del fondo o alla scadenza prefissata dal regolamento. Tuttavia, il soggetto gestore può essere dotato della facoltà di anticipare rimborsi, ad esempio se vi è liquidità nel patrimonio del fondo, non utile per nuovi investimenti nel breve periodo, o in occasione di nuove emissioni di quote o azioni. Ciò consegue in una strutturale illiquidità dei fondi chiusi e dei fondi di PE, che rende il contesto adatto solo ad investitori professionali o con un orizzonte temporale ed un profilo di rischio adeguati.

In genere, questi fondi sono condotti da società di gestione, specializzate in questo contesto (in Italia Società di gestione del risparmio o SGR).

Il *modus operandi* è il seguente: una volta raggiunto il capitale prefissato, la società lo investe in progetti da lei individuati, senza il coinvolgimento diretto dei *limited partners*. Alla scadenza, il fondo viene liquidato, le partecipazioni in portafoglio cedute ed i guadagni ripartiti.

A livello operativo, possiamo distinguere i *retail* dai fondi riservati. I primi si hanno quando le quote possono essere sottoscritte dal pubblico indistinto dei risparmiatori, diversamente dai secondi, che sono riservati ad investitori qualificati (banche, società di investimento, fondi pensione, imprese assicurative, ecc.). La gestione dei fondi riservati prevede una maggiore flessibilità nelle politiche di investimento e nelle strategie di raccolta dei capitali, nonché un iter autorizzativo più celere, dati dal maggiore grado di competenza e di inclinazione al rischio dei firmatari. Il numero dei fondi riservati è in costante aumento, considerata la tipologia di investitori a cui sono destinati, e con l'ingresso nel nuovo millennio ha superato quello dei *retail*, anche grazie alla maggiore flessibilità che li caratterizza. (Annunziata F., 2011)

La durata media di un fondo è di circa 10 anni, durante i quali il gestore percepisce annualmente una commissione di gestione (*annual management fee*), compresa tra l'1% ed il 2,5% del patrimonio del fondo, per coprire le spese sostenute dal quest'ultimo. Mentre, alla chiusura del fondo, alla società di gestione viene riconosciuto il diritto di ricevere un *carried interest*, mediamente intorno al 20% del guadagno netto del fondo.

Un'ulteriore distinzione è quella tra fondi *captive* e fondi indipendenti. I fondi *captive*, promossi e gestiti da una struttura di diretta emanazione finanziaria o industriale, non ricorrono in maniera diretta al mercato di capitali perché raccolgono risorse esclusivamente, o comunque prevalentemente, tramite la società capogruppo. Al contrario, quelli indipendenti sono promossi e gestiti da società che vedono il mercato come fonte diretta di approvvigionamento di risorse finanziarie. (EVCA, 2007)

Una peculiarità italiana è la tendenza dei fondi a non specializzarsi in uno stadio di vita d'impresa definito, i fondi italiani, infatti, adottano un approccio fondamentalmente generalista, ed offrono operazioni di *buy out*, *expansion* e *replacement*. La diversificazione degli investimenti consente loro di proteggersi da fenomeni congiunturali negativi associati ad ogni tipologia d'investimento e di conoscere uno spettro ampio ed articolato di problematiche aziendali, fattori che li rendono più efficienti e rapidi nel fornire soluzioni. Esistono, ad ogni modo, anche operatori specializzati in un solo tipo di operazione, anche se meno numerosi. (Annunziata F., 2021)

2. I BENEFICI E LE CRITICITA' DELL'APPORTO DI CAPITALE DI RISCHIO

2.1. Benefici

Tra i vantaggi tipici di un investimento nel settore del *Private Equity* si possono identificare la tipicità ed unicità che caratterizzano il capitale apportato dai finanziatori. Questo, infatti, è:

- a) paziente, perché sopporta i rischi che gravano sull'impresa, in attesa di un rendimento prospettico soddisfacente e idoneo a remunerare in maniera adeguata le attese di chi lo ha fornito. In particolare, ci troviamo nel lato dello Stato patrimoniale inerente alla struttura delle fonti, il quale include, oltre ai debiti finanziari, i capitali propri dell'azienda, che sono soggetti al rischio d'impresa e non hanno scadenza, richiedendo pazienza per chi ha investito in un progetto a lungo termine poiché remunerati dai dividendi.

- b) neutrale, in quanto gli investitori sono interessati unicamente al ritorno dell'investimento e non a ritorni da accordi commerciali o altre forme di finanziamento;
- c) flessibile, si tratta, in genere, di investimenti *ad hoc*, realizzati su misura in base agli attributi propri dell'impresa oggetto del progetto;
- d) intelligente: i professionisti coinvolti sono, per lo più, specializzati nel pensare ed agire come azionisti.

In aggiunta alle peculiarità del capitale, sono noti alcuni specifici vantaggi che derivano da questo tipo di operazioni:

- in questo contesto, in particolare, il numero di interlocutori è circoscritto, il che permette un trasferimento più efficiente dei valori del *Business Plan*;
- è notevole l'impatto sulla *governance* aziendale, dato dalla partecipazione attiva del fondo nel delineare la strategia aziendale e nel raggiungimento della stessa per permettere un flusso di informazioni continuo ed aumentare la trasparenza all'interno dell'impresa;
- una maggiore funzionalità della compagine sociale, che agevola anche l'eventuale liquidazione dei soci non più interessati nella partecipazione all'impresa, senza privare la società di risorse;
- gestione manageriale dell'impresa, tramite la mitigazione dei condizionamenti di provenienza personale o familiare ed una regolamentazione più professionale dei rapporti tra impresa e famiglia;
- il fondo nomina i suoi rappresentanti nel consiglio di amministrazione e, in caso di acquisizione della maggioranza del capitale, può anche controllare la maggioranza del consiglio;
- una maggiore forza contrattuale dell'impresa nei confronti di clienti e fornitori;
- il potenziamento dell'immagine dell'impresa nei confronti di banche e mercato finanziario, che accresce il livello di affidabilità finanziaria

dell'impresa e ne facilita il reperimento di finanziamenti anche per l'ampliamento del capitale circolante;

- una maggiore attitudine ad attrarre *management* idoneo ed esperto;
- essendo coinvolti nella vita quotidiana dell'impresa, gli investitori di PE condividono il loro *network* con l'impresa *target*, questo in termini di fornitori, clienti e banche, permettendole di sviluppare innovazione ed internazionalizzazione;
- la rete di contatti introduce, inoltre, la possibilità di costituire *partnership* con altri soggetti, che vanno da semplici accordi o alleanze commerciali, fino ad arrivare alle *joint ventures* o alle fusioni ed acquisizioni;
- nelle imprese familiari, il *private equity* è utile alla risoluzione del problema della successione legato al ricambio generazionale;
- è uno strumento utile anche quando l'impresa necessita di ristrutturazioni e l'obiettivo dell'imprenditore è la vendita. La cessione di alcune delle quote permette di valorizzare al meglio le quote rimanenti, che si potranno vendere in futuro;
- il PE può risultare vantaggioso anche per rilevare imprese di nicchia, le cui attività sono tanto specifiche da rendere difficile ipotizzare interesse da parte di potenziali acquirenti industriali. L'investitore in capitale di rischio può, in questo caso, acquisire l'impresa per intero e creare valore, nonché far crescere l'impresa, anche senza individuare nuove sinergie;
- le risorse raccolte possono essere impiegate nella società *target* per diversi scopi, come lo sviluppo di nuove tecnologie e prodotti, l'espansione del capitale circolante, il sostegno di operazioni di finanza straordinaria o il rafforzamento della struttura finanziaria dell'impresa. (Melis V., 2007)
- è relativamente raro per un fondo di PE accettare di investire in un'impresa. L'investimento è generalmente finalizzato solo dopo uno *screening* severo e dettagliato che poche aziende riescono a superare. Dunque, è logico che la volontà di un fondo di investire in

una specifica impresa possa considerarsi come un *proxy* del suo elevato valore e potenziale. (Mosco G.D., 2021)

- è stato dimostrato, infine, come, anche dopo l'uscita definitiva del *partner* finanziario, non si arresti lo sviluppo delle imprese *target*. Questo vale sia per le *performance* economiche e l'impatto occupazionale, che in termini di propensione agli investimenti in innovazione. Le aziende oggetto di analisi, infatti, anche negli anni successivi al disinvestimento, continuano a crescere in termini di fatturato, EBITDA, numero di dipendenti e innovazione, con ricadute positive sull'economia reale. (Gervasoni A. et al. 2022)

2.2. Criticità

Operativamente parlando, le attività di PE possono incontrare alcune difficoltà che ne rallentano o frenano lo sviluppo.

Una di queste, tipica del nostro paese, è la scarsa propensione degli imprenditori ad aprirsi ad investitori esterni alla struttura familiare della proprietà. Gli imprenditori italiani, infatti, tendono a identificarsi con la propria impresa ed a condurre la stessa come se dovesse essere eternamente controllata e gestita da loro. È noto, altresì, come questi siano angosciati dall'idea di eventuali ingerenze nell'impresa, considerando, addirittura, l'intervento di un investitore istituzionale come una possibile causa di rallentamento del processo decisionale dell'azienda. Inoltre, la concezione di lungo termine dell'imprenditore si oppone all'esigenza del finanziatore di rientrare dall'investimento entro un determinato periodo di tempo e con un margine adeguato. Effettivamente, non sempre la creazione di valore è considerata una componente importante da parte dell'imprenditore, che può, al contrario, privilegiare altri aspetti, tra cui l'autonomia gestionale, il controllo o le *chances* per i familiari.

Un ulteriore problema, sempre tipico del contesto italiano, risulta dall'iter burocratico necessario per dare adito alle operazioni di *private equity*. Il procedimento, per l'appunto, si sviluppa in diverse fasi e tende ad aggravare la realizzazione degli investimenti. Inoltre, la scarsa liquidità, che sovente caratterizza i mercati finanziari, piazza l'ennesimo freno sia alla raccolta di risorse da allocare in progetti di investimento che alle possibilità di disinvestimento alla conclusione delle operazioni.

La mancata cessione delle partecipazioni al termine del periodo prefissato per l'investimento intralcia le nuove operazioni in due modi:

- non svincola le risorse da occupare in altre operazioni;
- disincentiva i nuovi investimenti.

Il numero circoscritto di operatori di *private equity*, il limitato numero di operazioni realizzate all'anno e l'offerta territorialmente disomogenea, insieme agli altri fattori qui sopra elencati, inibiscono ulteriormente lo sviluppo del mercato del capitale di rischio.

CAPITOLO III: LE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

1. LE FASI DELLE OPERAZIONI DI PE

Il ciclo di vita di un fondo di investimento di private equity è composto da tre fasi:

- A) *Fund raising*: la raccolta delle risorse finanziarie, dalla durata compresa tra 6 e 24 mesi;
- B) *Investment period*: l'investimento delle risorse raccolte nelle imprese selezionate;
- C) *Disvestment period*: il disinvestimento tramite la dismissione delle partecipazioni e la ripartizione, tra gli investitori, del capitale e dei guadagni realizzati.

1.1. *Fund raising*

Con questa prima fase, che dà vita al processo di *private equity*, si stimolano gli investitori a mettere a disposizione i capitali necessari per l'investimento. In assenza di questa, infatti, l'investimento non potrebbe esistere.

È un'attività non estranea alle criticità, data la sua stretta dipendenza dalla capacità del fondo di ottenere risorse mediante un'idonea strategia di raccolta, oltre che dalla congiuntura economica. I gestori del fondo devono, infatti, convincere gli investitori della solidità della loro strategia di investimento, delle loro competenze e della loro capacità di ottenere ritorni finanziari redditizi. Inoltre, la sua durata media di un anno ne fa emergere il carattere impegnativo anche da una prospettiva temporale.

Il processo di raccolta di risorse si può schematizzare come segue:

- 1) individuazione del mercato *target* tramite una pianificazione strategica, che definisce: settori di interesse, aree geografiche, criteri di selezione ed obiettivi finanziari del fondo;
- 2) pre-marketing, fase in cui vengono contattati i potenziali investitori per raccogliere una prima percezione circa l'accoglienza dell'offerta. Qui vengono individuati i primi investitori, scelta fondamentale poiché permetterà di attrarne altri di dimensioni maggiori. È possibile, in questo momento, coinvolgere i *gatekeepers*, che fungono da "garanti" per altri potenziali investitori, grazie alla loro esperienza e alle rigorose procedure di *due diligence* che possono attuare per via della loro dimensione;
- 3) strutturazione del fondo, dal punto di vista tecnico, legale e fiscale, in questa fase è fondamentale il supporto di un *team* di tecnici esperti nei diversi ambiti;
- 4) elaborazione e distribuzione del materiale di marketing al fine di attrarre investitori: questo è il momento in cui si stila il *placement memorandum*, che può rivelarsi non solo la prima, ma anche l'ultima possibilità di attrarre nuovi investitori. Gli operatori del fondo devono realizzare una sintesi di quanto svolto in passato e le performance acquisite, ma anche di come intendono muoversi per il mantenimento o il miglioramento le stesse, nonché indicare quale vantaggio competitivo hanno rispetto agli altri. Di norma, il *placement memorandum* ideale descrive termini e condizioni annunciati dal regolamento, quali:
 - dimensione e durata del fondo;
 - dimensione delle quote di partecipazione e meccanismo di *drawdown*;
 - politiche di investimento;
 - politiche di distribuzione dei proventi e ripartizione costi tra fondo e gestore;

- *management fee*;
 - costi di organizzazione e struttura;
 - altri costi;
 - attività di reporting verso gli investitori;
- 5) *roadshow* con gli *investment manager* degli investitori istituzionali, andando a toccare i centri finanziari di interesse più rilevanti: nonostante il target sia individuato, è necessario attivare diverse relazioni, lavoro spesso svolto da un Placement Agent, il quale:
- a) genera contatti
 - b) redige *l'information memorandum*;
- 6) disposizione della documentazione legale: tutti gli atti ed i contratti necessari alla conclusione dell'investimento;
- 7) chiusura del fondo al raggiungimento dell'importo *target* di raccolta.
- (Gervasoni, Sattin, 2015)

1.2. Investimento

STAGE	ENTREPRENEUR	ENTREPRENEUR & PRIVATE EQUITY FIRM	PRIVATE EQUITY FIRM	REPORTS
Approaching the private equity firm/evaluating the business plan ▼	<ul style="list-style-type: none"> • Appoint advisors • Prepare business plan • Contact private equity firms 		<ul style="list-style-type: none"> • Review business plan 	<ul style="list-style-type: none"> • Business plan
Initial enquiries and negotiation ▼	<ul style="list-style-type: none"> • Provide additional information 	<ul style="list-style-type: none"> • Meet to discuss business plan • Build relationship • Negotiate outline terms 	<ul style="list-style-type: none"> • Conduct initial enquiries • Value the business • Consider financing structure 	<ul style="list-style-type: none"> • Offer letter
Due diligence ▼		<ul style="list-style-type: none"> • Liaise with accountants • Liaise with other external consultants 	<ul style="list-style-type: none"> • Initiate external due diligence 	<ul style="list-style-type: none"> • Consultants reports • Accountants reports
Final negotiation and completion ▼	<ul style="list-style-type: none"> • Disclose all relevant business information 	<ul style="list-style-type: none"> • Negotiate final terms • Document constitution and voting rights 	<ul style="list-style-type: none"> • Draw up completion documentation 	<ul style="list-style-type: none"> • Disclosure letter • Warranties and indemnities • Memorandum and articles of association • Shareholders agreement
Monitoring ▼	<ul style="list-style-type: none"> • Provide periodic management accounts • Communicate regularly with investor/s 		<ul style="list-style-type: none"> • Seat on Board? • Monitor investment • Constructive input • Involvement in major decisions 	<ul style="list-style-type: none"> • Management accounts • Minutes of Board and other meetings
EXIT				

Fonte: BVCA/PWC, 2003

Si possono riscontrare delle differenze nei processi di investimento in base al tipo di operazione, ma possiamo tipizzare alcune fasi comuni a tutte le tipologie di investimento. (AIFI, 1999).

Come abbiamo visto, il nostro paese, nonostante la recente evoluzione, rimane uno degli stati più arretrati per quanto concerne il contesto del *private equity*. Qui, infatti, il capitale di rischio non sempre è ben conosciuto dagli imprenditori locali, per cui sono spesso gli operatori a doversi muovere per individuare potenziali imprese, andando incontro a grossi dispendi di risorse. Questa fase, conosciuta come *deal flow*, è molto delicata ed è influenzata dalle caratteristiche dell'operatore, dall'area geografica in cui questo opera e dal tipo di investimento (Gervasoni A., Sattin F. L., 2015). Si tratta di un processo molto selettivo, poiché gli operatori scelgono solo le imprese che corrispondono perfettamente al loro *target* e, anche qualora l'impresa fosse il target perfetto, potrebbe comunque non soddisfare le loro aspettative a seguito del processo di *due diligence*. (EVCA, 2007)

Affrontato questo primo ostacolo e individuate quindi le opportunità di investimento, si entra nella fase di valutazione dell'imprenditore. Qui verranno considerate soprattutto la sua affidabilità e la reputazione dei suoi manager, ma anche la fattibilità della sua idea. (Airoldi G. et al. 1996).

Valutato l'imprenditore, viene analizzato il mercato in cui questo opera, nonché quello potenziale.

Inoltre, per farsi un'idea della convenienza del progetto, gli operatori studiano le prospettive di crescita dell'impresa. Studio che darà poi vita alla fase contrattuale dell'investimento, in cui il fondo potrà definire un prezzo.

Il trasferimento del capitale finanziario non segna però l'epilogo dell'operazione, ma dà, al contrario, avvio ad una fase cruciale: il monitoraggio, in cui si esplica il rapporto tra l'imprenditore e il fondo e i due collaborano al fine di raggiungere l'obiettivo comune di incrementare il valore dell'impresa e concludere l'operazione con un cospicuo *capital gain*. L'ultimazione del processo è segnata dal disinvestimento, con cui si smobilizzano le partecipazioni con la prospettiva di massimizzare il ritorno finanziario.

Il primo punto di contatto con gli investitori è il *Business Plan*, un documento redatto dal *management team*, utile a chiunque voglia impegnare le proprie risorse nel progetto.

Risponde a due funzioni principali:

- 1) obbligare il *management team* a fissare degli obiettivi, identificare ciò che l'impresa intende offrire e stabilire una strategia. Inoltre, il team deve essere in grado di prevedere le performance attese e di impostare il modello di business che utilizzerà. Tutto questo verrà tradotto nel *business plan*.
- 2) esprimere l'unicità dell'impresa. Essendo, infatti, il primo punto di contatto con gli investitori, deve suscitare l'interesse e rispondere in maniera chiara al quesito: "perché il mio progetto merita attenzione?"

Per rispondere a queste esigenze, il *business plan* deve contenere informazioni coerenti e attendibili, supportate da dati credibili e realistici, senza nascondere potenziali criticità.

La negoziazione:

Ogni processo di negoziazione differisce dagli altri, ma possiamo delinearne alcune fasi generali:

- a) presentazione del *business plan* e prima analisi
- b) negoziazione iniziale
- c) valutazione dell'impresa
- d) lettera d'offerta (EVCA, 2007)

Solo una volta ultimato il processo di *due diligence*, l'investment manager deciderà se investire o meno in un dato progetto. (EVCA, 2007) Questa fase è necessaria, infatti, per la verifica delle informazioni riguardanti l'azienda *target* e per la riduzione delle asimmetrie informative tra quest'ultima e l'operatore di private equity. Si tratta di un'indagine effettuata dall'investitore

con l'obiettivo di conoscere le criticità e i punti di forza dell'impresa, per arrivare ad una corretta valutazione della stessa. (Motta A., 2003).

L'analisi va a toccare ogni aspetto del business, se ne possono infatti identificare diversi tipi in base all'area in esame:

- *due diligence* di mercato
- *due diligence* contabile-finanziario
- *due diligence* legale
- *due diligence* fiscale
- *due diligence* operativa (Maci G., 2009)

Affinché l'analisi di ognuno di questi aspetti sia più precisa possibile, il manager può servirsi di esperti esterni, quali avvocati, consulenti fiscali, commercialisti, così come esperti in previsioni di rischi ambientali.

Se questa analisi dettagliata e scrupolosa si conclude in maniera positiva, si imbarca l'ultima fase, quella della negoziazione finale, con cui la transazione può ritenersi legalmente aggiudicata, seguita poi dalla sottoscrizione (EVCA, 2007).

1.3. Disinvestimento

Il disinvestimento è anch'esso una fase cruciale delle operazioni di private equity. Tipicamente, l'intervallo di tempo che intercorre tra l'investimento e l'*exit* va dai 3 ai 5 anni e le strategie di uscita dipendono da diversi fattori, tra cui la dimensione dell'impresa oggetto di investimento, il settore in cui opera e la fase di sviluppo in cui si trova.

Vediamo di seguito le modalità di *exit* tra cui un investitore di private equity può scegliere:

- a) *Trade sale*: anche conosciuto come M&A (*Mergers & Acquisitions*), è la strategia di uscita più popolare e consiste nella cessione delle quote dell'impresa ad investitori industriali o la fusione con altre società. Compagnie di piccole e grandi dimensioni sono spesso complementari e possono creare sinergie in grado di avvantaggiare la loro attività. La trattativa, in questo caso, si conclude privatamente. Di conseguenza, sia il l'alienante che l'acquirente sono meno vulnerabili alle pressioni esterne dovute alle fluttuazioni del mercato azionario.
- b) *Buy-back*: consiste nel riacquisto delle azioni da parte del socio di maggioranza o dei manager.
- c) *Secondary buy-out*: si riferisce alla cessione delle partecipazioni ad un altro investitore finanziario.
- d) *IPO (initial public offering)*: cessione tramite offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato. Nonostante i numerosi benefici che ci si può aspettare da questa strategia di exit, è comunque poco utilizzata per via delle difficoltà che presenta. Un'impresa, infatti, oltre a dover soddisfare determinate caratteristiche per essere quotata, deve essere pronta ad affrontare mutamenti considerevoli della propria cultura e del management. Inoltre, nel mercato azionario esiste sempre il rischio di offerte indesiderate.
- e) *Write-off*: perdita di valore della partecipazione, che porta alla sua svalutazione. (EVCA, 2007).

2. I METODI DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA TARGET :

Fase cruciale del processo di investimento, l'attribuzione di un valore all'azienda *target* rappresenta il trampolino di lancio della successiva trattativa tra acquirente e venditore, da cui emergerà il prezzo finale. È importante, però, ricordare che il prezzo al quale l'azienda viene negoziata ed il suo valore sono due cose dissimili e non intercambiabili.

Il *fair value*, per l'appunto, è il valore oggettivo ed intrinseco dell'impresa, stabilito sulla base di congetture caratterizzate da un cospicuo livello di credibilità e razionalità, libero da valutazioni a carattere soggettivo e da influenze accidentali legate all'andamento di domanda e offerta. (Carlotti M., 2012)

Contrariamente, il prezzo finale subisce l'influenza di diversi fattori di natura soggettiva e negoziale propri alle parti interessate e alla trattativa, per cui può deviare anche significativamente dal *fair value*.

È altresì importante sottolineare come il valore di un'azienda non sia mai puntuale ed assoluto, poiché esiste una certa soggettività nel lavoro di chi valuta. I risultati ottenuti da più professionisti, infatti, possono rivelarsi notevolmente differenti pur utilizzando criteri di stima identici ed essendo in possesso delle stesse informazioni.

Difatti, valutare un'impresa equivale ad ottenere un intervallo di valori, all'interno del quale si può collocare la stima del prezzo che probabilmente potrebbe essere raggiunto durante una negoziazione. (aifi)

La mancanza di assoluta oggettività è anche data dall'iter consolidato tra i valutatori, per cui vengono utilizzati simultaneamente almeno due metodi di valutazione, di norma uno principale ed uno di controllo.

Le due principali metodologie utilizzate nella prassi per ottenere una stima del valore di un'impresa nell'ambito del *private equity* sono il *Discounted Cash Flow* (DCF) e il metodo dei multipli.

I due metodi non sono da considerare alternativi tra loro, ma complementari, perché, come già accennato, confluiscono ambedue alla stima di un *range* di valori.

2.1. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)

Da un punto di vista finanziario, la creazione di valore si origina dalla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa prospettici in grado di remunerare adeguatamente i capitali investiti.

Il seguente metodo presume che il valore di un'impresa sia dato dai flussi di cassa futuri attualizzati ad un tasso che includa il loro profilo di rischio ed il valore finanziario del tempo. Tasso che equivale al costo del capitale per l'azienda, che ne rispecchia il rischio operativo e finanziario.

Di seguito la formula:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

dove:

W = valore dell'azienda

CF_t = flussi di cassa generati in ciascun periodo futuro t

r = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa = costo opportunità del capitale.

È inconfutabile però l'impossibilità di realizzare una stima di ogni flusso di cassa a cui l'impresa darà origine da qui all'infinito, pertanto la valutazione viene frazionata in due segmenti temporali: quello che corrisponde al piano industriale e quello che dalla fine di quest'ultimo va all'infinito. Nel primo caso si ottiene una stima minuziosa basata sul *business plan*, mentre nel secondo si va a semplificare assumendo un flusso di cassa normalizzato di fine piano che l'impresa sarà capace di creare da quel momento all'infinito.

Tale flusso verrà considerato costante in ipotesi di *steady state*, mentre crescerà all'infinito ad un tasso g costante in ipotesi di *steady growth* (modello di Gordon).

Date queste considerazioni, troviamo all'interno del valore dell'azienda due diverse componenti: il valore determinato dai *cash flow* inerenti all'orizzonte di piano e il *terminal value* (TV) dell'impresa, che non è altro che il suo valore a fine piano, dato dal valore attuale della rendita perpetua dei flussi al di là della prospettiva analitica.

Di conseguenza, la formula si trasforma nella seguente:

$$W = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^N}$$

Steady state:

$$TV = \frac{CF_N}{r}$$

Steady growth:

$$TV = \frac{CF_N(1+g)}{r-g}$$

dove:

CF_N = flusso di cassa normalizzato di fine piano

g = tasso di crescita perpetuo.

È fondamentale, nella valutazione, il calcolo del TV, poiché spesso acquisisce grande rilevanza sul valore totale dell'azienda. Da qui una criticità rilevante del metodo DCF: una porzione considerevole del valore finale oggetto di stima è imputabile ad ipotesi riguardanti il futuro, con uno scarso livello di prevedibilità. Ne deriva che l'operatore deve impiegare grande cautela nella stima, ad esempio, del flusso normalizzato e del tasso di crescita perpetuo, poiché su un orizzonte temporale infinito anche variazioni minime di questi parametri possono indurre a variazioni significative del *terminal value*, nonché del valore dell'azienda.

Il flusso di cassa normalizzato di fine piano (CF_N) viene prodotto dall'impresa in assenza di crescita e in uno stato di normalità, si usa, infatti, ipotizzare che gli ammortamenti coincidano con gli investimenti di sostituzione per la conservazione della capacità produttiva in essere e che non ci sia variazione nel circolante. Normalizzare, inoltre, denota anche la depurazione del flusso di fine piano da potenziali irregolarità transitorie e accidentali derivanti da eventi straordinari o dalla congiuntura economica.

Il tasso di crescita g è determinato dall'indice di redditività attesa dei nuovi investimenti (ROI o ROE, in base al tipo di valutazione che può essere *asset side* o *equity side*) moltiplicato per il tasso di reinvestimento dei flussi di cassa. (Carlotti M., 2012).

Il calcolo di tale tasso si basa sui risultati futuri attesi, ma può anche essere stabilito sulla base della serie storica dei risultati dell'azienda, assumendo che in futuro venga reiterato il *trend* avuto nel passato.

Si tratta di un tasso non esente dalle criticità, la cui stima risulta più complessa in contesti colmi di incertezza e instabilità, come quelli innovativi. Di norma, per precauzione, nella prassi si attribuisce al tasso di crescita un valore coerente con le previsioni di crescita del PIL o del settore a cui si fa riferimento nel lungo periodo. (Ferrara L., 2006)

Un'opzione alternativa rispetto a quella del calcolo del TV già illustrato è l'utilizzo di un multiplo, applicato alla grandezza economica pertinente dell'azienda prevista al termine del piano (EBIT, EBITDA...), in tal senso il

terminal value si presenta come una presunta misura di realizzo dell'impresa a fine piano.

Il tasso di sconto e i flussi di cassa nella formula del DCF mutano in base al metodo di valutazione impiegato. Il DCF prevede, per l'appunto, due approcci:

1. *Asset side*, che stima l'*entreprise value*, cioè il valore del capitale investito netto operativo (CIN);
2. *Equity side*, che giunge all'*equity value*, che corrisponde al valore economico del patrimonio netto dell'azienda.

Le due grandezze sono congiunte dalla seguente relazione:

$$W_A = W_E + PFN$$

dove:

W_A = *entreprise value*;

W_B = *equity value*;

PFN = posizione finanziaria netta.

Ambedue gli approcci raggiungono il medesimo obiettivo finale, che è la stima del valore dell'*equity*, con la differenza che il secondo metodo lo determina direttamente, mentre il primo lo raggiunge sottraendo la PFN all'*entreprise value* precedentemente determinato.

Per quanto concerne i flussi di cassa, in un approccio *asset side* bisogna prendere in esame i flussi di cassa operativi (FCFO, *Free cash flow from operations*), prodotti dalla gestione operativa e disponibili per la remunerazione di creditori e azionisti.

In una valutazione *equity side*, invece, rilevano i *Free cash flow to equity* (FCFE), che sono i flussi disponibili per gli azionisti, pertanto scontano anche la gestione finanziaria.

Di seguito il calcolo dei FCFO:

EBITDA
± Δ Capitale circolante
± Δ fondo TFR
- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
- imposte teoriche sull'EBIT
= **FCFO**

Analogamente:

EBITDA
± Δ Capitale circolante
± Δ fondo TFR
- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
- interessi passivi netti
- imposte sull'utile netto
± versamenti/rimborsi di capitale proprio
± variazione programmata dell'indebitamento
= **FCFE**

Di regola, nella pratica, si favorisce il metodo *asset side* poiché consente di snellire la stima a livello pratico e di renderla più verosimile e attendibile. (Carlotti M., 2012 e Ferrara L., 2006)

Difatti, in una concezione *equity side*, determinare i FCFE richiede l'esatta conoscenza dell'ammontare degli oneri finanziari inerenti ad ogni anno di previsione, fattispecie molto difficile da realizzare, se si prendono in considerazione, ad esempio, i potenziali tassi di interesse variabili.

Stabiliti i flussi di cassa prospettici, è ora fondamentale rilevare un appropriato tasso di attualizzazione, che coincide con il costo del capitale per l'azienda, vale a dire, dal punto di vista di creditori e azionisti, al rendimento considerato ammissibile in funzione del rischio sostenuto. Nello specifico, i finanziatori a titolo di debito si aspettano un certo rendimento K_d e quelli titolari di capitale di rischio un rendimento K_e .

Inoltre, in un approccio *asset side* i FCFO vanno attualizzati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che coincide con il rendimento medio ponderato atteso da tutti i finanziatori (debitori e azionisti), definito come media tra K_d e K_e , calcolato in funzione dell'influenza che il capitale di debito e quello di rischio hanno sulla composizione finanziaria dell'azienda. Da qui la formula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - \tau_c) \times \frac{D}{D + E}$$

dove:

K_e = costo dell'equity;

$\frac{E}{D+E}$ = peso dell'*equity* nella struttura finanziaria;

$K_d \times (1 - \tau_c)$ = costo del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale relativo alla deducibilità degli interessi passivi;

$\frac{D}{D+E}$ = peso del capitale di debito nella struttura finanziaria.

Per quanto concerne il metodo *equity side* il tasso di attualizzazione idoneo è il K_e , che è il costo del capitale di rischio, nonché il rendimento atteso dagli azionisti.

Ma come si calcolano il costo del debito e quello dell'*equity*?

Il primo, che risulta dalla media dei tassi di interesse impiegati dai finanziatori ai debiti finanziari in base a quanto previsto nel *business plan* dell'impresa (Carlotti, M, 2012).

Il costo del capitale di rischio viene abitualmente determinato servendosi del modello base del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = *risk free rate*

β = coefficiente Beta, che determina il rischio sistematico della specifica impresa in funzione della sensibilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato (Ross S.A., et al., 1997)

R_m = tasso di rendimento medio del mercato azionario

R_f = *market risk premium*

2.2. Il metodo dei multipli

I moltiplicatori di mercato permettono di stimare il valore di un'impresa in funzione del rapporto tra i prezzi esposti dal mercato di Borsa o dal mercato del controllo per società comparabili (i cosiddetti *comparables*) e relative variabili economiche, patrimoniali o finanziarie, quali, ad esempio, il fatturato, l'EBITDA, l'EBIT, l'utile netto, ecc. Pertanto, questo approccio mira al calcolo di un prezzo negoziabile verosimile e non del valore insito nell'azienda. (Ferrara L., 2006)

Questo metodo si basa dunque sulle indicazioni fornite dal mercato per altre società con caratteristiche simili, lasciando al mercato la facoltà di stimare le prospettive di crescita dei flussi di cassa e del profilo di rischio. (Massari M, Zanetti L., 2008)

I passaggi chiave del metodo dei multipli sono:

1. **Determinazione del campione di riferimento:** si seleziona un insieme di aziende che condividono caratteristiche simili con l'impresa oggetto di valutazione. Trovare aziende del tutto omogenee è difficile, pertanto si identificano le proprietà più significative per definire l'insieme di confronto;
2. **Scelta dei multipli significativi:** tra cui i principali:

Multipli <i>asset side</i>	Multipli <i>equity side</i>
$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Capitalizzazione} + PFN}{\text{Margine operativo netto}}$	$\frac{P}{E} = \frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Utile netto}}$
$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Capitalizzazione} + PFN}{\text{Margine operativo lordo}}$	$\frac{P}{CE} = \frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Utile netto} + \text{Ammortam.}}$
$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Capitalizzazione} + PFN}{\text{Fatturato}}$	$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Patrimonio netto}}$

Fonte: Massari M., Zanetti L., (2008).

Come si può osservare dalla tabella qui sopra, si distinguono due categorie di multipli: *asset side* ed *equity side*.

Nei multipli *equity side* al numeratore troviamo la *l'equity value*, nonché la capitalizzazione di Borsa, mentre in quelli *asset side* troviamo *l'entreprise value*, che coincide con la somma tra la capitalizzazione e il valore di mercato della posizione finanziaria

netta. I primi permettono di calcolare direttamente il valore del capitale, mentre i secondi partono dall'*entreprise value*, a cui si sottrae (se positiva) o somma (se negativa) il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

Un'ulteriore distinzione è quella tra multipli diretti e indiretti: quelli diretti hanno al denominatore grandezze economiche, mentre al denominatore dei multipli indiretti ci sono grandezze non idonee a rivelare un grado di redditività dell'impresa. (Massari M., Zanetti L., 2008). In riferimento alla tabella qui sopra, sono indiretti i multipli che hanno come denominatore il fatturato e il *book value*.

3. **Calcolo dei multipli:** impiegando dati finanziari dell'anno in corso e di quello successivo, ma ad ogni modo resta la possibilità di optare per periodi diversi in funzione della realtà aziendale e del contesto di valutazione.
4. **Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli** in base alle osservazioni qualitative e quantitative attinenti alla comparabilità delle società facenti parte del campione.
5. **Applicazione dei multipli** e determinazione dell'intervallo di valori per l'impresa oggetto di valutazione.

Tuttavia, il metodo dei multipli presenta alcune limitazioni, principalmente legate alle difficoltà nella scelta del campione di società comparabili e nella selezione dei **multipli significativi**. Le problematiche connesse includono:

- a) **Scelta del Campione di Riferimento:** non è sempre semplice individuare una serie di società comparabili che rappresentino in modo confacente l'azienda in esame;
- b) **Selezione dei Multipli Significativi:** anche la scelta dei multipli più rilevanti e pertinenti può presentare diversi ostacoli.

2.3. Il *Venture Capital Method*

Il metodo di valutazione del *Venture Capital*, impiegato su imprese attive in settori innovativi con limitati dati storici e prospettive di rendimento promettenti, presenta somiglianze significative con l'approccio finanziario nella previsione dei futuri flussi di cassa che si verificheranno al momento in cui l'investitore deciderà di disinvestire, realizzando così il rendimento. In questo contesto, si utilizza il metodo dei multipli per stimare il valore futuro dell'azienda una volta che questa inizierà a generare risultati positivi, e tale valore viene poi scontato a un tasso compreso generalmente tra il 25% e il 60%.

Il risultato così ottenuto servirà come guida per gli investitori durante la fase strategica, aiutandoli a determinare quanto investire nel progetto. Questo metodo si divide principalmente in quattro fasi:

1) Valutazione del futuro valore dell'azienda, con la data di uscita come riferimento. Questa stima si basa sulla previsione dei flussi di cassa generati in quel momento, utilizzando anche un multiplo di mercato noto come Valore Terminale.

2) Attualizzazione del Valore Futuro (VF) ad un tasso di sconto che rifletta il rendimento desiderato dall'investitore, considerando il rischio associato e le risorse investite:

$$\text{Valore finale scontato} = \frac{\text{valore finale}}{(1 + IRR)^n}$$

n = anni che intercorrono tra l'investimento e l'uscita

Il valore ottenuto indicherà il valore totale dell'impresa nel momento in cui entra l'investitore;

- *Calcolo della partecipazione nel capitale con il valore finale:*

Quota finale = investimento programmato/VF scontato

- Valutazione dell'impatto della diluizione causata dalle future capitalizzazioni e il suo riequilibrio attraverso il rapporto di ritenzione, che quantifica la diminuzione della quota dell'investitore a causa di tali transazioni. La quota richiesta per il VC, che tenga in considerazione il suo tasso di rendimento obiettivo sarà:

Quota corrente richiesta = Quota finale richiesta/Tasso di ritenzione

e

$$Quota \% richiesta = \frac{Investimento\ programmato}{Valore\ finale\ scontato} \times \frac{1}{Tasso\ di\ ritenzione}$$

Il principale svantaggio di questo approccio risiede nell'utilizzo di tassi di sconto molto elevati. Gli investitori lo giustificano considerando la scarsa liquidità, l'apporto di competenze tecniche all'impresa oltre alle risorse finanziarie e il rischio significativamente alto di fallimento dell'azienda. È proprio quest'ultimo rischio a essere particolarmente rilevante, poiché la probabilità di fallimento in questa fase è più alta rispetto ad altri momenti e tipologie di operazioni. A causa di tale rischio e della conseguente perdita delle ingenti risorse investite, diventa difficile determinare un tasso adeguato alla situazione, spingendo gli esperti a considerare alternative.

CAPITOLO IV: INTERVISTA A UN PRIVATE EQUITY: GRADIENTE SGR

L'industria del *private equity* è un mondo affascinante e complesso, in cui gli investitori assumono un ruolo attivo nell'accelerare la crescita e il successo di numerose imprese. È un settore che ha attirato l'attenzione di accademici, analisti e professionisti finanziari in tutto il mondo, poiché offre un'opportunità unica di generare ritorni significativi sugli investimenti.

Per comprendere meglio la dinamica e le sfide di questo settore, ho avuto l'opportunità di intervistare un esperto di *private equity*, il Dottor Fabrizio Grasso, *partner* di Gradiente SGR (società di gestione del risparmio) che tramite il fondo Gradiente I, investe nella crescita di PMI italiane.

Il Dottor Grasso ha gentilmente condiviso la sua esperienza e le sue prospettive e, con l'obiettivo di analizzare il ruolo e l'impatto del *private equity*, abbiamo esplorato una serie di argomenti critici, tra cui la scelta dell'impresa *target* da parte del fondo, la scelta del *management team*, le difficoltà nell'instaurazione di un rapporto con quest'ultimo e l'importanza delle tematiche ESG nel contesto odierno. Mi sono occupata quindi di preparare un protocollo di intervista basato sui rilievi della letteratura in merito al ruolo, processo e impatto degli operatori di PE, e ho condiviso il protocollo con il Dott. Grasso prima dell'intervista. Ho poi effettuato l'intervista in videoconferenza, in data 28 febbraio 2024.

Attraverso questa intervista, ho cercato di cogliere le prospettive uniche di un operatore di *private equity* per comprendere meglio come affrontano le sfide e sfruttano le opportunità nel contesto economico attuale.

Nelle pagine seguenti, presenterò in dettaglio l'intervista, evidenziando i principali temi emersi nelle due giornate di incontri.

Intervista del 28 febbraio 2024

D1: «Quali sono le caratteristiche che una PMI deve avere per essere un *target* attraente per un fondo *mid cap* come il vostro?»

Focus del fondo

«Ogni fondo ha un *focus* di investimento, che può cambiare nel corso del tempo. Per i fondi focalizzati sulle *mid cap* “all’italiana”, si tratta di aziende con un fatturato tra i 20 e gli 80 milioni di euro, quindi sotto i 100 milioni.»

Esclusione delle ristrutturazioni

«Le aziende coinvolte in ristrutturazioni aziendali, i cosiddetti *turnaround*, non rientrano nel nostro *focus*. Il settore delle ristrutturazioni richiede competenze specifiche e comporta rischi maggiori e aspettative di ritorno elevate. Questo approccio è diverso da quello dello sviluppo aziendale, di cui ci occupiamo noi.»

Potenzialità di sviluppo

«Il *driver* principale per noi è la potenzialità di sviluppo dell’azienda, sia attraverso la crescita organica che per linee esterne. Cerchiamo aziende con potenzialità di crescita in Italia e all'estero, capaci di aumentare il proprio EBITDA in modo credibile nel tempo.»

Aggregazioni e settore di appartenenza

«Valutiamo anche la capacità dell'azienda di diventare un polo di aggregazione, specialmente in settori frammentati dove le aggregazioni orizzontali sono frequenti. Un’azienda che può offrire una gamma completa di prodotti complementari (*one stop shop*) diventa particolarmente interessante.»

Per lo stesso motivo, Stefania Peveraro, in un articolo su Milano Finanza, definisce gli italiani come “popolo di aggregatori”, in quanto

sempre più vicini all'approccio *buy-build* o *add-on*, che vede come obiettivo, a partire da una prima acquisizione, quello di aggregare più imprese complementari tra loro per creare sinergie di gruppo ed aumentare le possibilità di sviluppo internazionale.

Considerazioni geografiche e settoriali

«Operando in Italia, troviamo un mercato composto prevalentemente da PMI, facilitando i processi aggregativi. Questo contribuisce alla transizione del mercato verso gruppi più grandi e manageriali, aumentando la competitività anche a livello internazionale.»

Focalizzazione settoriale

«Sebbene alcuni fondi possano avere una focalizzazione settoriale, in Italia ciò è raro a causa delle dimensioni ridotte del mercato. Il settore alimentare è l'unico con una dimensione tale da permettere una specializzazione settoriale significativa. Al di fuori di questo, la maggior parte degli operatori italiani tende a mantenere un approccio generalista.»

In sintesi

«Cerchiamo PMI con potenzialità di crescita significativa, capaci di aggregare altre aziende e con una filiera adatta sia per integrazioni verticali che orizzontali. Questi fattori rendono le aziende *target* attraenti per gli investimenti, favorendo la creazione di valore e la competitività nel mercato globale.»

D2: «Se vogliamo cambiare prospettiva e vederla dall'altro lato, voi come fornite assistenza alle imprese a livello di strategia e gestione? E, secondo Lei, quali sono le competenze più richieste e più ricercate in un professionista di *private equity*, specialmente in uno *mid cap*? C'è una differenza tra gli operatori *mid cap* e gli altri in relazione alle competenze richieste?»

Approccio *hands on* vs *hands off*

«L'approccio sulla partecipata può essere di due tipi: *hands on* o *hands off*. Questo è strettamente legato alle dimensioni dell'azienda. Aziende più piccole tendono ad aver bisogno di un approccio *hands on*, dove il fondo interviene direttamente nella gestione. Aziende più grandi, invece, richiedono un approccio *hands off*, con il fondo che si limita a interfacciarsi con il *management* e a controllare i numeri. Noi, per la dimensione delle nostre partecipate, adottiamo prevalentemente un approccio *hands on*.»

Competenze richieste

«Le competenze necessarie in un professionista di *private equity* sono essenzialmente le stesse, indipendentemente dalla dimensione del fondo. La valutazione dell'investimento e il processo decisionale non cambiano. La differenza principale è nell'approccio: nei fondi più piccoli, il professionista deve spesso aiutare a strutturare l'azienda e supportare nelle scelte operative, mentre nei fondi più grandi il *focus* è sul monitoraggio continuo e sul supporto strategico.»

Supporto e monitoraggio continuativo

«Il nostro ruolo non è gestire l'azienda operativamente giorno per giorno, ma aiutare nella strutturazione, nelle scelte di processo e investimento, e nel monitoraggio continuo. Questo approccio *hands on* è essenziale per supportare il *management* nelle decisioni strategiche. Inoltre, gestiamo i processi di acquisizione per la crescita per linee esterne, competenze che spesso mancano internamente nelle aziende di medie dimensioni.»

In sintesi

«L'assistenza che forniamo alle imprese si basa su un approccio *hands on* per le aziende più piccole, aiutandole nella strutturazione e nelle decisioni strategiche. Le competenze richieste in un professionista di *private equity* sono simili per tutti i fondi, ma il livello di intervento diretto può variare. Nei fondi *mid cap*, è fondamentale il supporto continuo e la gestione dei

processi di crescita esterna, competenze spesso non presenti internamente nelle aziende *target*.»

D3: «Parlando sempre di *management*, quali sono, secondo Lei, le principali criticità nel costruire un rapporto di fiducia, che credo sia cruciale in un contesto di questo genere?»

Scelta del *management*

«Il *management* in un investimento di *private equity* è un elemento assolutamente critico. La scelta del *management* non è facile e non c'è una risposta semplice alla sua domanda. Ci sono due approcci principali per scegliere il *manager*: affidarsi a società di *head hunting* o attingere al proprio *network*. Ogni *manager* ha una sua predisposizione, e non esiste una regola fissa. Alcuni privilegiano un *manager* con esperienza specifica nel settore, mentre altri ne preferiscono uno che conosca bene il *modus operandi* del fondo. Se si trova un *manager* con entrambe le caratteristiche, si ha il candidato ideale, ma non è facile.»

Approccio generale vs specifico

«Statisticamente, noi tendiamo a preferire *manager* con caratteristiche generali adeguate, anche se non hanno esperienza specifica nel settore. Altri fondi possono avere un orientamento diverso. Tuttavia, un *manager* deve avere una curva d'apprendimento e spesso il tempo non c'è. Un terzo elemento fondamentale è quello personale, l'aspetto "empatico", che si deve adattare alla realtà specifica dell'azienda.»

Relazione con l'Imprenditore venditore

«Esistono due scenari: l'imprenditore vende l'azienda e si ritira completamente, oppure vende l'azienda e rimane coinvolto, magari in minoranza o gestendo ancora l'azienda. Nel primo caso, il fondo può agire liberamente, mentre nel secondo caso, anche se in maggioranza, bisogna

instaurare un buon rapporto con l'ex proprietario. La scelta del CEO deve tenere conto anche delle dinamiche relazionali, soprattutto se l'imprenditore o i suoi familiari rimangono in azienda.»

Importanza delle capacità relazionali

«In un'azienda dove la famiglia dell'ex proprietario è ancora presente, le capacità relazionali del *manager* sono fondamentali. Il *manager* deve sapersi interfacciare con l'azionista che ha logiche diverse rispetto a qualsiasi altro *stakeholder*. Le capacità di conoscenza del mercato e di gestione dei processi, unite alle capacità relazionali, sono essenziali per il successo dell'investimento, soprattutto se l'operazione prevede la permanenza dell'imprenditore.»

In sintesi

«Le principali criticità nella costruzione di un rapporto di fiducia con il *management* includono la scelta tra *manager* con esperienza specifica nel settore e quelli che comprendono il *modus operandi* del fondo, e la gestione delle relazioni con l'imprenditore venditore. Le capacità relazionali del *manager* sono cruciali, specialmente quando l'imprenditore rimane coinvolto nell'azienda, per garantire una gestione fluida e di successo.»

D4: «Rimanendo sulla figura dell'imprenditore, sembra che l'imprenditore italiano in genere sia molto chiuso e che tenda a non aprirsi o a diffidare delle ingerenze esterne. Secondo Lei, come si può migliorare la comunicazione e la collaborazione tra il private equity e le piccole e medie imprese in Italia?»

Evoluzione del panorama imprenditoriale italiano

«Innanzitutto, il panorama italiano ha subito un'importante evoluzione. Mi occupo di private equity da vent'anni, e rispetto a vent'anni fa, quando c'era una diffidenza estrema verso tutto ciò che era finanziario, oggi la situazione

è migliorata. Con la crisi Lehman Brothers del 2008, c'è stato un picco di cattiva fama per tutto ciò che era finanziario, anche se il *private equity* non era direttamente coinvolto.»

Lehman Brothers era una delle maggiori banche di investimento degli Stati Uniti. Fallita nel 2008, ha innescato un incredibile effetto domino, dando il via ad una serie di crolli in borsa in tutto il mondo e colpendo mercati valutari e prezzo del petrolio. Si parla di un “effetto Lehman” che ha innescato un’immensa recessione economica globale e che ha messo in cattiva luce anche i settori finanziari non direttamente coinvolti. (La Stampa, 2023)

Incremento degli operatori e degli *advisor*

«Negli ultimi anni, sono aumentati gli operatori nel settore, anche se ancora pochi numericamente. Oggi ci sono molti più operatori che vanno in giro a incontrare aziende e ad “evangelizzare” il mercato, spiegando il ruolo e i vantaggi del *private equity*. Parallelamente, il mercato degli *advisor* si è sviluppato, soprattutto a Milano, con una pleora di professionisti che lavorano nell'M&A e nel *corporate*, contribuendo a diffondere la conoscenza del *private equity*.»

Effetto delle operazioni completate

«Un altro elemento chiave è che più operazioni si portano a termine, più è chiaro il funzionamento del *private equity*. Se un'azienda vicina ha venduto a un fondo, i vicini imprenditori saranno curiosi di capire come funziona. Questo interesse ha portato a una maggiore consapevolezza e accettazione del *private equity*.»

Traiettoria del mercato

«Oggi, quando visitiamo un'azienda, raramente incontriamo imprenditori che non sanno cos'è il *private equity*. Spesso hanno già parlato con *advisor* o commercialisti. Non vedo azioni specifiche da intraprendere, piuttosto una

traiettorie in corso. Il mercato italiano sta diventando sempre più sofisticato, anche se è ancora meno maturo rispetto ai mercati anglosassoni. Tuttavia, l'azione continua degli operatori sta acculturando il mercato e continuerà a procedere in questa direzione.»

In sintesi

«La comunicazione e la collaborazione tra *private equity* e PMI italiane sono migliorate grazie all'aumento degli operatori e degli *advisor* che diffondono la conoscenza del settore. Le operazioni completate hanno contribuito a chiarire il funzionamento del *private equity*, aumentando l'interesse e l'accettazione da parte degli imprenditori. Il mercato italiano sta evolvendo verso una maggiore sofisticazione, grazie alla continua opera di informazione e educazione da parte degli operatori del settore.»

D5: «Lei ha parlato di un aumento, negli ultimi anni, del numero di operatori. Voi come gestite come fondo la concorrenza con questi altri operatori?»

Operatori strutturati e non strutturati

«È importante fare una distinzione tra due macrocategorie di operatori nel *private equity*: gli operatori strutturati e quelli non strutturati. Gli operatori strutturati sono quelli che trovate nel sito dell'AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*), dove sono elencati operatori autorizzati da Banca d'Italia e Consob. Questi operatori gestiscono fondi chiusi, con un orizzonte temporale definito (generalmente 10 anni), e seguono regolamenti approvati dalle autorità.»

Holding di partecipazione e Club Deal

«Oltre agli operatori strutturati, ci sono altri modi di fare *private equity*. Uno è attraverso le *holding* di partecipazione, che non hanno un orizzonte temporale definito e possono detenere partecipazioni aziendali a lungo

termine, vendendo solo quando ritenuto opportuno. Un'altra modalità emersa negli ultimi anni è quella dei *club deal*. Qui, un *team* ristretto di professionisti raccoglie fondi per singole operazioni, spesso da imprenditori con cui hanno un rapporto di fiducia. Questo modello consente maggiore flessibilità e minori costi burocratici, ma bisogna convincere ogni volta gli investitori per ogni singolo *deal*.»

Dal dizionario di Economia e Finanza di Treccani, ricaviamo che per *holding* si intende una società (detta capogruppo o società madre) che ha il potere di controllare la gestione di altre società del gruppo, poiché ne detiene delle partecipazioni azionarie. Le società controllate perdono l'autonomia economica, mantenendo quella giuridica ed il controllo da parte della società madre può essere totalitario, se coinvolge la totalità del capitale sociale; maggioritario, se la quota va oltre il 50%; minoritaria, se non supera il 50%.

Uno dei vantaggi maggiori che può incontrare una *holding* è la possibilità di estendere il potere di controllo mediante il possesso di un'entità limitata di partecipazioni (leva azionaria).

Competizione nei *deal* e nel *fundraising*

«La competizione si manifesta principalmente a livello delle operazioni di investimento (i *deal*) e in misura minore nel *fundraising*. Gli operatori strutturati competono tra loro per acquisire aziende offrendo il prezzo più alto o dimostrando un forte allineamento con gli interessi del venditore. I *club deal*, invece, sono più spregiudicati, non avendo gli stessi vincoli burocratici, e possono offrire condizioni più vantaggiose in termini di prezzo e coinvolgimento diretto degli imprenditori nelle decisioni.»

Il *club deal* è un investimento “collettivo”, caratterizzato dalla partecipazione di più investitori, istituzionali o privati, che hanno il comune obiettivo di finanziare *startup* o PMI. A differenza del *private equity*, il *club deal* gode di maggiore flessibilità e all'investitore non viene chiesto un *pre-*

commitment di liquidità quando sceglie di finanziare determinati progetti. Va evidenziato, inoltre, che chi aderisce ad un club ha il diritto di partecipare attivamente all'intero processo di investimento, mentre in un fondo sono presenti professionisti del settore che si occupano di determinate fasi del processo. (Deutsche Bank Magazine, 2023)

Svantaggi dei Club Deal

«I *club deal* presentano però un rischio per il venditore, poiché i fondi non sono garantiti fino a quando tutti i partecipanti non hanno confermato il loro impegno. Invece, i fondi gestiti da SGR (Società di Gestione del Risparmio) hanno già raccolto i capitali necessari, riducendo il rischio di mancanza di fondi. Questo rende i *club deal* meno sicuri per i venditori rispetto agli operatori strutturati.»

Strategia per gestire la concorrenza

«Per gestire la concorrenza, cerchiamo di trovare operazioni proprietarie, ovvero *deal* che non sono ancora sul mercato. Questo ci permette di negoziare direttamente con gli imprenditori, spiegando perché siamo il miglior acquirente possibile. Utilizziamo il nostro *network* e rapporti preferenziali con alcuni *advisor* che non prediligono le aste competitive. In questo modo, evitiamo di competere solo sul prezzo, riducendo il rischio di offrire più del dovuto senza sapere quanto offre la concorrenza.»

In sintesi

«La concorrenza nel settore del *private equity* è gestita attraverso una chiara distinzione tra operatori strutturati e non strutturati, con strategie differenziate per affrontare le sfide poste dai *club deal*. La nostra strategia principale per vincere la concorrenza senza dissanguarci è identificare e lavorare su operazioni proprietarie, utilizzando il nostro *network* e relazioni preferenziali con *advisor*.»

D6: «Passando invece agli interessi in gioco, in un'operazione di *private equity* come fate ad allineare gli interessi e, nello specifico, come bilanciate l'interesse del fondo a creare valore e la necessità di sviluppare la PMI e sostenerla nella crescita?»

Allineamento degli interessi

«In realtà, non c'è una divergenza di interessi. La creazione di valore per il fondo passa quasi esclusivamente per la crescita della PMI. Un tempo, si poteva fare un'operazione in cui si comprava un'azienda che generava cassa in maniera importante, si metteva sopra molto debito e con la cassa generata dall'azienda si ripagava il debito. Questo generava ritorni interessanti per una semplice questione di matematica finanziaria. Tuttavia, questo metodo presentava rischi significativi: se l'azienda non avesse più potuto ripagare il debito a causa di problemi di mercato o di altro tipo, si sarebbero creati gravi problemi finanziari.»

Evoluzione delle strategie di *private equity*

«Oggi, nessuno che conosca e che faccia il mio mestiere si basa esclusivamente sul pagamento del debito per generare valore. Questo tipo di operazione andava in contrasto con la crescita dell'azienda perché, se tutti i flussi di cassa fossero stati destinati al ripagamento del debito, non si sarebbero potuti finanziare investimenti, l'internalizzazione o acquisizioni. Oggi, invece, il debito viene utilizzato in modo più strategico e coerente con un piano di crescita aziendale sia interna che esterna.»

Con crescita per linee interne si intende la crescita che tramite l'implementazione di nuove attività con l'ausilio delle risorse presenti all'interno dell'azienda, tra cui capitale umano, finanziario e tecnologico. Questa implica investimenti in impianti, macchinari e attrezzature, ricerca e nuovi stabilimenti. La crescita per linee esterne, invece, incorpora le alleanze e le operazioni di fusione e acquisizione (M&A). (Sicca, 2001)

Bilanciamento tra debito e crescita

«Non significa che non mettiamo debito nelle aziende, ma la leva finanziaria deve essere coerente con il piano di crescita dell'azienda. La crescita per linee esterne, come acquisizioni, non viene inserita nel piano iniziale perché non si può prevedere con certezza quando e quanto costerà. Pertanto, la leva finanziaria viene tarata sulla crescita per vie interne, ma il fondo deve essere sempre pronto a immettere risorse aggiuntive quando si presentano opportunità di crescita per linee esterne.»

Strategie per allineare gli interessi

1. Struttura Finanziaria Coerente: «La leva finanziaria deve essere adeguata al piano di crescita dell'azienda, evitando di zavorrarla con troppo debito. La crescita include investimenti e capitale circolante, poiché un aumento del fatturato richiede risorse per sostenere questa crescita.»

2. Disponibilità a Fornire Risorse Aggiuntive: «Essere pronti a inserire ulteriori risorse finanziarie quando emergono opportunità di crescita fuori dall'ordinarietà, che possano accelerare ulteriormente lo sviluppo dell'azienda.»

In sintesi

«La generazione di valore per il fondo e la crescita dell'azienda oggi vanno esattamente nella stessa direzione. Questo si realizza attraverso una struttura finanziaria equilibrata e la disponibilità a investire ulteriormente per sostenere opportunità di crescita straordinarie. Questi due approcci garantiscono che gli interessi del fondo siano allineati con quelli della PMI, favorendo una crescita sostenibile e redditizia.»

D7: «Per quanto concerne le tematiche ESG: secondo Lei, qual è il loro impatto nei processi di scelta degli investimenti ma anche nella gestione poi delle partecipate?»

Evoluzione nella considerazione delle tematiche ESG

«Anche qui c'è stata un'evoluzione importante e rapida negli ultimi anni. Dieci anni fa, le tematiche ESG nel mondo del *private equity* erano abbastanza ignorate. Tuttavia, nel frattempo, ci sono stati una serie di *input* dall'alto, a livello di sottoscrittori. Il fondo di *private equity* deve chiedere denaro ai sottoscrittori, che nel nostro caso sono istituzionali. A questi soggetti racconta una storia: il proprio modo di lavorare, ciò che si vuole fare, mostrando il proprio *track record*. Ma è anche necessario ascoltare le necessità della controparte.»

La sigla ESG corrisponde a *Environmental, Social e Governance* (ambientale, sociale e governo societario) e consiste in alcuni fattori che qualificano un'attività come sostenibile. Ad esempio, un'attività è sostenibile se rispetta l'ambiente, c'è attenzione all'inclusione ed al benessere dei lavoratori, si favorisce la presenza di donne negli organi di amministrazione. Sono presenti agenzie specializzate che elaborano dei *rating* ESG, anche se sono ancora assenti degli standard uniformi condivisi globalmente per valutare la sostenibilità. (Banca d'Italia, 2022).

Evoluzione delle esigenze dei sottoscrittori

«Per molti anni, l'*input* da parte dei sottoscrittori era meramente economico: ci si aspettava determinati ritorni dal fondo di *private equity*, basandosi sul *track record*. Negli ultimi anni, sempre più sottoscrittori hanno posto l'accento sulle tematiche ESG, chiedendo se nel nostro operare rispettiamo determinati parametri o obiettivi ESG.»

Livelli di conformità ESG

«Oggi, ci sono vari livelli di conformità alle tematiche ESG, che vengono declinati anche in questioni regolamentari. Quando lanci un nuovo fondo, devi specificare nel documento di offerta il livello di considerazione delle tematiche ESG, che può variare da ignorarle completamente, a tenerle in

considerazione, fino a investire con l'obiettivo di migliorare specifici parametri ESG. Attualmente, quasi nessuno ignora queste tematiche.»

Pressioni regolamentari e di mercato

«Dal punto di vista regolamentare, esistono normative che classificano i fondi in base ai loro obiettivi ESG, come l'articolo 8 e l'articolo 9 del regolamento europeo SFDR. Inoltre, i sottoscrittori possono fissare degli obiettivi specifici di miglioramento dei parametri ESG, e in alcuni casi, legare una parte del *carried interest* del fondo al miglioramento di questi parametri.»

Due diligence ESG e gestione delle partecipate

«Fino a pochi anni fa, la *due diligence* ESG non esisteva. Quello che si faceva era una *due diligence* ambientale per verificare rischi di inquinamento o problemi di salute sul posto di lavoro nelle aziende industriali. Oggi, è imprescindibile effettuare una *due diligence* ESG che copra tutti i parametri ambientali, sociali e di *governance*. Il monitoraggio e il miglioramento dei parametri ESG sono diventati *standard* nella gestione delle partecipate.»

Sfide attuali

«Una delle sfide attuali è l'omogeneità e l'oggettività dei parametri ESG. Dare un voto o fissare un obiettivo di miglioramento è ancora soggettivo. Fissare un obiettivo coerente di miglioramento non è semplice, e questo crea incertezza nel mercato. Tuttavia, la direzione è chiara: il mercato finanziario si sta muovendo verso una maggiore integrazione delle tematiche ESG, e gli operatori si stanno adeguando.»

Differenze con i *Club Deal*

«Questa evoluzione crea un certo disallineamento con il mondo dei *club deal*, dove l'imprenditore potrebbe non essere interessato ai parametri ESG. Chi investe in un *club deal* lo fa per guadagno economico. Tuttavia,

anche in questo contesto, il tema ESG sta guadagnando importanza in ottica di disinvestimento. Investendo oggi, si deve tenere conto che in futuro potrebbe essere necessario vendere a qualcuno che dà importanza alle tematiche ESG.»

In sintesi

«L'integrazione delle tematiche ESG nei processi di scelta degli investimenti e nella gestione delle partecipate è diventata imprescindibile. La regolamentazione e le richieste dei sottoscrittori hanno guidato questa evoluzione, portando a una maggiore attenzione e a *standard* più elevati in termini di responsabilità ambientale, sociale e di governance. Questo trend è destinato a proseguire e a consolidarsi ulteriormente nel futuro.»

D8: «Tornando invece all'operazione di *private equity* in sé, ed in particolare alla fase conclusiva della stessa, quali sono le strategie di *exit* che preferite per le PMI e come gestite, se ci sono, i contenziosi o le criticità nella fase di disinvestimento?»

Opzioni di exit

«Quando si parla di *exit strategies* nel contesto delle PMI, le opzioni sono sostanzialmente limitate: possiamo vendere a un fondo più grande, a un soggetto industriale o quotare l'azienda in Borsa. La quotazione in Borsa è molto accattivante da un punto di vista di *marketing*, ma è relativamente rara. Nella pratica, la strategia più comune è la vendita a un altro fondo o a un soggetto industriale.»

Vendita a un fondo più grande o a un soggetto industriale

«Vendere a un fondo più grande ha il vantaggio di permettere a questo fondo di portare avanti il piano strategico su una scala più ampia. D'altro canto, vendere a un soggetto industriale, che potrebbe essere un concorrente o una multinazionale, rappresenta spesso un'ottima

opportunità, specialmente se il soggetto industriale è straniero. Questo perché, se il nostro progetto di aggregazione a livello nazionale ha successo, è probabile che il compratore industriale, potenzialmente una multinazionale non italiana, possa essere interessato all'acquisizione.»

Processi di disinvestimento

«Dal punto di vista del processo di disinvestimento, le modalità sono relativamente standardizzate. Un'asta competitiva, con l'ausilio di un *advisor*, è una pratica comune. Tuttavia, è importante notare che i fondi di *private equity* tendono ad essere più rapidi nelle decisioni rispetto agli operatori industriali, i cui processi decisionali sono spesso più lenti e complessi, specialmente se si tratta di multinazionali con procedure interne elaborate.»

Gestione dei contenziosi

«Il principio base nella gestione dei contenziosi è che chi vende deve garantire ciò che sta vendendo. Ciò significa che il contratto di vendita include una serie di garanzie e dichiarazioni da parte del venditore, con specifici meccanismi per l'indennizzo nel caso in cui emergano passività nascoste. Ad esempio, se il venditore dichiara di aver sempre pagato le tasse e poi l'Agenzia delle Entrate trova delle irregolarità, il compratore può richiedere un indennizzo.

Questo sistema di garanzie è supportato da avvocati specializzati in fusioni e acquisizioni (M&A), che strutturano i contratti in modo da includere anche collaterali, come fidejussioni o conti vincolati, per garantire che il compratore possa ottenere l'indennizzo previsto.»

Uso di assicurazioni

«Negli ultimi anni, si è diffuso anche l'uso di assicurazioni per coprire queste garanzie, soprattutto nel momento del disinvestimento. Queste assicurazioni proteggono il compratore nel caso emergano passività non rilevate durante la *due diligence*. L'assicurazione, però, non copre tutto: se

durante la *due diligence* emergono rischi, questi non saranno assicurati. Ad esempio, se viene identificato un rischio fiscale, l'assicurazione non lo coprirà, e il venditore dovrà probabilmente scontare il prezzo di vendita per compensare il rischio.»

In sintesi

«La gestione dei contenziosi nella fase di disinvestimento si basa su una prassi consolidata: chi vende deve garantire, le garanzie sono negoziate, e l'uso di assicurazioni e sconti sul prezzo di vendita sono strumenti comuni per mitigare i rischi e risolvere eventuali criticità.»

Intervista del 1° marzo 2024

D9: «Quali sono, secondo la Sua esperienza, le principali criticità nella gestione del processo di investimento in una PMI soprattutto in Italia?»

Relazione con l'imprenditore

«Le criticità nella gestione degli investimenti in PMI in Italia sono numerose, ma due o tre aspetti sono particolarmente rilevanti e frequentemente problematici. Il primo riguarda il rapporto con gli imprenditori, specialmente negli investimenti dove l'imprenditore rimane coinvolto nella gestione dell'azienda, spesso mantenendo una quota di minoranza. Oggi, gli investimenti in cui l'imprenditore conserva la maggioranza sono molto rari. La maggior parte degli investimenti vede il fondo in maggioranza e l'imprenditore in minoranza, ma con un ruolo gestionale significativo.

La difficoltà principale è la cesura psicologica dell'imprenditore o della famiglia imprenditoriale. La transizione tra la situazione pre e post ingresso del fondo è complicata non solo a livello di processi decisionali, ma anche nel concetto che l'azienda non è più una propaggine della propria famiglia. È difficile prevedere se l'imprenditore riuscirà a gestire questa transizione, e spesso non si riesce ad intercettare questo problema durante la fase di analisi dell'investimento. Anche se formalmente c'è un passaggio mentale, l'imprenditore fatica a vedere questionate le proprie decisioni e a uscire dagli schemi con cui ha sempre lavorato, rallentando così il successo dell'investimento.»

Strumenti e infrastrutture aziendali

«Un altro elemento critico è la dotazione di strumenti adeguati all'azienda. Spesso, le PMI italiane non hanno strutture o sistemi informativi sufficientemente sofisticati per soddisfare le richieste del fondo. Ad esempio, la necessità di una reportistica trimestrale è molto più onerosa rispetto alla semplice redazione del bilancio annuale, e richiede sistemi informatici avanzati e personale qualificato. Senza questi strumenti, le

decisioni industriali rischiano di essere prese "a naso", basate su intuizioni piuttosto che su analisi solide.

Investire nelle infrastrutture informatiche e nei sistemi informativi è fondamentale per permettere al *management team* di operare efficacemente e di raggiungere gli obiettivi prefissati. Questo investimento è spesso trascurato perché non sempre si vede un ritorno immediato, ma è essenziale per la transizione da un'azienda imprenditoriale a una managerializzata. Affidare la gestione a un bravo *manager* senza fornirgli gli strumenti adeguati può portare a risultati peggiori rispetto alla gestione precedente dell'imprenditore, che operava con metodi più intuitivi.»

In sintesi

«Le principali criticità nella gestione degli investimenti in una PMI in Italia risiedono nelle relazioni con l'imprenditore e nella dotazione di strumenti adeguati al *management*. Questi aspetti, se non gestiti correttamente, possono rallentare significativamente il successo dell'investimento. Inoltre, la scelta del *manager* giusto e l'adeguamento delle infrastrutture informatiche sono cruciali per garantire una transizione efficace e una gestione operativa efficiente.»

D10: «Il contesto economico e politico può impattare in un processo di investimento e, se sì, come?»

Influenza sulla fase di *fundraising*

«Relativamente. Il contesto politico può influenzare un fondo di *private equity* principalmente nella fase di *fundraising*. Per fondi che hanno sottoscrittori internazionali, come fondi stranieri o fondi pensione americani, le variabili macroeconomiche e politiche sono particolarmente rilevanti. Questi investitori istituzionali gestiscono grandi masse di denaro e considerano attentamente le variabili politiche ed economiche a livello internazionale nella loro strategia di allocazione degli *asset*. Tuttavia, per

quanto riguarda gli investimenti diretti in Italia, il cambiamento di governo non sembra influenzare significativamente la propensione a investire. I fondi hanno cicli di investimento propri e non ritardano gli investimenti a causa di cambiamenti governativi.»

Eventi macroeconomici *disruptive*

«Gli eventi macroeconomici *disruptive*, come la pandemia di COVID-19 o gli attacchi dell'11 settembre, influenzano certamente gli investimenti. Questi eventi mettono a rischio la continuità aziendale e modificano sostanzialmente i parametri economico-finanziari, rendendo difficile la valutazione accurata delle aziende. In tali casi, la propensione agli investimenti dei fondi può essere seriamente compromessa.»

Andamenti e cicli macroeconomici

«I cicli macroeconomici influenzano il *pricing* degli investimenti. In determinati cicli economici, i fondi tendono a pagare di più o di meno in termini di multiplo, in base alla tendenza del mercato. In un ciclo economico restrittivo, gli investitori, a causa dell'incertezza sul futuro, tendono a voler pagare meno, incorporando elementi di rischio nella loro valutazione. Inoltre, il contesto bancario gioca un ruolo importante: in periodi di contrazione economica, le banche sono meno inclini a prestare denaro, offrono tassi più alti e rapporti di leva più bassi, limitando così il margine dei fondi per aumentare il prezzo degli investimenti. Questo porta a un effetto combinato di fattori psicologici e tecnici che influenzano il prezzo.»

In sintesi

«In sintesi, mentre il contesto economico e politico influisce sul prezzo degli investimenti e sui multipli di mercato, non determina necessariamente se un fondo farà o meno un investimento. Tuttavia, investimenti in settori ciclici potrebbero essere meno privilegiati durante periodi di contrazione economica. I fondi devono comunque continuare a investire, non potendo permettersi di sospendere le attività per interi cicli economici.»

D11: « L'altra volta abbiamo parlato delle caratteristiche che un'impresa deve avere per rientrare nel vostro *target*. Invece, per quanto riguarda il *management team* che abbiamo citato più volte, come viene scelto e ci sono caratteristiche che preferite come operatori? »

Approcci alla selezione del *manager*

«La selezione del *management team* è una questione complessa e dibattuta, anche all'interno del nostro fondo. Non esiste uno schema perfetto per il *manager* ideale, e i vari approcci possono essere visti in maniera duale.

In primo luogo, c'è chi si affida completamente agli *head hunter*. Questo approccio è più comune nei fondi di maggiori dimensioni, dove le partecipate sono grandi e i *manager* devono guadagnare proporzionalmente di più. In questi casi, si ricorre a *head hunter* costosi che operano in mercati di alto livello, e successivamente si valutano i candidati proposti.

Al contrario, c'è chi privilegia il proprio *network*, partendo dal presupposto che il miglior *manager* è quello con cui si è già lavorato e di cui si conoscono le capacità. Questo approccio non considera necessariamente l'esperienza specifica nel settore, ma piuttosto la fiducia e la conoscenza pregressa delle capacità manageriali del candidato. »

Capacità generalistiche vs. specialistiche

«La selezione del tipo di *manager* dipende anche dalle esigenze specifiche dell'azienda. Un *manager* con capacità generalistiche, con un *curriculum* e un *track record* che dimostrano abilità nella gestione aziendale, nella gestione delle persone e nell'interfacciarsi con il fondo, può essere adeguato per aziende dove non è cruciale avere una conoscenza approfondita del settore specifico. Per esempio, un *manager* proveniente dal settore alimentare potrebbe essere incaricato della gestione di un'azienda nel settore della componentistica per il mercato

dell'abbigliamento, a condizione che il *business* non richieda competenze tecniche molto specifiche.

Invece, quanto più l'azienda è tecnicamente complessa, tanto più diventa importante scegliere un *manager* specialistico. Ad esempio, la componentistica aeronautica richiede competenze tecniche più approfondite rispetto all'alimentare. Inoltre, il tipo di progetto influisce sulla scelta del *manager*: per un progetto di crescita interna, potrebbe essere necessario un *manager* del settore per dare un *boost* commerciale; mentre per una crescita per aggregazioni, potrebbe essere più adatto un *manager* con abilità organizzative e di gestione dei processi, capace di integrare diverse aziende. »

Preferenze personali dei fondi

«Infine, le preferenze personali dei fondi giocano un ruolo significativo nella selezione del *management team*. Alcuni fondi preferiscono lavorare solo con persone di fiducia con cui hanno già collaborato, mentre altri preferiscono specialisti del settore e si affidano a *head hunter* per trovarli. Trovare il *manager* perfetto che conosca bene il settore e che sia già noto al fondo è raro, quindi spesso si deve fare una scelta tra la fiducia pregressa e l'esperienza specialistica. »

In sintesi

«La selezione del *management team* nelle PMI è un processo multifattoriale che dipende dal tipo di azienda, dal tipo di progetto e dalle preferenze personali del fondo. Sia l'approccio attraverso *head hunter* che quello basato sul *network* personale hanno i loro vantaggi e svantaggi, e la decisione finale deve bilanciare le capacità manageriali generalistiche con le competenze specifiche richieste dall'azienda e dal progetto in questione».

Bibliografia:

- AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999

- AIFI, (2022). Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital, 2022. Disponibile da:
<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18le9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, 1996

- Annunziata F. (2010). *Fondi speculativi e fondi riservati*. In E. Gabrielli R. Lerner (ed), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, Utet, 2012, pp.817-858.

- Annunziata F. (2021). Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane. *Analisi Giuridica dell'Economia*. Il Mulino. Fascicolo 1-2, gennaio-dicembre 2021. Disponibile da: doi: 10.1433/102780

- Assolombarda, AIFI (2008). *Guida pratica al capitale di rischio: avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*. Dispense Assolombarda. Ottobre 2008.

- Banca d'Italia (2022). I criteri ESG e la finanza sostenibile. L'economia per tutti, 12 maggio 2022. Disponibile da:
<https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/i-criteri-esg-e-la-finanza-sostenibile-cosa-significa-questa-sigla/?dotcache=refresh>

- Bentivogli C., Carmignani A., et al. (2009). Il private Equity in Italia. *Questioni di Economia e di Finanza (occasional papers)*. Banca d'Italia. Nr. 41 - febbraio 2009.

- Borsa Italiana, Glossario Finanziario.

- BVCA/PWC (2003). *A guide to Private Equity*

- BVCA (2006). *Private Equity – a UK Success Story*

- Carlotti M., 2012. *Tecniche di Private Equity*, 3° ed. Milano: Egea.

- Caselli S., Negri G. (2021). *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. Academic Press, 2021.

- D'Ascenzo M. (2023). *Private capital, 2022 miglior anno di sempre con 23,6 miliardi investiti*. Il sole 24 ore [online]. Disponibile da: <https://www.ilsole24ore.com/art/private-capital-2022-miglior-anno-sempr-236-miliardi-investiti-AEqLps4C>

- DB Magazine (2023). *Club Deal. Come funzionano i gruppi che investono nelle Pmi italiane*. 17 ottobre 2023. Deutsche Bank. Disponibile da: https://www.deutsche-bank.it/news/detail/dbmagazine-club-deal-come-funzionano-i-gruppi-che-investono-nelle-pmi-italiane?language_id=1#:~:text=Il%20club%20deal%20è%20una,finanziar e%20principalmente%20startup%20oppure%20PMI

- Diviach M. et al. (2013). *Il ruolo dei fondi pan europei nel mercato italiano del private equity*. Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio (33-2013), 1-29 [online]. Disponibile da: <https://arl.liuc.it/esploro/outputs/journalArticle/Il-ruolo-dei-fondi-pan-europei/991000853628205126#file-0>

- Domenichelli O. (2007). *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento. L'approccio dell'investitore*. Giappichelli editore, Torino.

- EVCA, 2007. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. An EVCA special paper. Novembre 2007.

- EY Venture Capital Barometer (2023). Italia, anno 2022. EY Strategy and Transactions. Gennaio 2023.
- Ferrara L., Finanza e private equity, ilsole24ore, milano, 2006.
- Fidanza Barbara (2010). Private Equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese. Boffa F., Galeazzi G., (a cura di), Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale, McGrawHill, Milano.
- Forestieri G., (2014). I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio. Università Bocconi. Bancaria. Disponibile da: <https://bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>
- Gervasoni A. et al. (2015). *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*. Quaderni di ricerca sull'artigianato, Rivista di Economia, cultura e ricerca sociale. 2/2015, pp. 273-298. Doi: 10.12830/81145
- Gervasoni A., Sattin F. L. (2015). Private Equity e venture capital. 4° ed. Milano: Guerini Next
- Gervasoni A. et al. (2022). Gli effetti del private equity sulle PMI: creazione di valore nel lungo termine. Quaderni di ricerca sull'artigianato. Fascicolo 1. Disponibile da: doi: 10.12830/103497)
- Gervasoni A. et al. (2022). *Gli effetti del private equity sulle PMI: creazione di valore nel lungo termine*. Quaderni di ricerca sull'artigianato, Rivista di Economia, Cultura e Ricerca Sociale.1/2022, pp.29-46. Doi: 10.12830/103497.
- Giovannini R. et al. (2010). *Determinants and effects of venture capital and private equity investments on italian SMEs*.

- Invest Europe, (2022). Investing in Europe: Private Equity activity 2022. Disponibile da: https://www.investeurope.eu/media/6809/invest-europe_pe-activity-2022.pdf

-Kenney M., Hsu D. H. (2005). *Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*. Industrial and Corporate Change. Giugno, 2005. Doi: 10.1093/icc/dth064.
MACI G., *Il private equity. Profili operativi ed evoluzioni del mercato italiano*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 2009.

- La Stampa (2023). "Too big to fail": 15 anni fa il crack della banca Lehman Brothers. 15 settembre 2023. Disponibile da: <https://finanza.lastampa.it/News/2023/09/15/-too-big-to-fail-15-anni-fa-il-crack-della-banca-lehman-brothers/MTM1XzlwMjMtMDktMTVfVExC>

- Maci G., *Il private equity. Profili operativi ed evoluzioni del mercato italiano*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 2009.

-Massari M., Zanetti L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008.

-Melis V. (2007). *Strumenti finanziari a sostegno dell'innovazione*. Amministrazione in cammino.

-Mosco G.D. (2021). *Gli investimenti in private equity: punti di forza e criticità secondo tre gestori di fondi. Intervista a Marco Baratti, Fabio Canè e Filippo Gaggini*. *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa*. 1-2/2021, pp. 503-522. Doi: 10.1433/102791.

- Motta A., *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione*, Il Sole 24 ore, Milano 2003

- Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) in collaborazione con il Ministero dello Sviluppo Economico (MISE) (2014). *Le politiche per le PMI e l'Imprenditorialità in Italia*. Roma

- Pontarollo E., Casé M., (2007). Il private Equity e l'industria italiana. L'industria [online]. Fascicolo 4, pg. 679-701. Disponibile da: doi: 10.1430/25937

- Robertson J. (2009). *Private Equity Funds*. New Political Economy, vol. 14, n. 4 - dicembre 2009. Disponibile da: <https://doi.org/10.1080/13563460903288270>

- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F., Finanza aziendale, Il mulino, Bologna, 1997.

- Servidio G., Fontana A.M., (2020). Finanza alternativa al credito bancario: una vita per crescere. Rivista economica del Mezzogiorno. Il Mulino. Fascicolo 1-2, gennaio-giugno 2020. doi: 10.1432/97629.

- Sicca, 2001. La gestione strategica dell'impresa. Padova: CEDAM

- Sottrici F. (2013). *Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*. Financial markets and corporate governance 8. Liuc Papers, pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo – LIUC. N. 262, febbraio 2013.

- Teti E. (2013). *Private equity and enterprise growth. An Italian perspective*. International Journal of Entrepreneurship, vol. 17, 2013, n.1, pp.99-112.

- Treccani – Dizionario di Economia e Finanza

- Vacca V., (2013). Financing innovation in Italy: an analysis of venture capital and private equity investments. *Questioni di Economia e Finanza* (occasional papers). Banca d'Italia. nr 209-ottobre 2013).

- Visco I. (2019). *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*. Intervento del Governatore della Banca d'Italia in occasione della sesta conferenza su: "The Italian Corporate Bond Market: What's Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?". Baffi Carefin Bocconi – Equita. Milano, 13 febbraio 2019.

Riferimenti legislativi:

- Italia. Camera e Senato della Repubblica (1993). *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliari chiusi*. Legge 01 settembre 1993, n. 344. Disponibile da: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1993-09-01&atto.codiceRedazionale=093G0395&elenco30giorni=false

- Italia. Presidente della Repubblica (2000). *Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali*. D. lgs. 18 agosto 2000, n.267. Disponibile da: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2000/10/30/00A13719/sq>

- Stati Uniti. Senato (1974). *Employee Retirement Income Security Act*. Public Law 93-406. Disponibile da: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-896/pdf/COMPS-896.pdf>

- Stati Uniti. Senato (1958). *Small Business Investment Act*. Public Law 85-699; Stat. 689. Disponibile da: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1835/pdf/COMPS-1835.pdf>

Ringraziamenti:

Raggiunto questo traguardo, desidero esprimere la mia profonda gratitudine nei confronti di alcune Donne straordinarie che ho avuto la fortuna di incontrare durante il mio percorso accademico e non.

In primo luogo, ringrazio la professoressa Elena Bonel, mia relatrice, per la sua guida preziosa, il sostegno costante e la fiducia che ha riposto in me durante il lavoro di ricerca. Sono profondamente grata per la sua ammirabile empatia, le sue competenze e la dedizione nell'aiutarmi a sviluppare il mio potenziale, che mi hanno spinto a superare i miei limiti.

Un ringraziamento speciale va alla maestra Annalisa Crociani, che ha creduto in me fin dalla scuola primaria e mi ha trasmesso l'amore incondizionato per la scrittura e per la lingua italiana che tutt'ora coltivo. Devo a lei la curiosità e lo spirito critico che mi caratterizzano, perché lei ne ha gettate le basi, introducendomi, fin dai primi passi, a temi di grande rilevanza con una cura fuori dal comune.

Ringrazio di cuore mia madre e mia sorella Nohaila, che, con la loro presenza attenta e amorevole, mi hanno incoraggiata e sostenuta durante il mio percorso accademico. Siete, da sempre, il mio posto sicuro, in cui alle volte entro avvilita e scoraggiata, ma da cui esco sempre audace ed inarrestabile.

Ringrazio, infine, coloro che mi hanno sostenuta e hanno creduto in me durante questo viaggio:

mio padre, per i suoi sacrifici e la sua bontà, che mi hanno dato il coraggio di inseguire i miei sogni e di scegliere sempre il bene;

Anacleto, per il sostegno costante, che mi ha spinto a perseverare e perseguire le mie ambizioni;

Cristina, Nadia e Giulia, per la loro preziosa e sincera amicizia.