Liuc Papers

Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC

Numero 274, luglio 2014

Serie

Impresa e mercati finanziari 11

Alessia Muzio, Federica Malvestiti

Private equity e storie di successo: il premio Claudio Dematté

Serie: Impresa e mercati finanziari

Liuc Papers

ISSN:1722-4667

Direttore Responsabile: Piero Cavaleri
Direzione, redazione, amministrazione: Università Carlo Cattaneo - LIUC
C.so Matteotti, 22 - 21053 Castellanza (Va) - Italia
tel. 0331-5721 - fax. 0331-572320

Registro stampa Tribunale di Busto Arsizio n. 11/93 del 11.06.93

Comunicazioni di carattere organizzativo vanno indirizzate a:
Piero Cavaleri, *LIUC Papers*, Università Carlo Cattaneo, Biblioteca «Mario Rostoni»
Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza (VA), Tel. 0331-572.267 # E-mail pcavaleri@liuc.it

PRIVATE EQUITY E STORIE DI SUCCESSO: IL PREMIO CLAUDIO DEMATTÉ

di Alessia Muzio e Federica Malvestiti

Introduzione

Dal 2004 l'iniziativa del Premio Dematté premia i migliori disinvestimenti avvenuti nel corso dell'anno da parte di operatori attivi nel mercato italiano del capitale di rischio.

Il 19 Dicembre 2013 ha avuto luogo la premiazione della decima edizione di questo concorso che ha portato alla luce altre storie di successo protagoniste del 2013. Lo scopo del seguente elaborato è l'analisi delle operazioni di investimento, e relativo disinvestimento, che hanno partecipato alle dieci edizioni del concorso "Premio Claudio Dematté, Private Equity of the year"®.

L'attività del capitale di rischio si è proposta come uno degli strumenti principali delle moderne economie, che funge da motore trainante dello sviluppo dei sistemi economici dei Paesi in cui opera. Infatti, il Private Equity risulta essere un settore ad alto valore aggiunto poiché i benefici che derivano dalle operazioni non sono da ricercare solo nelle performance economiche e nei margini di profitto che si generano, ma anche nel sistema economico in cui opera tale attività.

Giunti alla decima edizione del Premio, che ha proprio l'obiettivo di mettere in risalto le operazioni che rappresentano, per qualità e rilevanza, il fiore all'occhiello del mercato del Private Equity italiano, risulta interessante approfondire i retroscena di questi "gioielli italiani" per meglio comprendere quali siano le dinamiche che stanno alla base di un'operazione di investimento che si definisce meritevole.

Il primo capitolo racconta la vita di Claudio Dematté in una breve biografia che mette in risalto gli aspetti salienti della sua carriera.

Il secondo e il terzo capitolo risultano essere il cuore del lavoro. Per la loro stesura è stato creato un apposito database che raccoglie tutte le operazioni ammesse come candidate nelle dieci edizioni del concorso oggetto di studio. Le informazioni raccolte riguardano i dati contenuti nelle schede di adesione che gli Associati devono presentare alla Giuria nel momento in cui si candidano. Una prima sezione riguarda le performance economiche che l'investimento

ha generato, mentre la seconda parte raccoglie informazioni più qualitative riguardanti le iniziative che sono state portate avanti durante il periodo di investimento volte a migliorare la gestione dell'impresa target, la professionalizzazione manageriale o iniziative di corporate governance.

L'elaborazione di queste informazioni raccolte ha permesso di stilare un profilo del campione oggetto di studio sia per gli operatori che hanno partecipato all'iniziativa sia per le tipologie di operazioni di investimento e disinvestimento. Sono state analizzate anche le performance medie del campione ed è stato possibile fare un confronto con il mercato Italiano.

Il risultato emerso dall'analisi evidenzia che un'operazione, per essere definita di successo, è principalmente caratterizzata dal rapporto costruttivo che si viene a creare tra investitore e imprenditore. L'intervento dei fondi, in questi casi, dimostra che per far crescere l'impresa oggetto di investimento non basta solo "gonfiare" i risultati e le performance economiche dell'operazione, ma soprattutto bisogna affiancare le imprese in un più complesso processo di crescita manageriale, sostenendo gli imprenditori sotto il profilo non solo finanziario, ma anche operativo. Gli investitori affiancano i manager nei processi di internazionalizzazione che stanno alla base della crescita di un'impresa che vuole diventare veramente competitiva e aiutano il nostro tessuto imprenditoriale a rendersi più dinamico e meno familiare.

Il capitale di rischio risulta dunque essere effettivamente uno dei motori della crescita, del consolidamento e, dove necessario, anche della ristrutturazione del tessuto industriale che caratterizza il nostro Paese.

1. Il Premio Dematté

1.1. Chi era Claudio Dematté e il perché del Premio

"Claudio Dematté ha tenuto sempre la testa alta, il cervello al riparo, i piedi per terra. Saggezza montanara e scienza raffinata. E il cuore attento a non perdere di vista l'uomo nello studio, a volte necessariamente freddo e schematico, dei modelli d'impresa e di gestione". Le parole dell'amico Ferruccio De Bortoli, contenute nella prefazione al volume "Il mestiere di dirigere" (Etas, 2004), rendono l'idea della caratura del personaggio di Dematté, tracciandone i caldi tratti umani così come l'algida natura economica.

Nato a Trento nel 1942, fu per molti anni professore ordinario di Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano. La sua carriera di docente ricoprì svariati ambiti da quelli strategici (strategia aziendale e strategie di internazionalizzazione) a quelli più finanziari (mercati creditizi e intermediari finanziari). Sempre in ambito accademico, fondò nel 1971 la scuola di Direzione Aziendale dello stesso ateneo e ne fu direttore generale (dal '73 al '90) e

successivamente presidente (dal '96 al 2002). Nel campo dell'editoria, si segnala la fondazione della rivista Economia & Management (Etas), per la quale rivestì la funzione di direttore generale dal principio

Ricoprendo cariche aziendali di assoluto prestigio, nonostante l'intensa attività accademica, Dematté si rese popolare anche agli occhi del grande pubblico.

Fu nominato nel 1993 alla presidenza della RAI, dimettendosi nel 1994 con l'intero consiglio, a seguito della vittoria al Governo della coalizione guidata da Silvio Berlusconi. Nel 1998 gli fu affidata presidente delle Ferrovie dello Stato. Fu membro di numerosi consigli di amministrazione, presidente di E. Capital Partners e di AIFI, Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital. Claudio Dematté, stroncato da un ictus, morì il 19 marzo 2004, appena sessantaduenne.

Mettendo in pratica un'idea dell'economista stesso e allo scopo di ricordare quello che fu un amico e un preziosissimo collaboratore, AIFI ed Ernst & Young, con la collaborazione de Il Mondo, Il Sole 24 Ore e SDA Bocconi con il Patrocinio di Borsa Italiana istituirono nel 2004 il "Premio Claudio Dematté" Private Equity of the Year®. Si tratta di un contributo alla crescita e alla diffusione del settore del Private Equity e del Venture Capital in Italia. Tra i valori che stanno base del riconoscimento, viene identificato il capitale di rischio quale "motore di sviluppo" in grado di generare valore aggiunto e stimolare la crescita economica apportando benefici all'intera collettività.

L'obiettivo principe è la valorizzazione delle operazioni realizzate in Italia che, sulla base di criteri di natura quantitativa e qualitativa, avendo generato il relativo disinvestimento nel corso dell'anno, hanno dimostrato di aver incrementato la crescita e la competitività delle imprese nostrane.

1.2. Le regole di partecipazione

Per poter partecipare al Premio è necessario presentare la propria candidatura compilando l'apposita scheda di adesione e, al fine di essere accettati nella rosa dei candidati, sono indispensabili alcuni requisiti di base qualitativi e quantitativi. Possono presentare la propria candidatura i soli associati AIFI e i non associati solo nel caso in cui provvedano ad associarsi entro il termine ultimo di presentazione delle schede di adesione. Il Premio vuole valorizzare le operazioni che hanno disinvestito il loro investimento nell'arco temporale che va dal 1° agosto dell'anno precedente al 31 luglio dell'anno preso in considerazione a patto che l'investimento abbia per oggetto l'acquisizione di una quota non inferiore al 10% del capitale sociale di un'impresa con sede sociale in Italia. È previsto inoltre un livello minimo di rendimento che le operazioni devono aver registrato; questa soglia è diversa per ciascuna categoria di investimento

prevista dal concorso e non è sempre rimasta costante negli anni, come evidenza la tabella sottostante:

	2004	**2005-2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Early Stage	5%	5%	5%	positivo	positivo	positivo
Expansion	10%	8%	5%	positivo	5%	5%
Buy Out	20%	15%	10%	positivo	10%	10%
Turnaround	-	-	-	-	-	positivo

Risulta opportuno sottolineare che la categoria Turnaround appare per la prima volta come tipologia a se stante presente nella scheda di adesione a partire dall'anno 2012. Prima di questa data gli investimenti di successo di questa categoria venivano etichettati come "Premio speciale Turnaround".

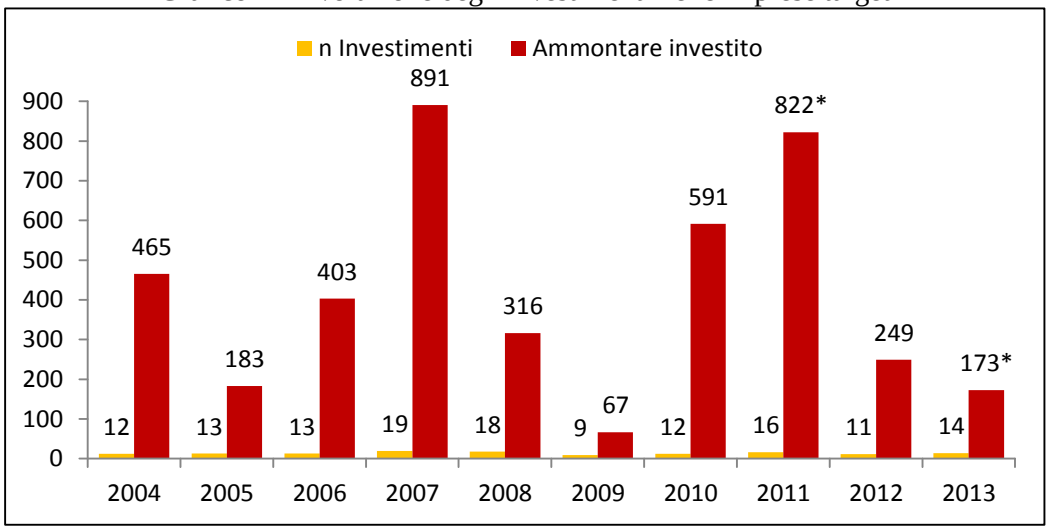
Le candidature pervenute alla Segreteria Organizzativa vengono analizzate attentamente da un apposito Comitato Tecnico che ha il compito di verificare la loro conformità ai requisiti di ammissione previsti. Tra le candidature che risultano essere conformi, la Giuria, nella prima edizione del 2004 ha proclamato un vincitore e due finalisti per ciascuna categoria di investimento prevista, negli anni successivi tutti coloro che risultano ammessi sono considerati finalisti e viene proclamato direttamente il vincitore per ciascuna categoria.

Alla luce dei requisiti di ammissione sopra esposti, è di facile intuizione comprendere come tutte le imprese candidate al Premio rappresentano di per sé delle storie di successo già dal momento in cui vengono ammesse al concorso, a prescindere dalla vittoria. Lo scopo principale del Premio risulta infatti essere quello di portare alla luce numerose storie di investimento positive con cui si dimostra e si evidenzia anche il rapporto costruttivo che si instaura tra investitore ed imprenditore, nonché la base su cui si fonda il vero successo dell'operazione. Lo stesso Innocenzo Cipolletta, presidente di AIFI, alle porte della decima edizione del Premio afferma: "Siamo arrivati al decimo anno del Premio, abbiamo quindi alle spalle tante storie di successo, molte delle quali sono pietre miliari che dimostrano come sia importante l'intervento di un fondo per aiutare a crescere e diventare più grandi. La vera sfida è l'internazionalizzazione dei nostri gioielli italiani, e per diventare veramente competitivi non si può restare piccoli e territorialmente limitati; ecco quindi che l'intervento dei fondi permette di oltrepassare tali limiti e confini geografici".

2. Descrizione del campione delle storie di successo

Il campione analizzato prende in considerazione le imprese ammesse alla rosa dei candidati del Premio negli anni dal 2004 al 2013. Si parla di 137 operazioni (investimento e relativo disinvestimento) che hanno partecipato alle 10 edizioni del Premio in qualità di candidate, 15 di queste sono co-investimenti. Il totale dell'ammontare investito raccolto dalla rosa di candidati totalizza 4.160 milioni di Euro, tuttavia a questa somma manca l'ammontare di due operazione di Buy Out disinvestite nel 2011 e nel 2013 da due fondi pan europei tramite Secondary Buy Out. Da questo momento in poi quando verrà descritto un ammontare affiancato da un asterisco si farà riferimento a una di queste due operazioni per cui non è stato precisato l'ammontare.

Grafico 1 – Evoluzione degli investimenti nelle imprese target



*Si evidenzia che i dati relativi agli anni 2011 e 2013 manca l'ammontare di due operazione di Buy Out disinvestite nel 2011 e nel 2013 da due fondi pan europei tramite Secondary Buy Out.
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI. (Ammontare in milioni di Euro).

Riguardo all'ammontare investito è necessario specificare che il grafico soprastante mostra l'ammontare investito nelle società candidate al Premio Dematté in ciascun anno, quindi tale importo non corrisponde alla somma di capitali investiti in quell'anno, in quanto il momento dell'investimento è avvenuto negli anni percenti, ma corrisponde all'ammontare che gli operatori candidati di quell'anno avevano investito nell'operazione da loro candidata in ciascun anno di riferimento.

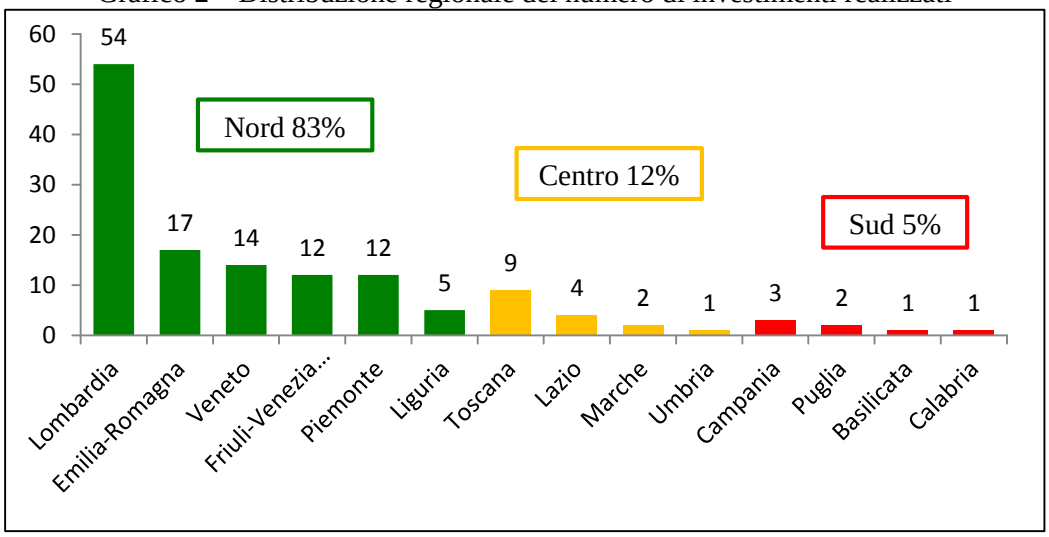
Osservando il grafico è possibile evidenziare che i volumi di attività delle candidate seguono un andamento altalenante nel tempo con due picchi massimi registrati nel 2007 e nel 2011 rispettivamente di 891 milioni di Euro distribuiti su 19 investimenti totali e 822 milioni di Euro nel 2011 con 16 investimenti. Il periodo "peggiore" risulta essere il 2009, anno successivo all'esplosione della crisi, in cui hanno partecipato solo 9 candidati con un ammontare

complessivo di 67 milioni di Euro. Particolare attenzione è da prestare al 2008, anno in cui il numero dei candidati rimane pressoché invariato rispetto all'anno precedente attestandosi a 18 società, mentre l'ammontare investito crolla drasticamente di 64 punti percentuali rispetto all'anno precedente con 316 milioni di Euro investiti.

2.1. Le imprese target

Il target geografico a cui fa riferimento il campione rispecchia le caratteristiche del mercato italiano di quegli anni.

Grafico 2 – Distribuzione regionale del numero di investimenti realizzati



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

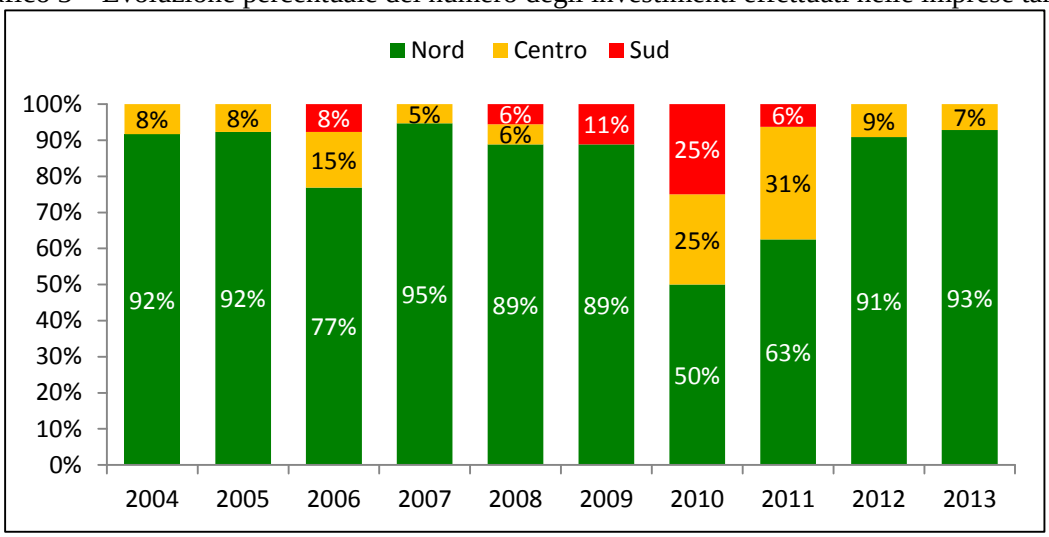
La maggior parte degli investimenti che hanno partecipato alle varie edizioni del Premio sono stati effettuati in imprese che hanno la propria sede in territori del Nord Italia, che nel dettaglio incorpora ben 114 investimenti, l'83% del totale. A seguire le regioni del Centro raccolgono 16 dei 137 investimenti totali, ricoprendo una quota del 12%, e infine le regioni del Sud raccolgono solo il 5% degli investimenti con appena 7 operazioni realizzate nei loro territori.

Nel dettaglio le regioni che assumono particolare rilievo per l'indagine sono Lombardia, Emilia-Romagna e Veneto, per quanto riguarda il Nord Italia, con rispettivamente 54, 17 e 14 investimenti effettuati in imprese con sede nei loro territori, raggiungendo insieme il 62% del totale degli investimenti che hanno partecipato alle edizioni del Premio considerate nell'analisi. Per quanto riguarda le regioni del Centro, una posizione di spicco è ricoperta dalla Toscana sul cui territorio si sono conclusi 9 investimenti che rappresentano il 7% del totale monitorato. Le regioni del Sud sono contraddistinte da un profondo gap rispetto alle altre regioni della Penisola

e tra queste si annovera la Campania in cui sono stati effettuati il maggior numero di investimenti, 3 per la precisione, che arrivano a toccare appena il 2% del campione.

Andando ad analizzare nel dettaglio l'evoluzione del peso che le macro-categorie regionali hanno assunto negli anni in cui si concentra l'analisi del nostro campione è possibile evidenziare alcuni momenti salienti.

Grafico 3 – Evoluzione percentuale del numero degli investimenti effettuati nelle imprese target

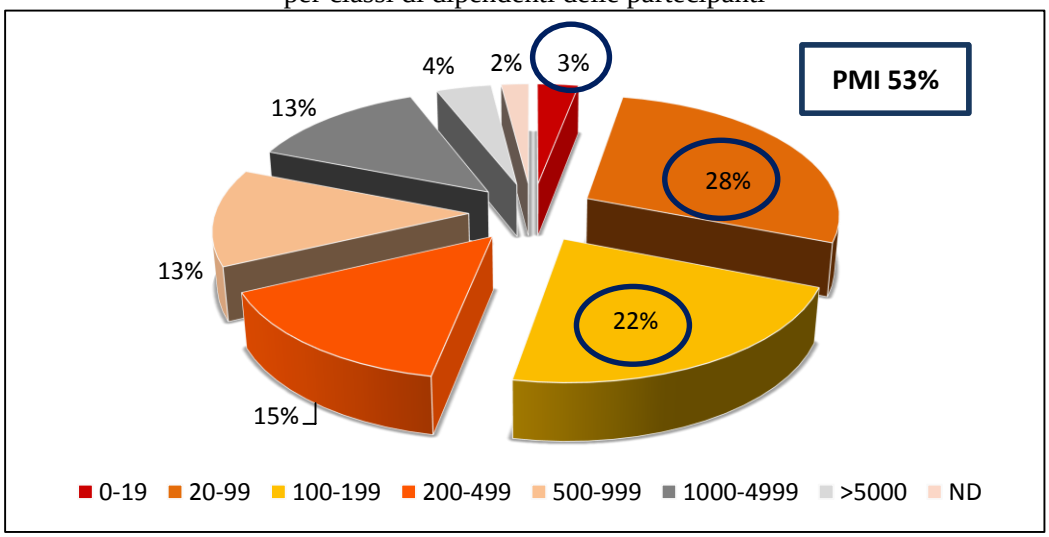


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

A partire dal 2008, anno in cui è stato istituito il fondo HT per il Mezzogiorno, le regioni del Sud Italia hanno aumentato la loro incidenza in maniera sempre più evidente fino al 2010 quando hanno raccolto il 25% del totale degli investimenti che hanno partecipato al Premio di quell'anno con 2 investimenti effettuati in Puglia e 1 in Campania. Negli anni successivi, tra la rosa dei canditati, il numero di imprese con sede nei territori meridionali è andato scemando registrando un solo investimento in Calabria nel 2011 e nessun investimento negli anni successivi. Per quanto riguarda le regioni centrali della nostra Penisola, hanno raccolto la maggior parte degli investimenti negli anni 2010 e 2011 rispettivamente con 3 (di cui 2 nel Lazio) e 5 (di cui 3 in Toscana) operazioni effettuate nel territorio.

Passando all'analisi delle dimensioni medie delle imprese che hanno partecipato come candidate alle edizioni del Premio Dematté, è opportuno soffermarsi sia sulle classi di dipendenti sia sulle classi di fatturato delle imprese target.

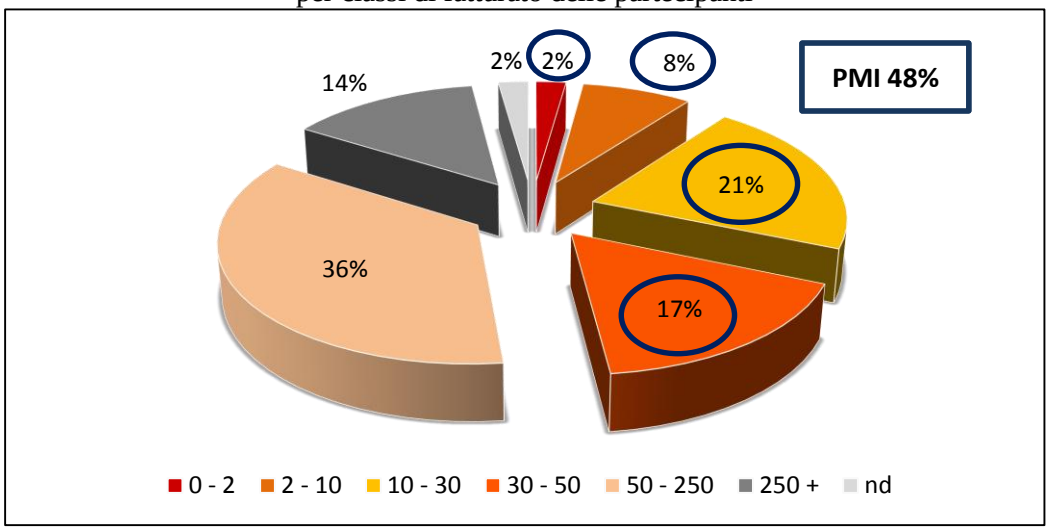
Grafico 4 – Percentuale del numero di investimenti effettuati per classi di dipendenti delle partecipanti



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Partendo dall'analisi per classi di dipendenti, la maggior parte delle aziende concorrenti sono di piccole-medie dimensioni occupando il 53% dei 137 investimenti oggetto di analisi. Per quanto concerne l'ammontare investito, le PMI concorrenti hanno raccolto 963 milioni di Euro ovvero il 23% del totale dell'ammontare investito nelle imprese partecipanti.

Grafico 5 – Percentuale del numero di investimenti effettuati per classi di fatturato delle partecipanti



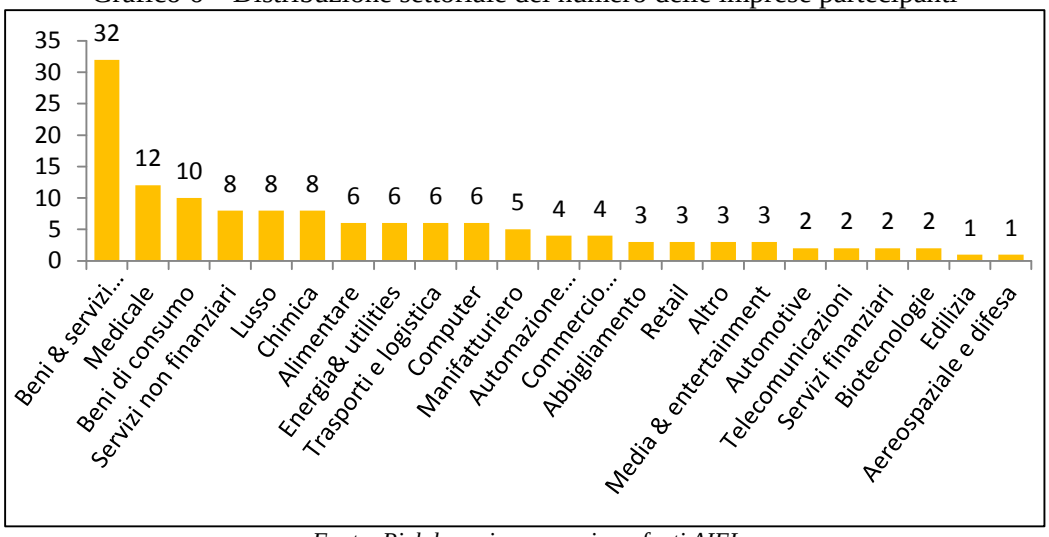
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto riguarda invece la distribuzione degli investimenti suddividendo le partecipanti per classi di fatturato emerge che poco meno della metà sono PMI, precisamente tra le imprese concorrenti, secondo questa suddivisione, 66 su 137 sono piccole-medie imprese. Nonostante

ciò hanno raccolto ben 1.150 milioni di Euro, il 28% del totale dei capitali investiti nelle imprese concorrenti.

L'analisi della distribuzione settoriale delle società oggetto di investimento mette in luce come i settori dei beni e servizi industriali e quello medicale abbiano rappresentato, in termini di numero di operazioni, gran parte delle storie di successo, rispettivamente con quote del 26% e del 10%. A seguire, altri settori che assumono particolare rilevanza sono quelli dei beni di consumo con una quota dell'8% sul totale e a seguire servizi non finanziari, chimica e lusso con una quota del 7% ciascuno.

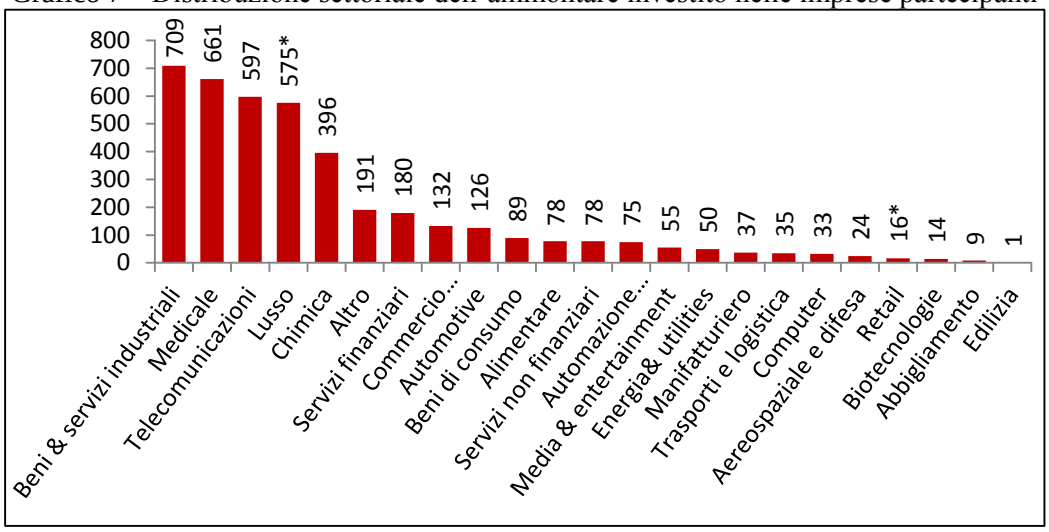
Grafico 6 – Distribuzione settoriale del numero delle imprese partecipanti



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Facendo riferimento all'ammontare investito nei singoli settori è possibile osservare che la maggior parte delle risorse investite sono confluite verso il settore dei beni e servizi industriali che ha raccolto ben 709 milioni di Euro (17% del totale). È da evidenziare che nel 2007 in una sola operazione è stato investito il 47% del totale allocato nel settore dei beni e servizi industriali.

Grafico 7 – Distribuzione settoriale dell'ammontare investito nelle imprese partecipanti



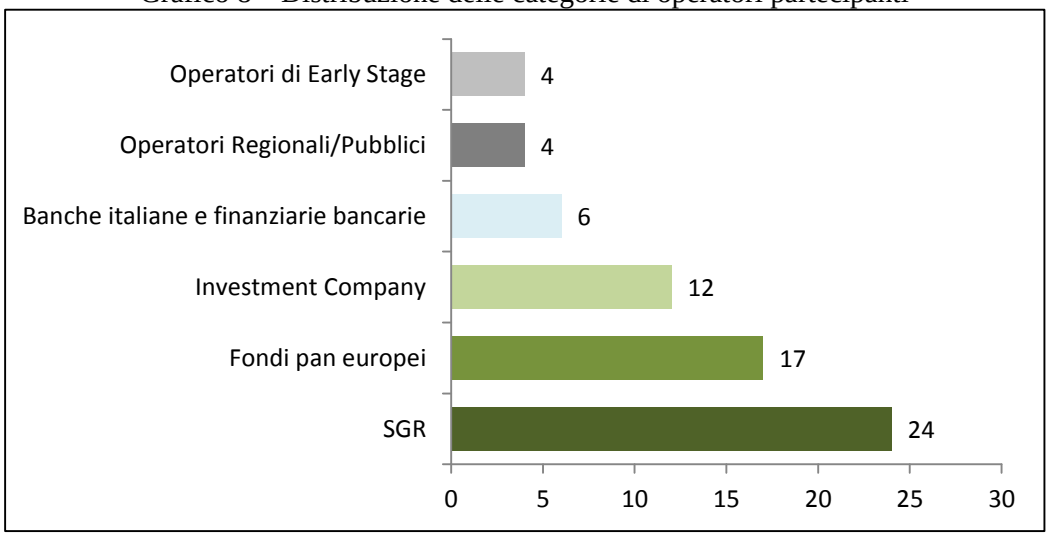
*Si evidenzia che per questi settori manca l'ammontare di due operazione di Buy Out disinvestite nel 2011 e nel 2013 da due fondi pan europei tramite Secondary Buy Out.
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Altri settori che si distinguono per l'ammontare investito sono quello medicale e delle telecomunicazioni con una quota rispettiva del 16% e del 14%; anche in questo caso è da sottolineare che due anni in particolare sono stati i maggiori bacini di raccolta di capitali: l'84% del totale dell'ammontare investito nel settore medicale è stato allocato solo nell'anno 2010 in cui 4 imprese partecipanti hanno cumulato ben 553 milioni di Euro mentre nel 2011 una sola operazione ha raccolto il 99% dei capitali investiti nel settore delle telecomunicazioni. A seguire si classificano il settore del lusso e quello chimico con quote rispettive del 14% e del 10% del totale dei capitali investiti nelle imprese concorrenti.

2.2. Gli operatori

Alle dieci edizioni del Premio Dematté oggetto di questa indagine hanno partecipato, con almeno un'operazione concorrente[1], 67 differenti operatori.

Grafico 8 – Distribuzione delle categorie di operatori partecipanti

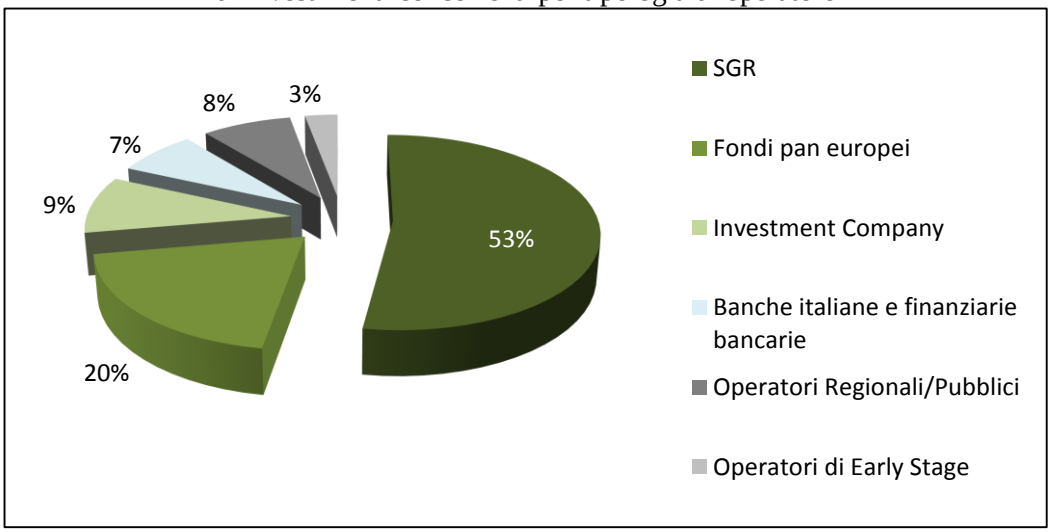


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

La maggior parte di questi rientrano nella categoria delle SGR che ricoprono ben il 36% del totale degli operatori. A seguire si trovano i fondi pan europei con una quota del 25% e le Investment Companies che ricoprono il 18% del totale degli operatori. Viene qui confermato il ruolo di spicco che rivestono queste tre categorie di operatori nel mercato italiano: dal 2004 al 2013 il 76,1% degli operatori attivi nel mercato italiano appartiene a queste tre categorie.

Anche l'analisi aggregata sul numero di investimenti effettuati per ogni categoria di operatore dimostra che la maggior parte degli investimenti concorrenti sono stati portati a termine da SGR che ricoprono una quota del 53% con ben 72 operazioni concorrenti. Altre categorie rilevanti risultano essere i fondi pan europei con 27 operazioni concorrenti e le Investment Companies 13 operazioni.

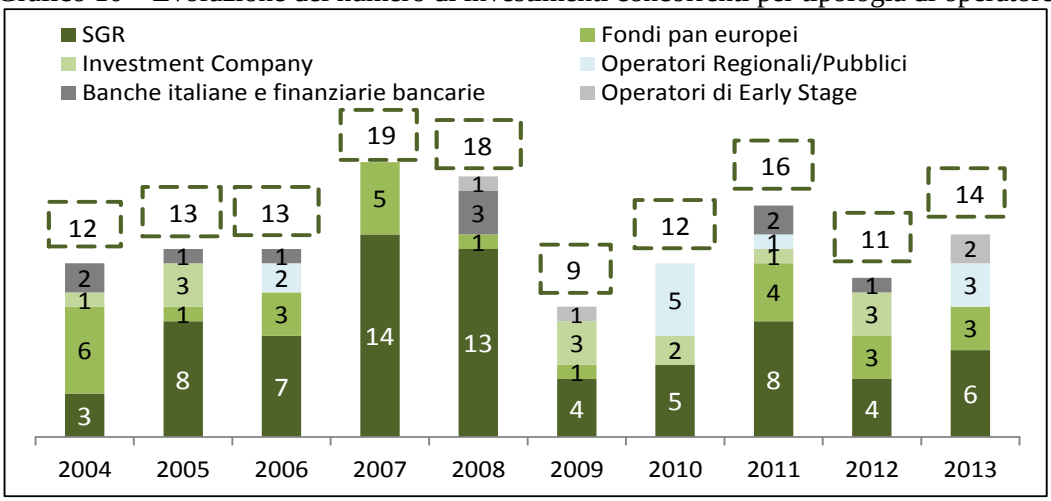
Grafico 9 – Distribuzione percentuale del numero di investimenti concorrenti per tipologia di operatore



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Anche l'analisi sull'evoluzione delle tipologie di operatori dimostra come le SGR e i fondi pan europei siano sempre stati presenti nelle varie edizioni, ad eccezione del 2010 in cui non compare nessun investimento effettuato da fondi pan europei. Le Investment Companies sono invece scomparse per il triennio 2006-2008 per poi candidarsi con forza nel 2009 con 3 operazioni che rappresentano il 33% della rosa dei candidati di quell'anno. Altro player degno di nota sono gli operatori regionali e pubblici che, nell'edizione del 2010, hanno rivestito una posizione di assoluta importanza portando ben 5 operazioni come candidate, al pari delle SGR, con una quota del 42% sul totale. Gli operatori di Early Stage hanno invece rivestito un ruolo marginale, tanto che sono apparsi solo in due edizioni (2008 e 2009) con una sola operazione candidata per ciascun anno e nel 2013 con 2 operazioni candidate.

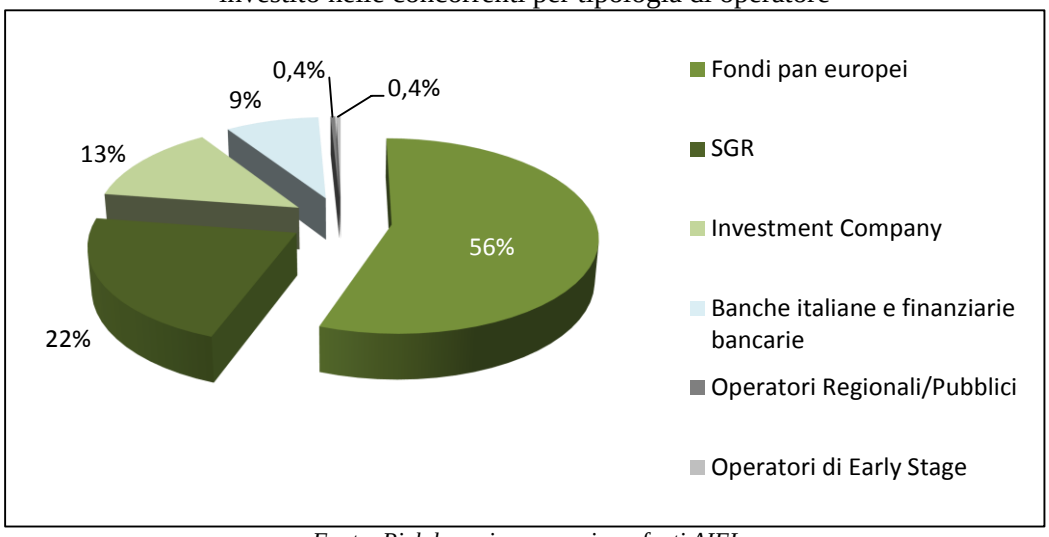
Grafico 10 – Evoluzione del numero di investimenti concorrenti per tipologia di operatore



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto riguarda l'analisi sull'ammontare investito dalle varie tipologie di operatori, sono i fondi pan europei ad aver allocato la maggior parte delle risorse sul mercato (56%) con un ammontare investito pari a 2.311* milioni di Euro, seguiti dalle SGR con una quota del 22%, pari a 910 milioni di Euro investiti. È da evidenziare che la maggior parte delle operazioni concluse da queste due tipologie di operatori sono Buy Out che assorbono, come verrà poi descritto, la maggior parte dei capitali investiti. Rispettivamente le SGR raccolgono 44 operazioni di Buy Out che rappresentano il 61% del totale delle operazioni da loro effettuate, mentre per i fondi pan europei si contano 23 Buy Out che però rappresentano ben l'85% del totale delle operazioni da loro concluse.

Grafico 11 – Distribuzione percentuale dell'ammontare investito nelle concorrenti per tipologia di operatore



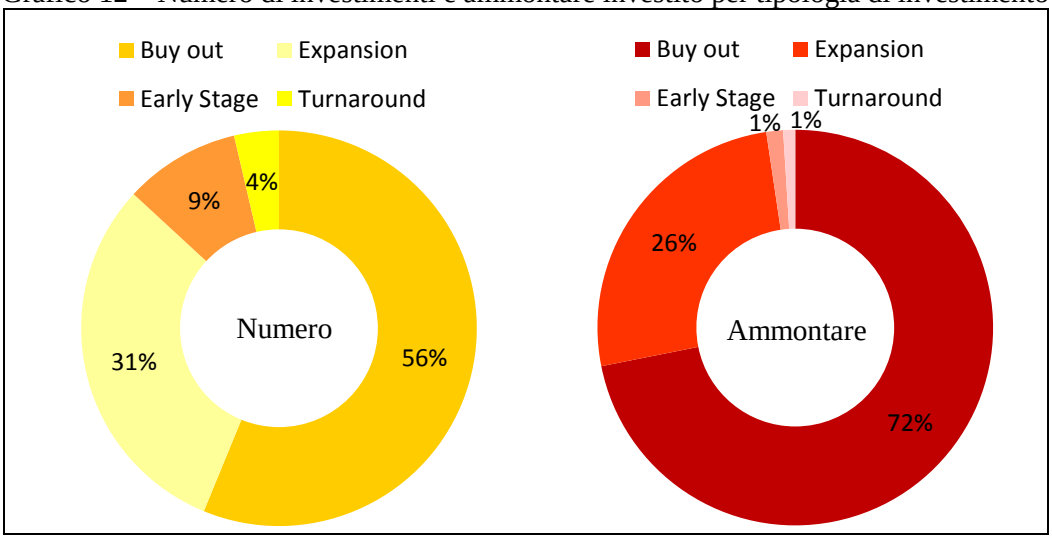
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Un altro dato di particolare rilevanza ai fini di questa analisi risulta essere la distribuzione dei large e mega deal per categoria di operatori. Nel periodo si registrano 10 operazioni di ammontare investito superiore a 150 milioni di Euro per un ammontare di 2.428* milioni di Euro investiti. I fondi pan europei sono gli operatori che realizzano la maggior parte di questi investimenti (80%); nel dettaglio realizzano 4 large deal per un ammontare totale investito di 845 milioni di Euro e 4 mega deal per un ammontare di 924* milioni di Euro. Le due operazioni mancanti sono un mega deal effettuato da una Investment Company e un large deal di una Banca.

2.3. Operazioni di investimento

Con riferimento alla tipologia di operazioni presenti nel nostro campione oggetto di studio è possibile affermare che i Buy Out rappresentano il comparto del mercato verso il quale sono confluiti sia maggior numero di operazioni che hanno concorso alle edizioni del premio, sia la maggior parte delle risorse investite. Successivamente, altro ruolo di rilevo è ricoperto dal segmento dell'Expansion mentre rivestono ruoli marginali le operazioni di Early Stage e Turnaround.

Grafico 12 – Numero di investimenti e ammontare investito per tipologia di investimento

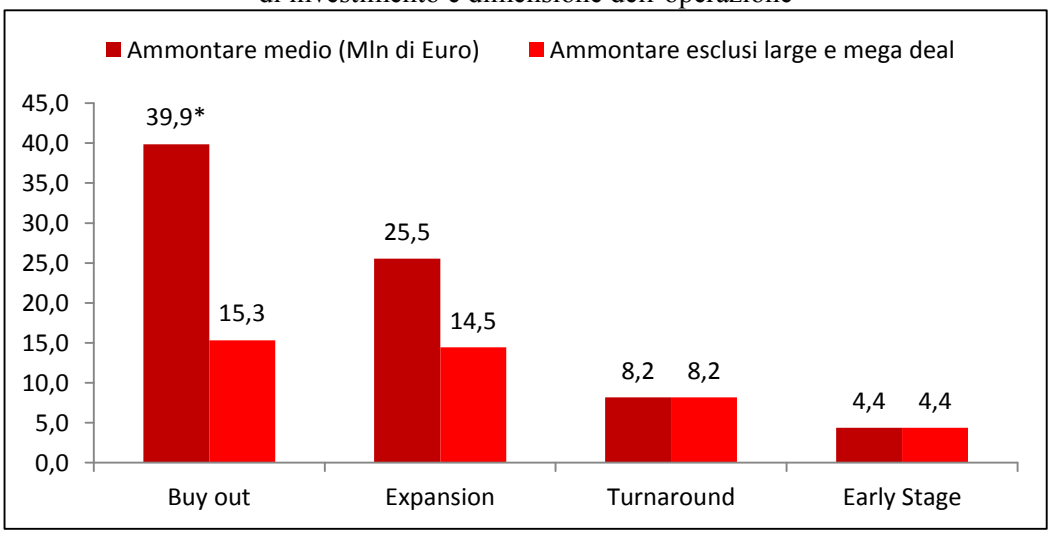


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto concerne il segmento dei Buy Out hanno partecipato, alle dieci edizioni del Premio, 77 operazioni (il 56% del totale delle concorrenti) raccogliendo risorse per un valore totale di 2990* milioni di Euro (72% del totale delle risorse investite). Il comparto dell'Expansion gioca un ruolo di spicco tra i concorrenti con una quota del 31% in termini di numero di investimenti (che equivale a 42 operazioni) e una quota del 26% in termini di ammontare investito nonché 1.073 milioni di Euro. Il ruolo di nicchia è invece toccato ai segmenti dell'Early Stage e del Turnaround che ricoprono rispettivamente una quota del 9% e del 4% in termini di numero di investimenti (con 13 e 5 investimenti totali) e dell'1% circa in termini di ammontare (con 57 e 41 milioni di Euro investiti).

In riferimento al taglio medio delle operazioni per singola categoria di investimento, a livello aggregato, è possibile evidenziare come, anche in questo caso, le operazioni di Buy Out sono quelle che assorbono la maggior parte dei capitali investiti con un ammontare medio di circa 40 milioni di Euro per operazione. Successivamente si classificano le operazioni di Expansion con un ammontare medio investito pari a circa 26 milioni di Euro. Il dato normalizzato, ovvero al netto dei large e dei mega deal effettuati negli anni, presenta invece risultati differenti per queste due categorie di investimenti. Le operazioni di Buy Out comprendono, infatti, ben 9 operazioni con investimento superiore a 150 milioni di Euro per un ammontare totale di 1.948* milioni di Euro, escludendo queste operazioni l'ammontare medio investito si riduce notevolmente (-62%) attestandosi al valore di 15,3 milioni di Euro, di poco superiore all'ammontare medio investito nelle operazioni di Expansion che normalizzato equivale a 14,5 milioni di Euro. Il gap tra i due calcoli dell'ammontare medio investito diminuisce ad un -43% per l'Expansion dal momento che si registra solo un mega deal per un ammontare superiore a 400 milioni di Euro investiti, mentre resta nullo per le altre due categorie di investimenti.

Grafico 13 – Ammontare medio investito per tipologia di investimento e dimensione dell'operazione



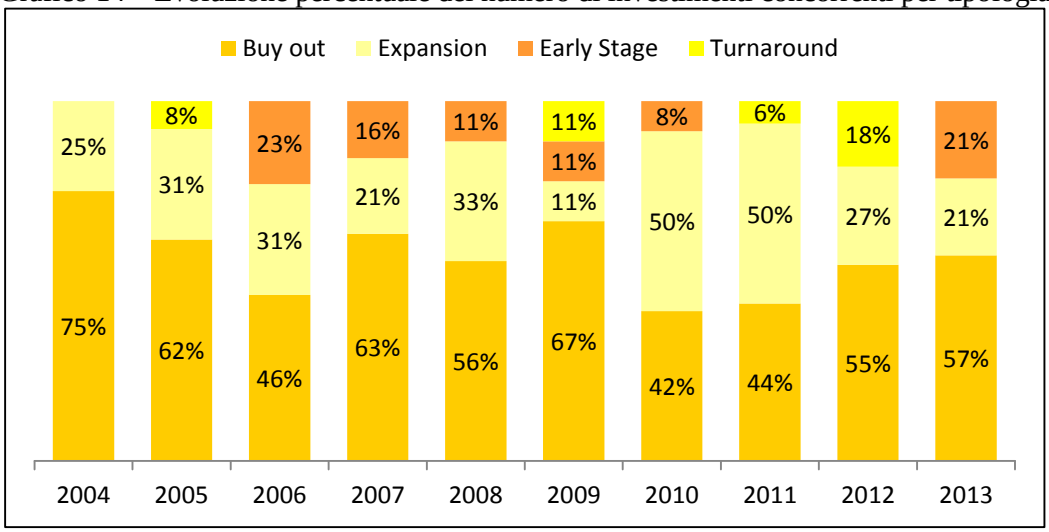
*Si evidenzia che per questa tipologia manca l'ammontare di due operazione di Buy Out disinvestite nel 2011 e nel 2013 da due fondi pan europei tramite Secondary Buy Out.
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Passando ad analizzare l'evoluzione che ha interessato i singoli segmenti di mercato rappresentati dalle imprese concorrenti nelle varie edizioni oggetto di analisi, è possibile affermare che, quasi per tutte le edizioni, i Buy Out hanno mantenuto la quota di maggioranza per numero di operazioni concorrenti ad eccezione di 2 anni isolati. Nel 2010 infatti gli investimenti concorrenti sono stati 5 operazioni di Buy Out e 7 operazioni di Expansion che si sono suddivise il mercato di riferimento con quote rispettive del 42% e del 50%, il rimanente 8% è stato occupato da una sola operazione di Early Stage; in quest'anno i Buy Out hanno subito un calo della loro incidenza del 17% rispetto al 2009 in cui avevano registrato 6 operazioni mentre le operazioni di Expansion hanno notevolmente aumentato la loro incidenza di ben 500 punti percentuali rispetto all'anno precedente in cui avevano registrato solo 1 operazioni di investimento. Anche per quanto riguarda il 2011 è il segmento dell'Expansion ad avere "la meglio" raccogliendo 8 operazioni contro le 7 del comparto Buy Out, riuscendo così ad aggiudicarsi un'incidenza del 50% sul totale delle partecipanti. In generale comunque il campione è per la maggioranza rappresentato da operazioni di Buy Out ed Expansion che insieme, ogni anno, raccolgono la maggior parte degli investimenti. Le operazioni di Early Stage, invece, si sono candidate in sole sei edizioni, ma non hanno raggiunto cifre rilevanti in quanto sono stati 3 investimenti negli anni 2006, 2007 e 2013, 2 nel 2008 e 1 sola operazione nel 2009 e nel 2010. Le operazioni di Turnaround invece sono una categoria a se stante in quanto negli anni 2005-2009-2010 si registra una sola operazione in qualità di vincitrice del "Premio speciale Turnaround" dal momento che non esisteva una vera e propria categoria;

mentre nel 2012, quando per la prima volta vengono inserite nella scheda di adesione, si registrano 2 candidate.

Anche in questo caso è evidente come, dopo la crisi, sia cresciuto il bisogno di processi di ristrutturazione aziendale ed il fatto che ci siano operazioni di questo tipo tra i candidati al Premio, evidenzia che anche questi interventi in situazioni spesso delicate possono avere esiti positivi portando ritorni non solo al fondo che investe, ma anche alle società oggetto di investimento che possono uscire vittoriose da momenti di particolare tensione.

Grafico 14 – Evoluzione percentuale del numero di investimenti concorrenti per tipologia

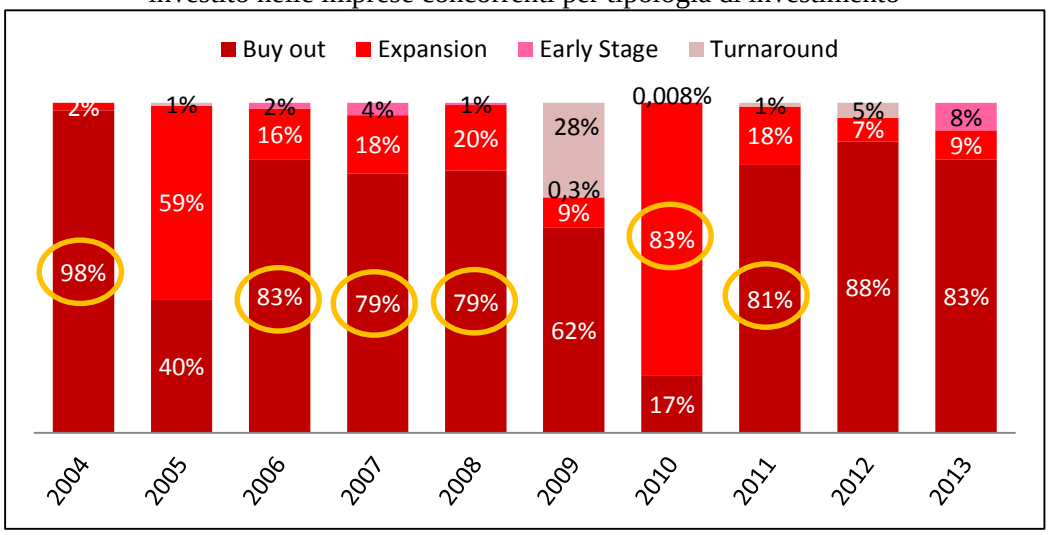


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto riguarda l'analisi sull'ammontare investito è opportuno analizzare nel dettaglio l'ammontare investito nelle singole operazioni al fine di evidenziare le operazioni di grandi dimensioni che, se trattate al pari degli altri investimenti, potrebbero "falsare" le stime dell'analisi.

Osservando il grafico sottostante, a primo impatto non sembra possibile descrivere l'andamento dell'ammontare investito nelle varie categorie di investimento, soprattutto se considerato in relazione all'evoluzione del numero di investimenti per tipologia. Questo perché è necessario scorporare dalle percentuali cerchiate in giallo gli investimenti di ammontare superiore a 150 milioni di Euro che vanno a "gonfiare" in modo spropositato le quote in cui rientrano.

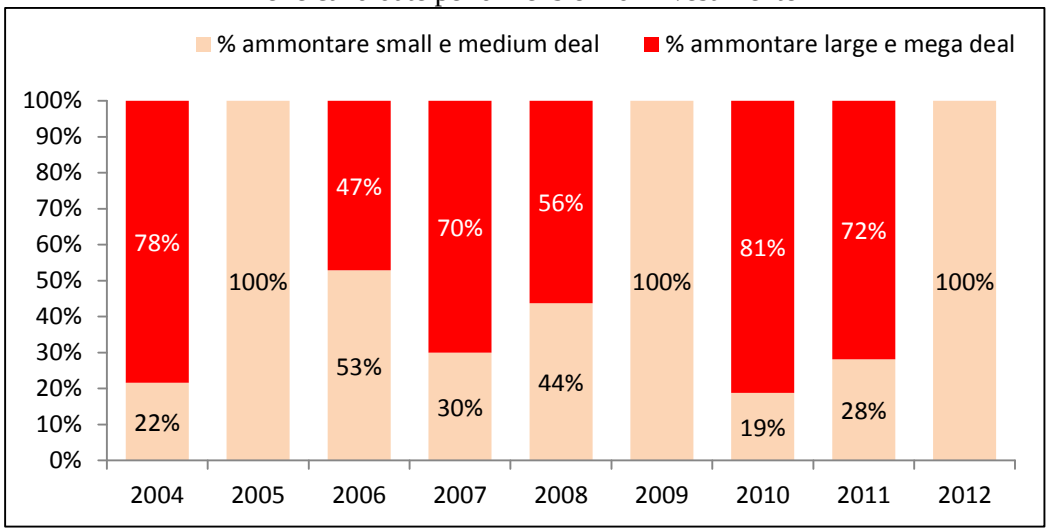
Grafico 15 – Evoluzione percentuale dell'ammontare investito nelle imprese concorrenti per tipologia di investimento



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Andando ad analizzare l'incidenza del large e mega deal sul totale dell'ammontare investito nei vari anni, è evidente come proprio in quegli anni in cui sono state registrate delle quote anomale, il loro peso acquista dimensioni rilevanti.

Grafico 16 – Evoluzione percentuale dell'ammontare investito nelle candidate per dimensioni di investimento



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

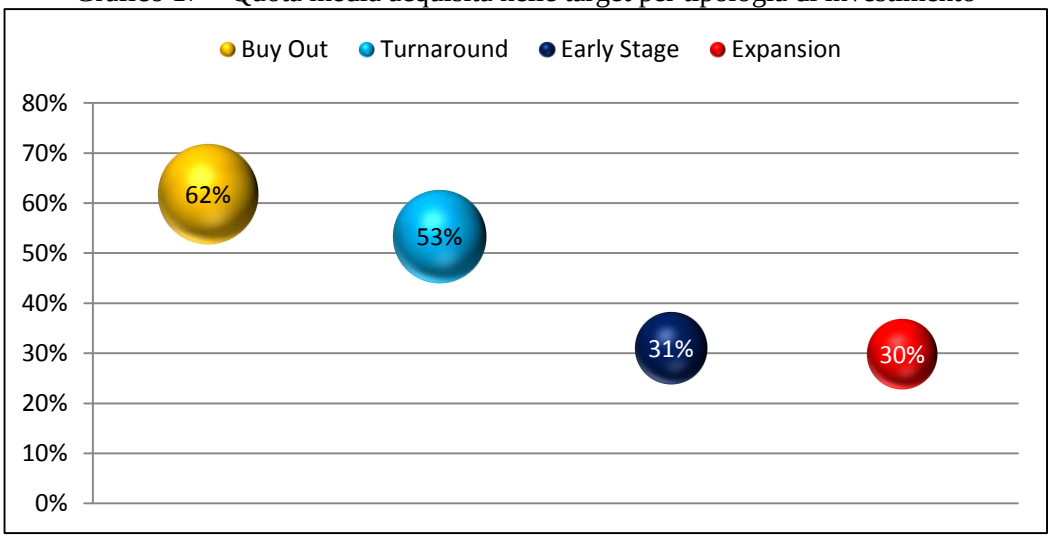
Nel dettaglio è possibile ricostruire in una tabella il numero e l'ammontare dei large e mega deal che hanno partecipato come candidati nelle varie edizioni del premio, specificando la categoria di investimento nella quale rientrano.

Large e mega deal	numero		ammontare	
	Buy Out	Expansion	Buy Out	Expansion
2004	2		large	
2006	1		large	
2007	2		large e mega	
2008	1		large	
2010		1		mega
2011	2		mega*	
2013	1		nd	

Alla luce di quanto esposto, appare comunque ovvio, che negli anni sono i segmenti del Buy Out e dell'Expansion ad aver assorbito il maggior numero di capitali investiti nelle imprese concorrenti, ma al netto dei grandi deal le quote di capitale risultano essere più proporzionate e coerenti, soprattutto in relazione al numero di investimenti registrati negli stessi anni.

Il fatto che siano proprio i Buy Out la categoria verso cui confluisce la maggior parte dei capitali è dovuto non solo al fatto che generalmente si contraddistinguono per operazioni in aziende di grandi dimensioni, ma anche al fatto che, analizzando la quota media acquisita nel nostro campione per ogni tipologia di investimento, sono proprio i Buy Out ad avere la meglio.

Grafico 17 – Quota media acquisita nelle target per tipologia di investimento



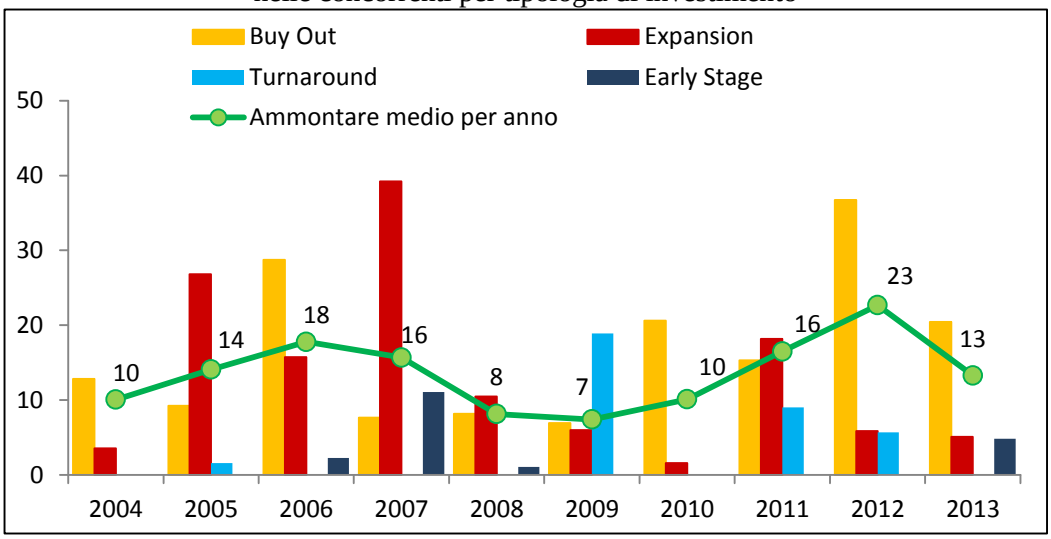
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Le operazioni di Buy Out che hanno partecipato alle varie edizioni del Premio Dematté hanno acquisito quote di partecipazione nelle imprese target per un valore medio pari al 62% che, come da teoria, rappresenta la quota di maggioranza. A seguire sono invece le operazioni di Turnaround ad acquisire in media una quota rilevante nella partecipata; mentre Early Stage ed Expansion si limitano all'acquisizione di quote minoritarie che si aggirano attorno al 30% circa.

Dunque, nonostante rispetto alle operazioni di Buy Out effettuate nei mercati esteri quelle del mercato domestico siano di dimensioni più contenute, per il mercato Italiano risultano essere le più grosse sia per quota acquisita che per ammontare investito nelle operazioni.

Continuando a ragionare sul campione al netto dei large e mega deal è possibile analizzare anche l'evoluzione dell'ammontare medio investito in ciascuna impresa concorrente sia a livello generale, sia a livello delle singole tipologie di investimento.

Grafico 18 – Evoluzione dell'ammontare medio investito nelle concorrenti per tipologia di investimento



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

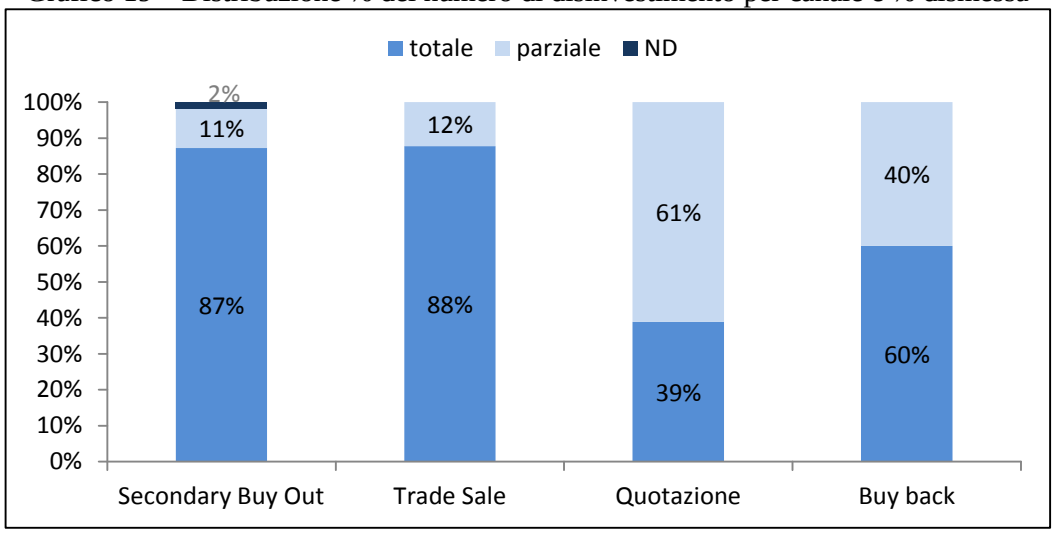
Si è scelto di normalizzare il campione poiché si ritiene sia più rappresentativo della realtà in quanto le grandi operazioni fanno impennare l'ammontare medio investito in alcuni anni isolati rendendo così l'andamento del valore altalenante e ingiustificato nel periodo considerato (ad esempio nel 2010 e nel 2011 si registrerebbero due picchi, riferiti all'ammontare medio annuo, di 49 e 55 milioni di Euro solo perché rispettivamente rientrano nel campione 1 Expansion rientrante nella categoria dei mega deal e 2 Buy Out rientranti uno nei large deal e l'altro nei mega deal.

I dati normalizzati evidenziano invece un ammontare medio investito nelle concorrenti in buona crescita fino al 2006. Nel 2007, con una media di 16 milioni di Euro investiti per operazione, si registra il primo calo del 12% rispetto all'anno precedente che prosegue fino al 2009 dove il valore medio scende a 7 milioni di Euro; questo anche perché gli effetti della crisi arrivano ad intaccare tutti, tagliando le gambe a tutte le tipologie di investimento, anche alle operazioni più virtuose. Dal 2010, invece, inizia ad intraprendere un cammino in netta salita attestandosi ad un valore medio di 23 milioni di Euro nel 2012, per poi riscendere ad una media di 13 milioni di Euro investiti nel 2013.

2.4. Operazioni di disinvestimento

Il campione analizzato comprende 137 operazioni di disinvestimento di cui il 78% sono disinvestimenti totali della partecipazione (in cui l'operatore, al momento del disinvestimento, ha venduto il 100% della partecipazione che aveva in portafoglio) e il 21% risultano essere disinvestimenti parziali (ciò significa che l'investitore ha venduto solo una parte della quota che aveva acquisito, mantenendo così una partecipazione nella società target). Tuttavia, per essere accettato dalla Giuria, il disinvestimento parziale deve rispettare una soglia stabilita da regolamento che implica quanto segue: "Si considera realizzata l'operazione a fronte della quale si è registrato un disinvestimento pari almeno al 30% del valore della partecipazione (calcolata al costo), al momento della cessione (closing). Tale limite non sussiste in caso di disinvestimento mediante quotazione in Borsa della società partecipata. Sono esclusi i re-leveraged i cui acquirenti e venditori siano maggioritariamente riconducibili allo stesso gruppo di gestione"[2].

Grafico 19 – Distribuzione % del numero di disinvestimento per canale e % dismessa



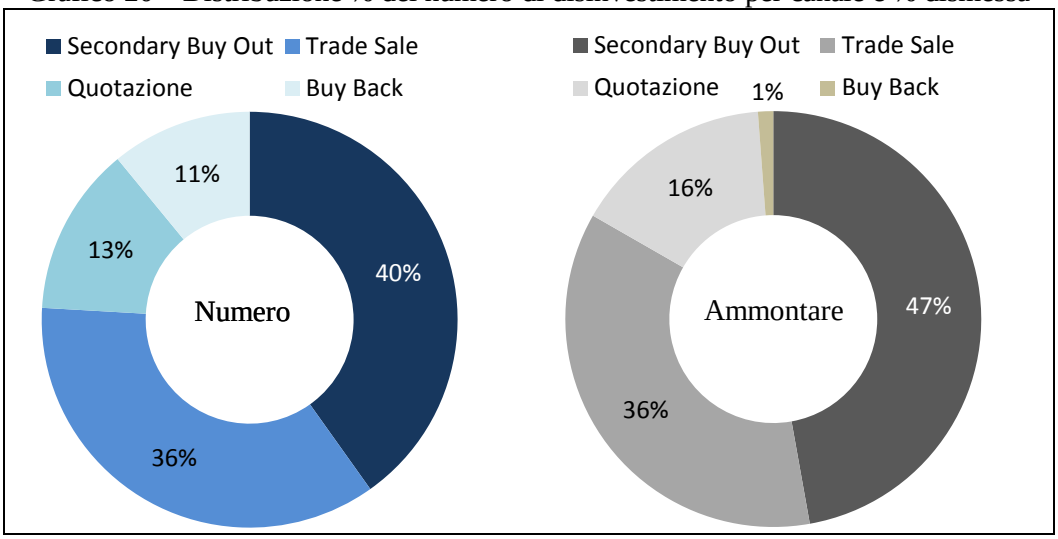
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Nel dettaglio tutti i canali di disinvestimento analizzati hanno effettuato, per la maggior parte delle loro operazioni, una dismissione totale della partecipazione. Il Buy Back risulta essere l'unica modalità di exit che ha distribuito quasi equamente i suoi disinvestimenti tra dismissione totale e parziale della partecipazione; la Quotazione invece risulta essere il caso di exit in cui la dismissione parziale raggiunge il maggior livello di incidenza.

Per quanto concerne le modalità di cessione delle partecipazioni, la vendita della partecipazione di maggioranza ad altri operatori di Private Equity (Secondary Buy Out) rappresenta il canale di disinvestimento preferito, sia per ammontare che per numero, dagli

operatori concorrenti con quote rispettive del 47% (con 1.963* milioni d Euro disinvestiti) e del 40% (con 55 disinvestimenti). Anche i Trade Sale risultano essere una modalità di exit utilizzata dagli operatori con 49 operazioni (36%) per un ammontare totale disinvestito pari a 1.502 milioni di Euro (36%). La Quotazione in borsa e il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (Buy Back) rappresentano invece modalità di uscita marginali per gli operatori concorrenti; infatti 18 operatori hanno optato per la Quotazione come modalità di dismissione per un ammontare di 646 milioni di Euro (16% del totale dismesso) e 15 operatori hanno invece rivenduto la loro quota al socio originario per un ammontare di 49 milioni di Euro (1% del totale disinvestito).

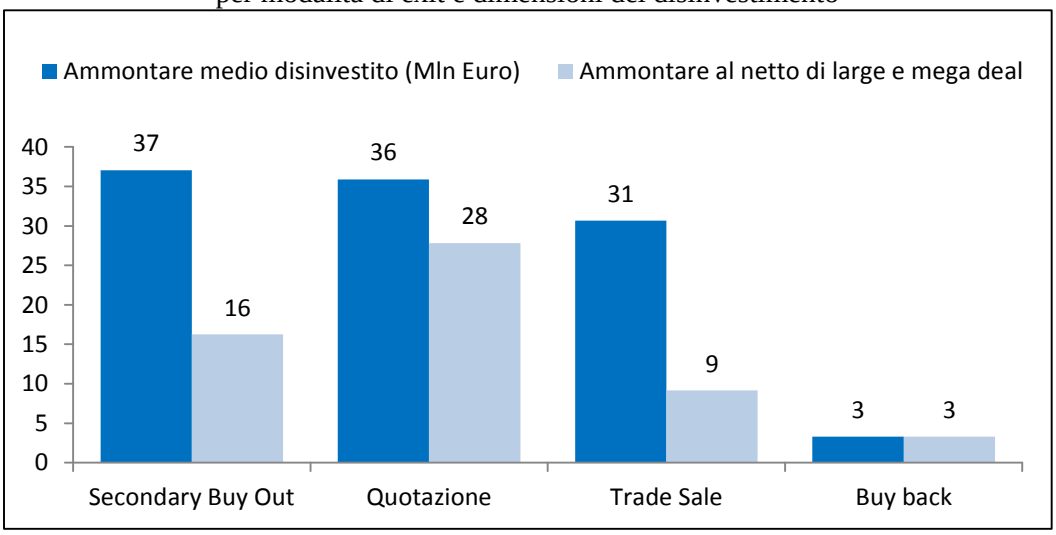
Grafico 20 – Distribuzione % del numero di disinvestimento per canale e % dismessa



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

In riferimento al taglio medio dei disinvestimenti per ciascuna modalità di exit è possibile concludere che, a livello aggregato, sono i Secondary Buy Out ad aver disinvestito l'ammontare medio maggiore per una media di circa 37 milioni di Euro per operazione. Tuttavia, anche in questo caso, è opportuno prestare particolare attenzione alle operazioni di grandi dimensioni poiché alterano notevolmente i risultati dell'analisi. I valori calcolati al netto dei large e mega deal, infatti, mostrano risultati differenti.

Grafico 21 – Ammontare medio disinvestito
per modalità di exit e dimensioni del disinvestimento



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

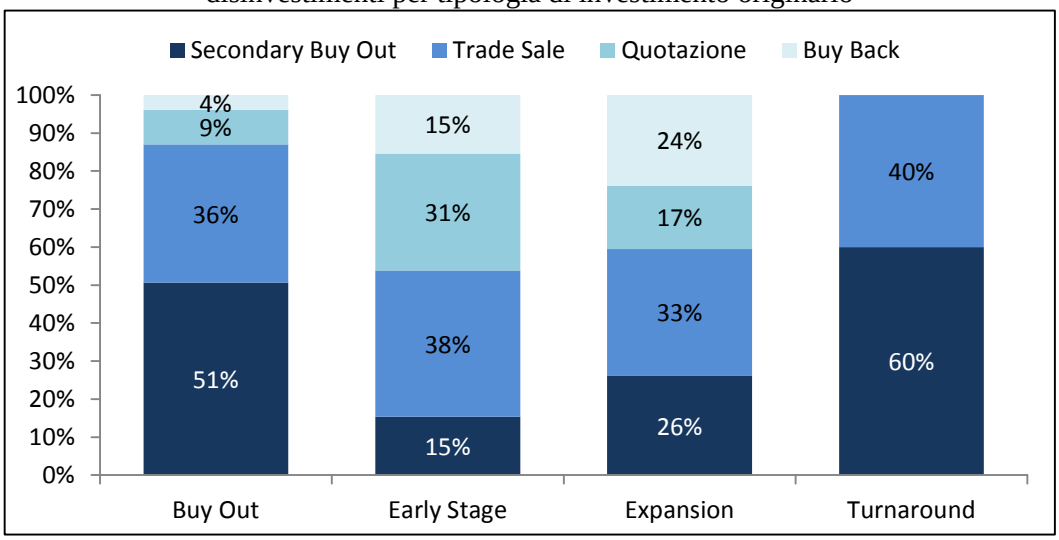
Il disinvestimento tramite Quotazione, tolti i disinvestimenti di ammontare superiore ai 150 milioni di Euro, risulta essere la modalità di exit con il primato per ammontare disinvestito con una media di 28 milioni di Euro disinvestiti per operazione. Questo risultato è dovuto principalmente al fatto che la maggior parte delle imprese che hanno debuttato nel mercato borsistico sono società in cui l'investimento è avvenuto tramite Expansion, una delle tipologie di investimento che ha raccolto buona parte dell'ammontare totale investito.

Nel dettaglio è possibile riassumere i large e mega deal, estrapolati dal totale, nella tabella sottostante:

Large e mega deal	Numero	Ammontare
Quotazione	1	173
Secondary Buy Out	6	1.183*
Trade Sale	2	1.071
Totale	**9**	**1.244**

Un'altra analisi interessante riguarda lo studio dei disinvestimenti in relazione alla tipologia di investimento originario.

Grafico 22 – Distribuzione percentuale del numero di disinvestimenti per tipologia di investimento originario



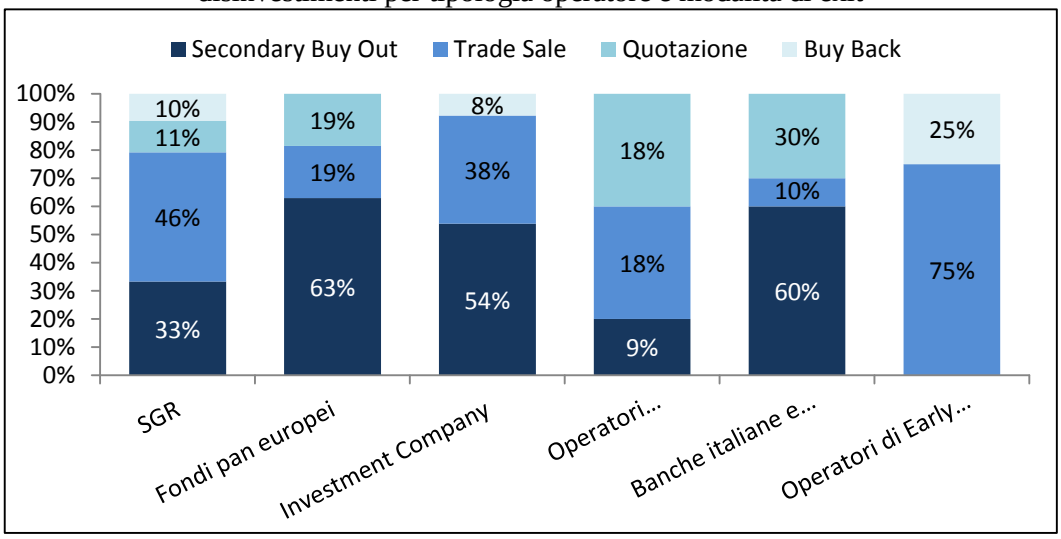
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Dalla rielaborazione emerge che il canale di uscita prediletto per le operazioni di Buy Out e Turnaround è il Secondary Buy Out: vendendo la propria partecipazione ad un altro operatore di Private Equity che ne acquisisce la maggioranza, gli operatori danno la possibilità alle aziende di continuare il loro processo di crescita/ ristrutturazione. Gli investimenti in Early Stage invece hanno utilizzato, per la maggior parte dei casi, il Trade Sale e il mercato borsistico come modalità di disinvestimento: 5 imprese delle 13 presenti tra le candidate hanno venduto la loro partecipazione ad un socio di natura industriale e 4 su 13 si sono quotate. Per quanto riguarda le operazioni di Expansion in linea generale le modalità di disinvestimento sono distribuite abbastanza equamente sul totale, ma la modalità di exit che risulta avere un peso lievemente superiore è il disinvestimento tramite Trade Sale.

Focalizzando l'attenzione sulle modalità di exit più utilizzate dai vari operatori, le SGR, che rappresentano la maggior parte degli operatori nel nostro campione, hanno disinvestito la maggior parte delle loro partecipazioni tramite Trade Sale che occupa una quota del 46% con 33 operazioni. Per quanto riguarda i fondi pan europei, invece, la modalità di exit più utilizzata risulta essere il Secondary Buy Out; l'esito risulta essere coerente se rapportato alla loro modalità di investimento più utilizzata: i fondi pan europei, infatti, hanno realizzato il 30% dei Buy Out presenti nel campione e con queste 23 operazioni coprono l'85% del totale degli investimenti che loro stessi hanno candidato. Le Banche risultano invece essere operatori importanti per i processi di quotazione, il 30% dei loro investimenti infatti risulta essere stato dismesso tramite quotazione in borsa. Questi operatori, seguiti dagli operatori regionali/pubblici risultano essere le tipologie di investitori in cui il disinvestimento tramite quotazione ha più peso. In riferimento ai Buy Back è possibile osservare che sono le exit più gettonate per gli

operatori che tendenzialmente portano a concorrere operazioni di piccole dimensioni come gli operatori di Early Stage.

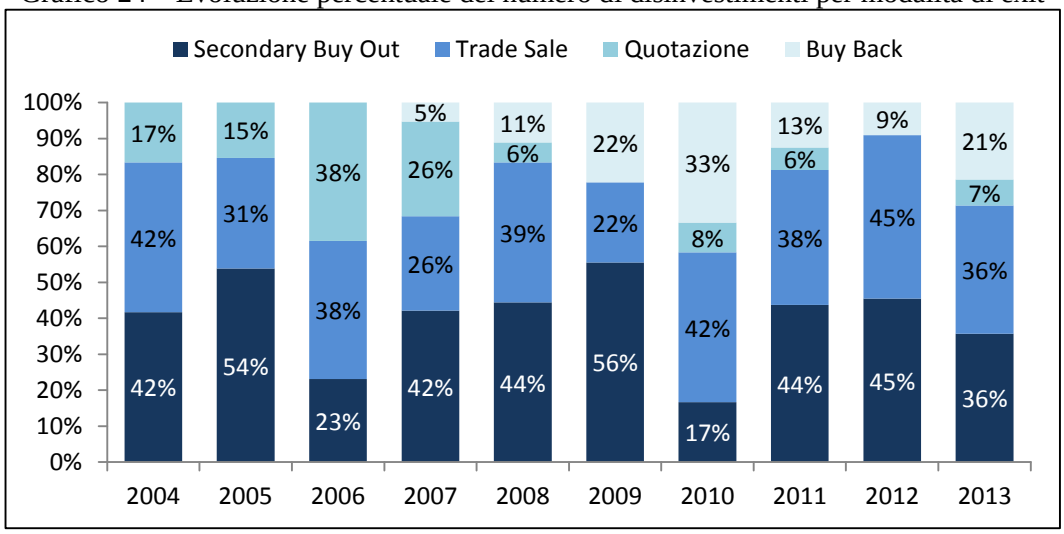
Grafico 23 – Distribuzione percentuale del numero di disinvestimenti per tipologia operatore e modalità di exit



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Passando ad analizzare l'evoluzione dell'attività di disinvestimento nelle storie di successo è evidente come, in tutti gli anni analizzati, i Secondary Buy Out e i Trade Sale risultano essere i canali di disinvestimento più utilizzati dagli operatori. Il disinvestimento tramite quotazione invece risulta avere una buona incidenza nei primi anni, fino al 2007 anno in cui raggiungono una quota del 26% con 5 disinvestimenti; negli anni successivi alla crisi questa modalità di exit diminuisce notevolmente e negli anni in cui rileva una quota tra i disinvestimenti è perché tra le candidate si trova una sola operazione per anno. Dal 2007 inizia a prendere parte, tra le tipologie di disinvestimento delle candidate, anche il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario; questa modalità raggiunge il suo apice di attività nel 2010, anno in cui si candidano ben 4 operazioni che raggiungono una quota del 33% in crescita del 100% rispetto all'anno precedente; successivamente intraprende un trend in discesa con 2 sole operazioni candidate nell'anno successivo e una del 2012 per poi recuperare quota nel 2013 con 3 operazioni.

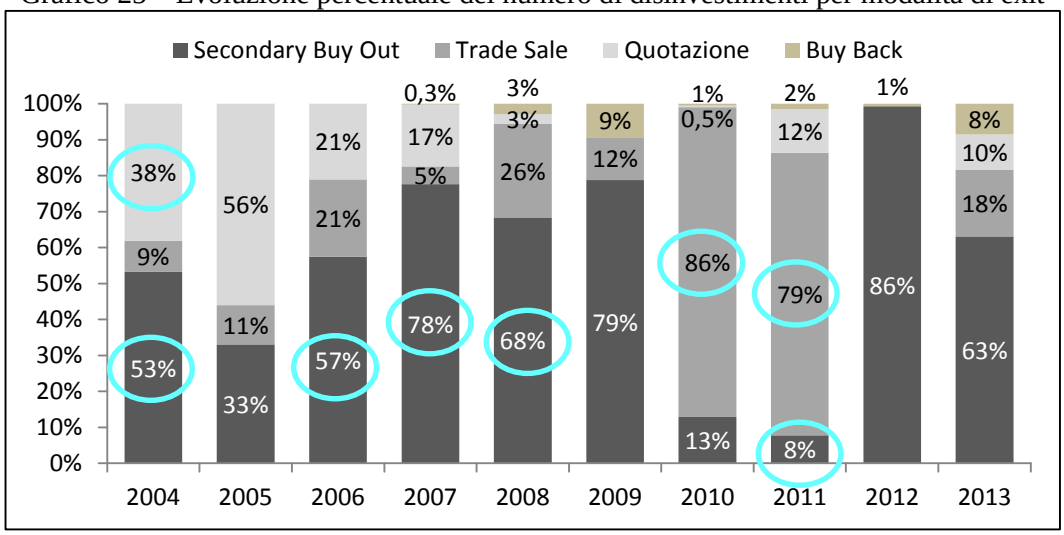
Grafico 24 – Evoluzione percentuale del numero di disinvestimenti per modalità di exit



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto concerne l'ammontare investito, anche per l'evoluzione, è necessario prestare attenzione ai large e mega deal.

Grafico 25 – Evoluzione percentuale del numero di disinvestimenti per modalità di exit



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

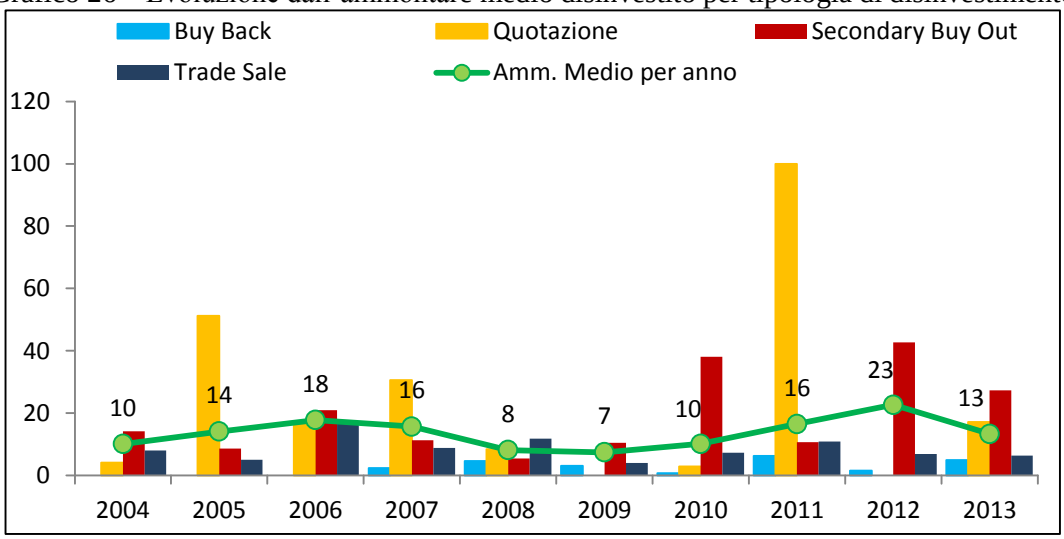
A primo impatto pare non esserci alcun nesso logico tra i movimenti dell'ammontare in relazione all'evoluzione del numero di operazioni registrate. Tuttavia, evidenziando l'incidenza dei large e mega deal, nelle percentuali cerchiate in azzurro, e approfondendo il loro ammontare e il relativo numero di operazioni per ciascun anno, è possibile avere un quadro più completo della situazione. Nel dettaglio le operazioni rilevanti risultano essere le seguenti:

Large e mega deal	Numero			Ammontare		
	Quotazione	Secondary Buy Out	Trade Sale	Quotazione	Secondary Buy Out	Trade Sale
2004	1	1		large	large	
2006		1			large	
2007		2			large e mega	
2008		1			large	
2010			1			mega
2011		1	1		*nd	mega
2013		1			*nd	

Alla luce di quanto esposto appare quindi chiaro come si siano potute registrare delle impennate delle quote apparentemente ingiustificate. Nel 2010, per esempio, la tipologia del Trade Sale ha assorbito si l'86% del mercato dei disinvestimenti, ma è da considerare che in quell'anno si è realizzato un grosso investimento che ha avuto una notevole incidenza sul totale, precisamente il 94% dell'ammontare disinvestito tramite Trade Sale nello stesso anno. Lo stesso ragionamento vale per il 2011 dove l'ammontare del mega deal disinvestiti dall'operazione di Trade Sale, ha un peso del 92% sull'ammontare totale disinvestito tramite questa tipologia di exit. Particolare attenzione va prestata alla quota dell'ammontare disinvestito tramite Secondary Buy Out nel 2011: la poca incidenza è dovuta al fatto che nel calcolo della quota manca l'importo di un mega deal disinvestito nell'anno, lo stesso vale per il 2013.

Ragionando ora sul campione al netto dei large e mega deal è opportuno proseguire con una breve analisi sull'ammontare medio disinvestito da ciascuna categoria di disinvestimento.

Grafico 26 – Evoluzione dall'ammontare medio disinvestito per tipologia di disinvestimento



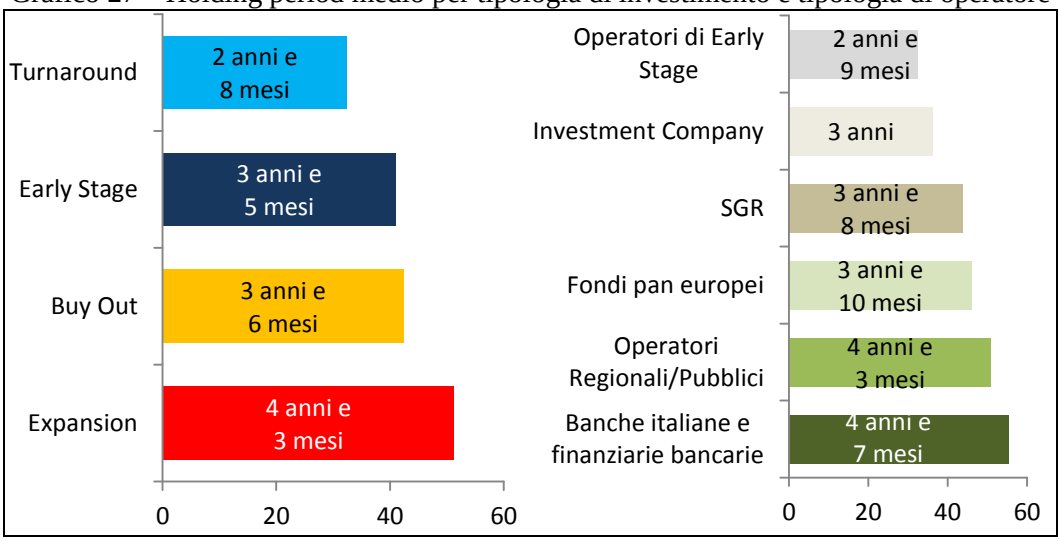
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

L'analisi evidenzia risultati in linea con il campione descritto rilevando una posizione di spicco per i Secondary Buy Out e i Trade Sale. In alcuni anni è il disinvestimento tramite quotazione ad avere la meglio, ma i picchi si registrano in corrispondenza degli anni in cui si rileva una buona incidenza del disinvestimento tramite quotazione sia in termini di numero che in termini di ammontare.

Prima di passare all'analisi sull'impatto economico delle operazioni nelle storie di successo è opportuno aprire una breve parentesi sul periodo medio di detenzione della partecipazione nelle imprese target.

Le storie di successo sono caratterizzate da un holding period medio di 3 anni e 8 mesi, inferiore rispetto alla media di periodo registrata dal mercato che si attesta intorno ai 4 anni e 1 mese. Questo dato è già una prima conferma del fatto che le operazioni concorrenti sono operazioni con performance elevate dal momento che teoricamente esiste una relazione inversa tra IRR ed holding period. Nel dettaglio la tipologia di investimento che mediamente detiene la partecipazione per un arco temporale maggiore è l'Expansion con una media di 4 anni e 3 mesi; per quanto riguarda invece la tipologia di operatore sono le Banche ad avere il primato con una media di detenzione di 4 anni e 7 mesi.

Grafico 27 – Holding period medio per tipologia di investimento e tipologia di operatore



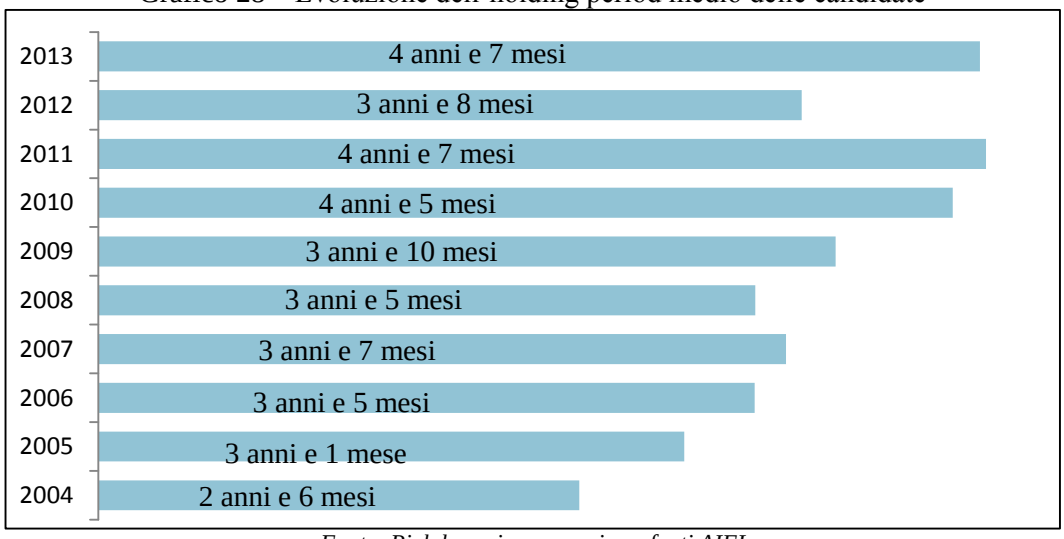
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Per quanto riguarda le tipologie di operatori è opportuno soffermarsi su due casi in particolare: gli operatori di Early Stage sono la categoria che detiene la partecipazione per il minor tempo, risultato coerente con gli obiettivi dei loro investimenti che hanno come scopo il lancio di nuove imprese e dunque mirano a vendere la partecipazione non appena l'impresa si è avviata, cercando di realizzare le performance più elevate possibili; gli Operatori Regionali/Pubblici hanno invece un periodo di detenzione elevato della partecipazione, questo

perché i loro investimenti sono finalizzati non tanto alle performance economiche dello stesso, quanto più alla patrimonializzazione e allo sviluppo di progetti che vanno spesso in aiuto del territorio, sono dunque investimenti che richiedono molto tempo per essere avviati e realizzati in modo stabile.

Approfondendo l'analisi è opportuno studiare quale sia stata l'evoluzione del periodo medio di detenzione della partecipazione nelle varie edizioni del Premio.

Grafico 28 – Evoluzione dell'holding period medio delle candidate



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Tendenzialmente il risultato risulta essere in linea con quanto osservato per il mercato italiano in generale, con un progressivo allungamento del periodo di detenzioni negli anni successivi alla crisi. In realtà, di per sé, non risulta un'analisi statisticamente rilevante a causa del ridotto campione di imprese analizzato per anno. Ci sono infatti troppe poche operazioni e gli estremi risultano avere troppo peso sui risultati dell'analisi. Tuttavia approssimativamente, può dare una prima idea generale sull'andamento delle performance: facendo fede alla relazione inversa esistente tra IRR e holding period, ci si aspetta di trovare le operazioni che hanno avuto risultati migliori, in termini di rendimento per l'operatore, negli anni in cui si è registrato un holding period medio inferiore.

3. L'impatto delle operazioni

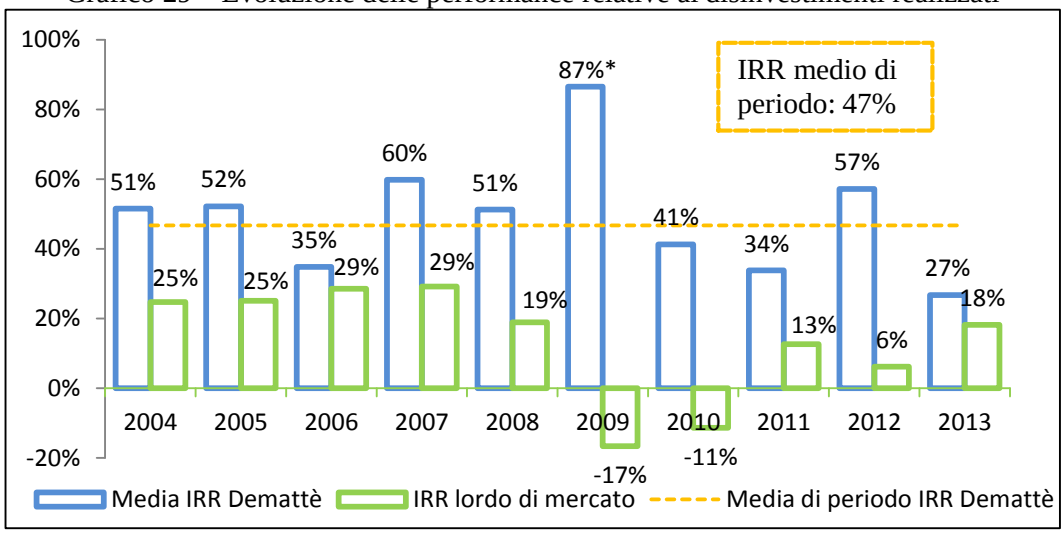
Dopo aver analizzato nel dettaglio il campione di riferimento, è opportuno capire quale sia l'impatto che le operazioni di investimento hanno avuto. Per poter approfondire questo studio, è necessario soffermarsi non soltanto sulle performance economiche relative al disinvestimento, ma anche sugli aspetti più qualitativi che l'operazione ha generato sulla target analizzando dunque se l'impresa è cresciuta durante il periodo di detenzione della partecipazione, se ha portato avanti processi di internazionalizzazione, se ha intrapreso iniziative volte al miglioramento della gestione o ha inserito nuove figure professionali che permettono una defamiliarizzazione del management. Lo studio del solo IRR sarebbe infatti riduttivo dal momento che un IRR elevato potrebbe anche essere generato da un alto ricorso alla leva finanziaria o da arbitraggi sui multipli, strumenti che non necessariamente generano una creazione di valore per l'impresa target. Per far crescere effettivamente l'impresa è necessario spingere soprattutto sulle leve operative della stessa e non tanto su quelle finanziare. Proprio per questo motivo, nelle ultime edizioni del Premio, alla Giuria, in sede di valutazione dei candidati, non vengono forniti i dati relativi alle performance dell'investimento ma solo le altre informazioni relative all'operazione e, solo in un secondo momento, vengo messi a conoscenza degli IRR realizzati. Nonostante ciò, risulta comunque esserci un forte legame tra le operazioni vincitrici e i rendimenti realizzati: generalmente le vincitrici sono proprio quelle con IRR più elevati. Questo dato evidenzia come nella realtà il fatto che venga generato un ingente ritorno per l'operatore è generalmente collegato anche ad una crescita e ad un aumento di valore per l'impresa target.

I seguenti sotto capitoli analizzano nel dettaglio tutte le informazioni, raccolte nel Database di partenza, inerenti agli investimenti oggetto di indagine. In ciascuno di questi viene analizzata una singola sezione della scheda di adesione che deve essere compilata dagli operatori nel momento in cui presentano la loro candidatura.

3.1. Impatto economico delle operazioni

Dal punto di vista delle sole performance economiche[3], l'evoluzione media dei rendimenti relativi alle operazioni di successo mostra ottimi risultati, anche confrontata con l'evoluzione del rendimento lordo sugli investimenti realizzati nel mercato in generale.

Grafico 29 – Evoluzione delle performance relative ai disinvestimenti realizzati



*Si evidenzia che i dati relativi all'anno 2009 non sono rappresentativi in quanto, su nove operazioni candidate, 7 non hanno fornito il dato relativo al rendimento realizzato e uno dei due dati presenti nel campione ha realizzato un IRR maggiore del 100%, dato che influisce in maniera rilevante sul ridotto campione di imprese.

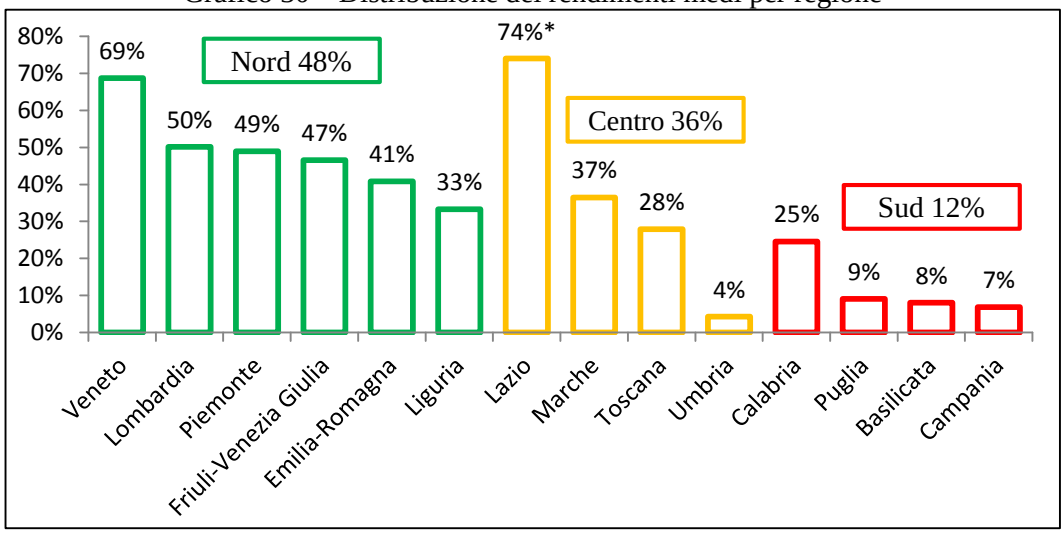
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Le performance registrate dalle operazioni concorrenti risultano essere, per quasi tutto il periodo oggetto di analisi, mediamente doppie rispetto agli IRR lordi di mercato. Anche l'IRR medio, che per i concorrenti si attesta attorno ad un valore del 47%, risulta essere decisamente più elevato rispetto all'IRR medio registrato dal mercato nello stesso orizzonte temporale, che si aggira intorno al 14%. Nonostante l'analisi sull'evoluzione sia basata sul confronto di due campioni non esattamente comparabili dal punto di vista temporale[4], è comunque possibile desumere, con buona approssimazione, che "il campione Dematté" ha effettivamente realizzato ottime performance, soprattutto negli anni in cui il mercato ha registrato rendimenti negativi.

Particolare attenzione va prestata all'anno 2009 in cui su nove operazioni candidate, 7 non hanno fornito il dato relativo al rendimento realizzato e uno dei due dati presenti nel campione ha realizzato un IRR maggiore del 100%. Questo dato ha dunque un'influenza statistica rilevante ed è per questo motivo che le performance registrano un picco così elevato in corrispondenza di quest'anno.

L'analisi sulle performance in relazione alla distribuzione territoriale non evidenzia particolari differenze rispetto agli altri studi effettuati sul campione.

Grafico 30 – Distribuzione dei rendimenti medi per regione

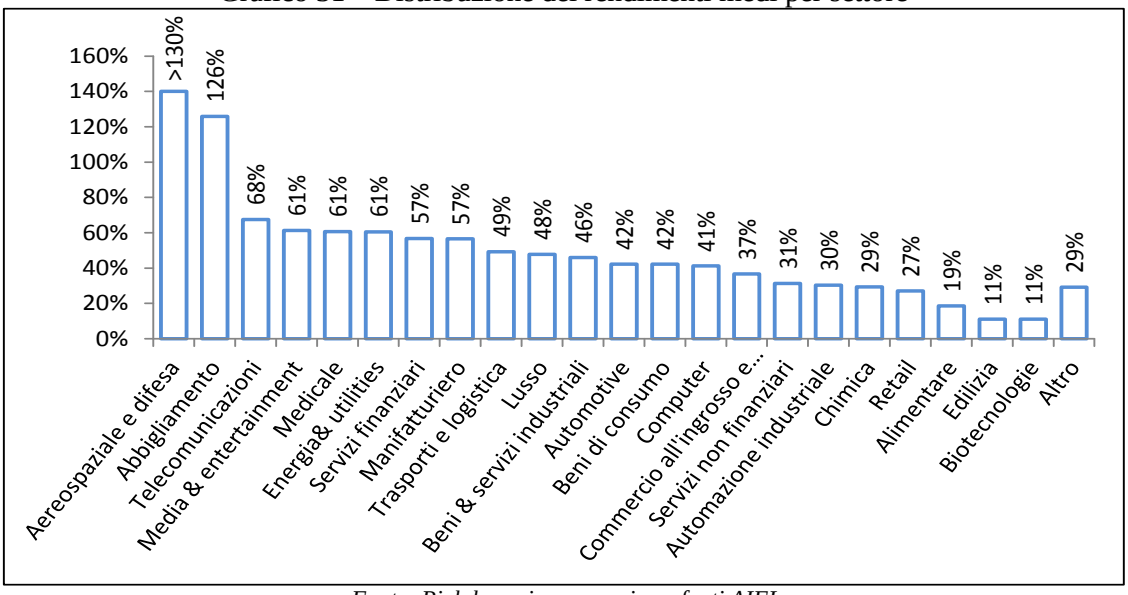


*In questa regione rientra un disinvestimento con IRR maggiore di 200%.
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Risultano infatti essere gli investimenti effettuati nelle regioni del Nord ad aver ottenuto i rendimenti più elevati; a seguire si trovano le regioni del Centro in cui si registra un picco per il Lazio che ha un rendimento medio pari a quello della Lombardia, dovuto all'incidenza dell'operazione che ha registrato un IRR superiore al 200%; infine si collocano le regioni del Sud con un rendimento medio di periodo pari al 12%.

Per quanto riguarda l'analisi delle performance medie riferite ad ogni settore i risultati evidenziano il primato per il comparto Aereospaziale e difesa e a seguire quello dell'Abbigliamento.

Grafico 31 – Distribuzione dei rendimenti medi per settore

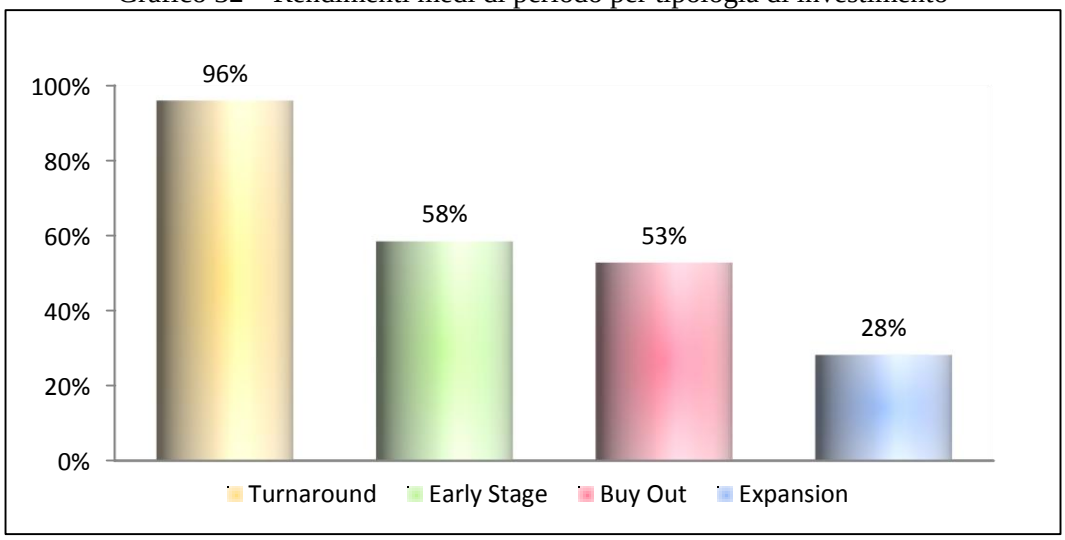


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

In realtà, a causa dello scarso campione di imprese, in ciascun settore rientra un numero troppo ridotto di operazioni e dunque la rielaborazione non risulta essere statisticamente rilevante.

Analizzando nel dettaglio il contributo, in termini di rendimento, di ciascuna categoria di investimento è possibile affermare che il comparto più performante risulta essere quello dei Turnaround con un IRR medio di periodo del 96%. A seguire si collocano le operazioni di Early Stage con un rendimento medio del 58% seguite dai Buy Out con performance medie del 53% e infine troviamo le operazioni di Expansion con un IRR medio attorno al 28%.

Grafico 32 – Rendimenti medi di periodo per tipologia di investimento

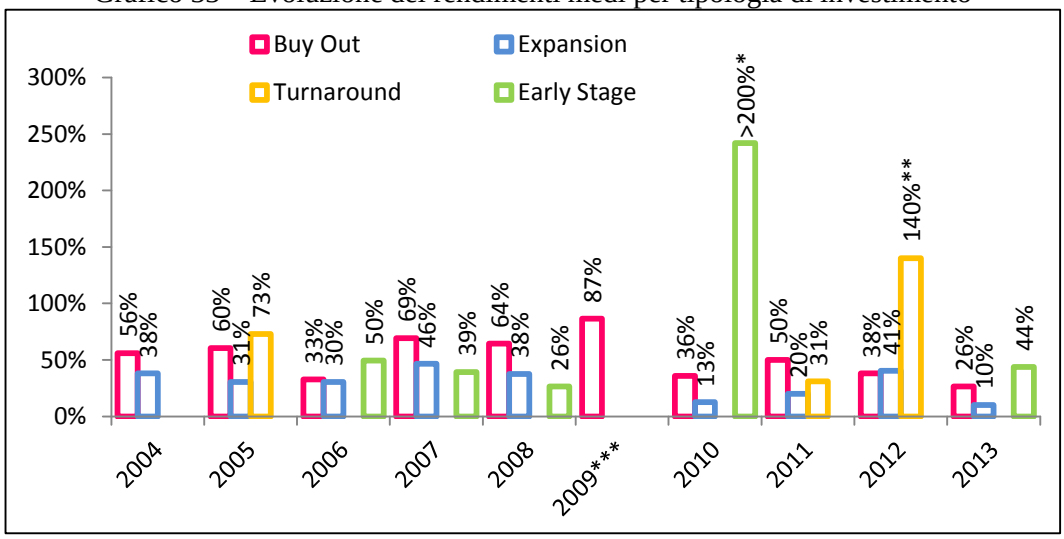


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Nel dettaglio è opportuno approfondire questa analisi andando a studiare l'evoluzione degli IRR che le varie categorie hanno generato negli anni di riferimento.

In relazione a questa analisi risulta opportuno evidenziare le operazioni che hanno realizzato performance per un valore di IRR superiore al 100%. Nel campione sono presenti 12 investimenti che hanno generato un rendimento superiore a questo valore, 9 di questi fanno parte della categoria Buy Out. Queste operazioni risultano avere un impatto notevole dal punto di vista statistico dovuto soprattutto alla scarsità del campione oggetto di analisi.

Grafico 33 – Evoluzione dei rendimenti medi per tipologia di investimento

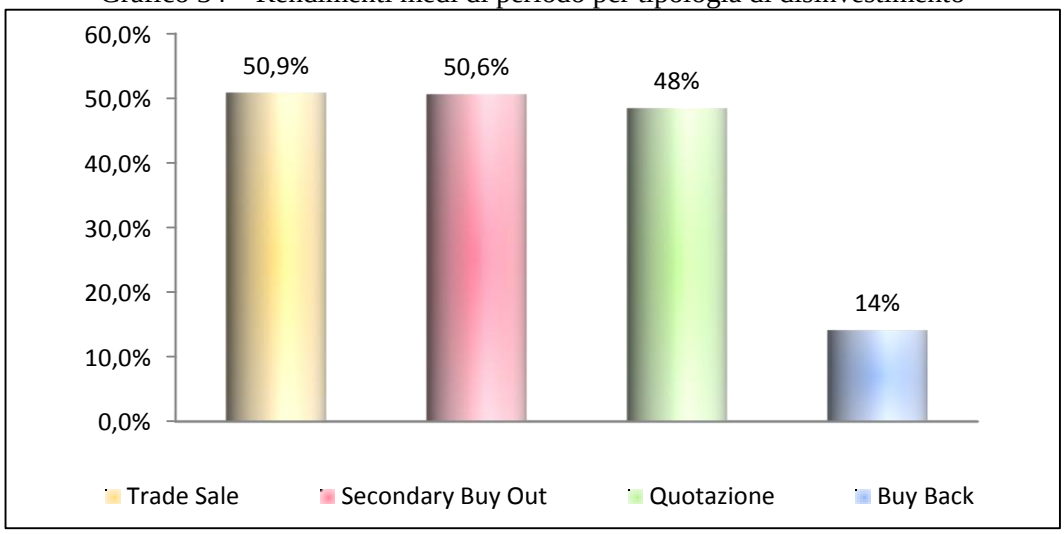


*Una sola operazione con IRR >200%
**Su due operazioni concorrenti una risulta avere IRR maggiore del 100%.
***Per quest'anno si ricorda che, su nove operazioni, solamente due hanno fornito il dato relativo all'IRR e sono due Buy Out.
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Escludendo l'anno 2009 per i motivi sopra elencati e l'operazione di Early Stage del 2010, a primo impatto tutte le categorie di investimento sembrano avere rendimenti stabili negli anni, ad eccezione delle operazioni di Turnaround. Nel campione sono presenti solo 5 operazioni di Turnaround. Si conta una sola operazione per gli anni 2005, 2009 (di cui non è specificato il rendimento) e per il 2011; per il 2012 ci sono invece 2 operazioni. Dato il ridotto numero di operazioni disponibili risulta evidente la scarsa significatività del campione che risulta essere influenzato in maniera spropositata dalle operazioni che hanno performance molto elevate.

Per quanto concerne le modalità di disinvestimento è la categoria dei Trade Sale a risultare la più performante con un rendimento medio di periodo pari al 50,9%, seguita dai Secondary Buy Out con un IRR medio che si attesta al 50,6%. Anche il disinvestimento tramite quotazione ha registrato buoni risultati in termini di performance, con un IRR medio del 48%, risultato in linea con la media del campione aggregato. Il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (Buy Back) risulta invece essere la categoria con risultati inferiori in termini di rendimento.

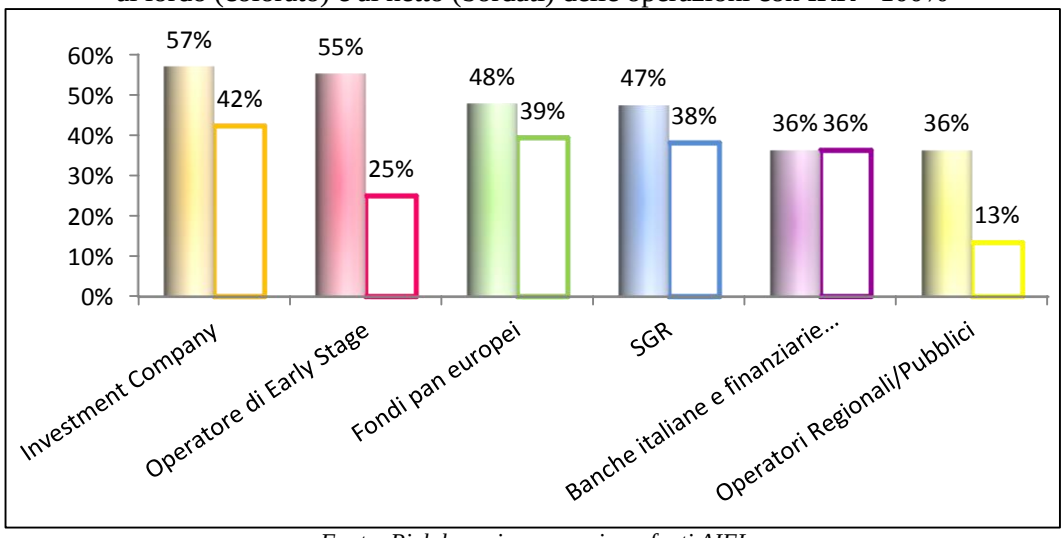
Grafico 34 – Rendimenti medi di periodo per tipologia di disinvestimento



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

In riferimento alle categorie di operatori è possibile approfondire l'analisi facendo un confronto tra i rendimenti medi di tutti gli investimenti realizzati e quelli al netto delle operazioni che hanno registrato performance superiori al 100%.

Grafico 35 – Rendimenti medi di periodo per tipologia di operatore
al lordo (colorato) e al netto (bordati) delle operazioni con IRR >100%



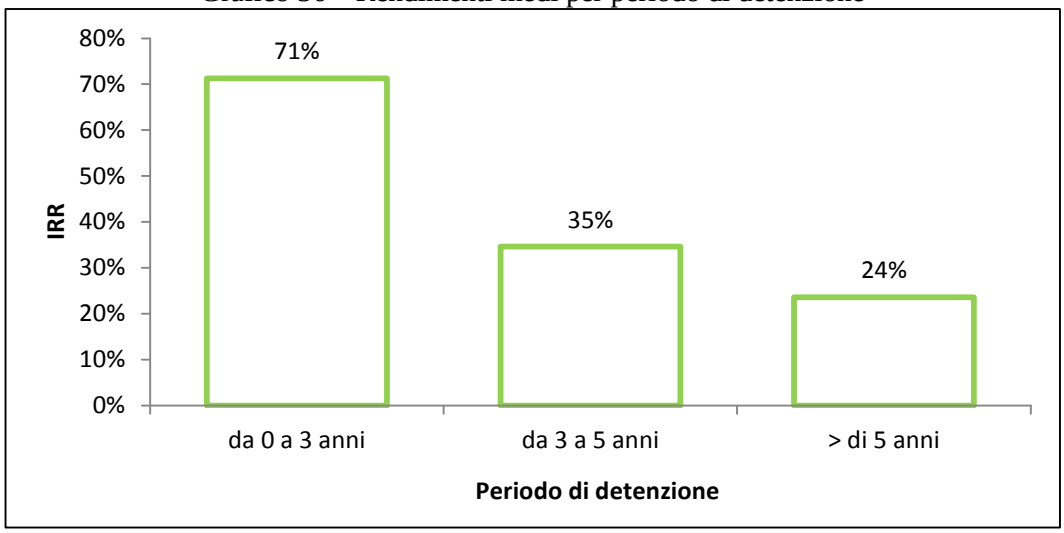
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Le Investment Companies risultano essere la categoria che ha ottenuto le performance più elevate dai disinvestimenti sia al lordo che al netto delle operazioni top performer. Particolare attenzione è da prestare agli Operatori di Early Stage, in questa classe rientra un'operazione caratterizzata da un IRR molto elevato (>200%) che genera l'esplosione del rendimento medio della categoria. Calcolando il rendimento della categoria al netto di questa operazione, che tra le altre cose è l'unica, tra quelle realizzate da questa categoria di investitori, a rientrare nella

categoria delle big performer[5], il dato si abbassa notevolmente attestandosi ad una media del 25%, inferiore rispetto alla maggior parte delle altre categorie. Gli Operatori Regionali/Pubblici invece risultano essere la categoria di operatori caratterizzata dalle performance più basse sia al lordo che al netto delle operazioni top performer. Questo risultato appare in linea con quanto precedentemente accennato nell'analisi dell'holding period medio in cui questa categoria di operatori è risultata avere un elevato periodo di detenzione. L'analisi corrente ha confermato lo scopo dei loro investimenti che non è puramente basato sui rendimenti, risultano infatti avere IRR bassi, ma piuttosto sullo sviluppo di progetti che spesso vanno in aiuto del territorio, o di particolari settori comunque con obiettivi sociali che vanno al di là delle pure performance economiche.

Un'altra elaborazione degna di nota è l'analisi degli IRR medi per holding period. Suddividendo il periodo di detenzione della partecipazione in tre fasce temporali distinte è opportuno evidenziare il rendimento medio delle operazioni rientranti in ciascuna categoria.

Grafico 36 – Rendimenti medi per periodo di detenzione



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

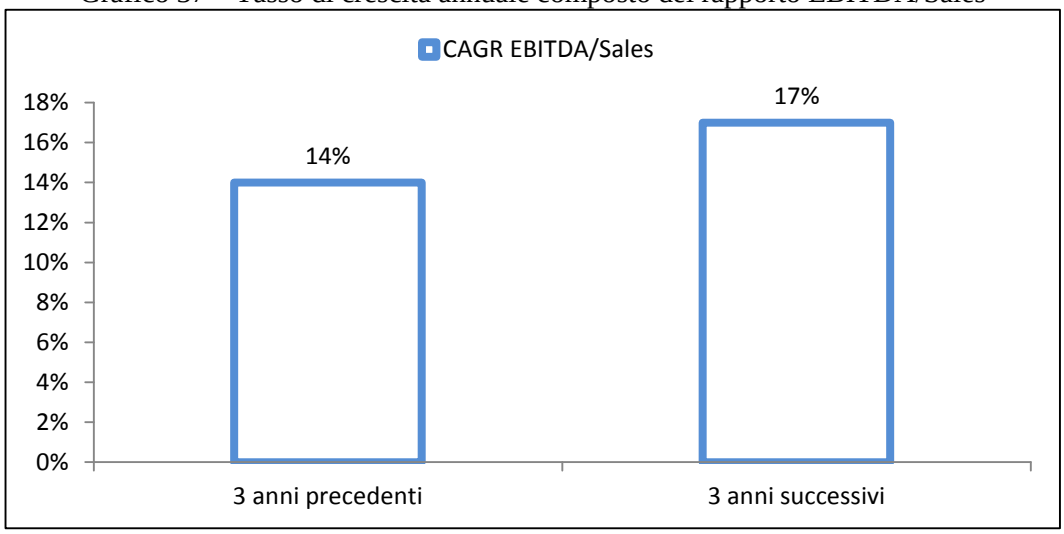
Tale studio mette in evidenza la relazione inversa esistente tra periodo di detenzione della partecipazione e performance dell'investimento. Le operazioni con un holding period medio compreso nei 3 anni risultano infatti essere quelle con i valori più elevati in termini di performance, con un IRR medio del 71%; man mano che l'arco temporale riferito al periodo di detenzione si allarga, i rendimenti calano fino a raggiungere una media del 24% per gli investimenti che restano in portafoglio più di 5 anni.

3.1.1 Alcuni indicatori rilevanti per la target

Per quanto riguarda gli indicatori economici riferiti alle aziende target è opportuno soffermarsi su due valori principali.

Il primo è il rapporto Ebitda/Sales. Confrontando il tasso di crescita annuale composto (CAGR) di questo indicatore nei tre anni precedenti l'entrata del fondo nell'impresa target e nei tre anni successivi alla data di investimento emergono risultati interessanti. Il 65% delle imprese che hanno partecipato, e di cui sono disponibili i dati (escluse le operazioni di Early Stage per le quali non ha senso calcolare la variazione), risultano avere una crescita dell'indicatore maggiore nei tre anni successivi all'investimento.

Grafico 37 – Tasso di crescita annuale composto del rapporto EBITDA/Sales

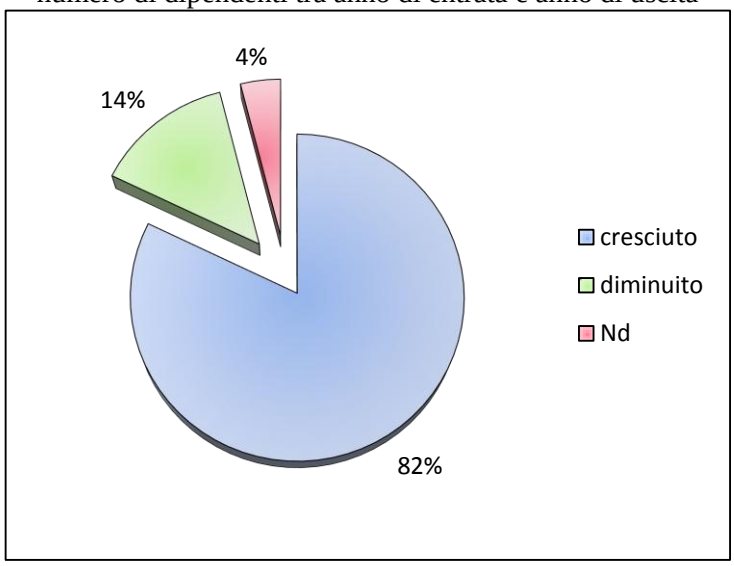


Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

In generale nei tre anni precedenti la media si attestava intorno ad un CAGR del 14%, rispetto ad un CAGR del 17% registrato nei 3 anni successivi all'entrata del fondo.

Il secondo indicatore che merita di essere messo in rilievo è la crescita del numero dei dipendenti durante la permanenza del fondo di Private Equity nell'impresa target. L'82% delle imprese ha dichiarato che il numero di dipendenti, nell'anno di disinvestimento della partecipazione, è aumentato rispetto al numero di dipendenti registrato nell'anno di entrata dell'operatore. Il 14% ha invece dichiarato che è diminuito, mentre per il 5% del campione non è stato possibile rispondere. Tra coloro che hanno segnalato un incremento, mediamente l'aumento di dipendenti si attesta a circa il 122% di personale in più.

Grafico 38 – Distribuzione percentuale del delta numero di dipendenti tra anno di entrata e anno di uscita



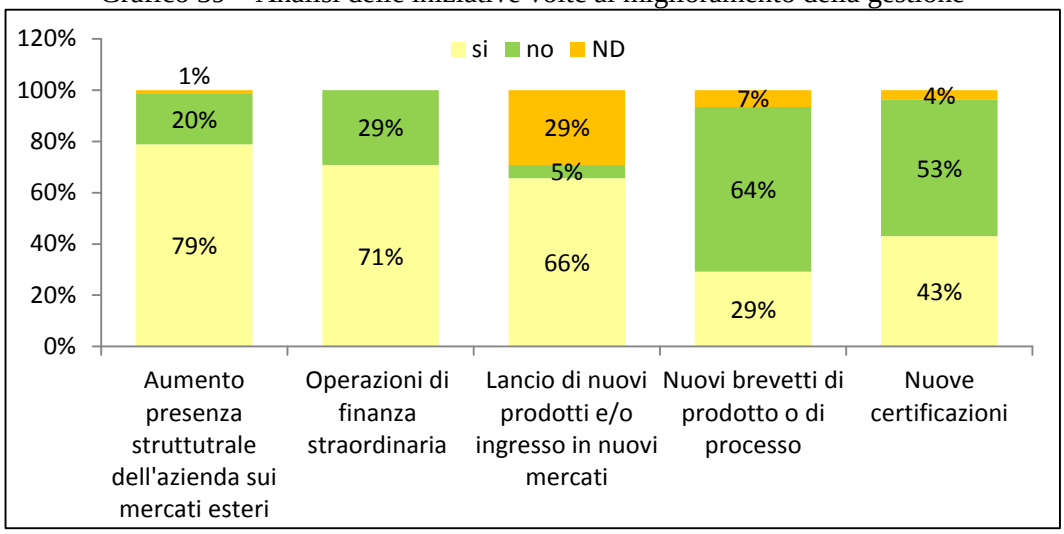
Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

Tuttavia è da sottolineare il fatto che i risultati di questa analisi potrebbero essere fuorvianti. L'aumento dei dipendenti per un'azienda non implica necessariamente il fatto che vengano creati nuovi posti di lavoro. Se l'azienda, per esempio, ha fatto operazioni di finanza straordinaria e ha acquisito un'altra impresa, implicitamente il suo numero di dipendenti è aumentato, ma questo aumento non ha generato la creazione di nuovi posti di lavoro, ma solo lo spostamento di personale dipendente già esistente.

3.2. Le principali iniziative volte al miglioramento della gestione

Le iniziative volte al miglioramento della gestione sono aspetti molto più qualitativi che riguardano principalmente politiche e decisioni strategiche della target. Sono racchiuse in questa sezione tutte le informazioni riguardanti processi di crescita, di internazionalizzazione, nuove acquisizioni o sviluppo di nuovi prodotti che l'impresa mette in atto durante la vita dell'investimento.

Grafico 39 – Analisi delle iniziative volte al miglioramento della gestione



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

In quasi tutti gli aspetti analizzati, la maggior parte delle imprese che hanno partecipato al Premio Dematté ha risposto positivamente, affermando di aver partecipato a queste iniziative per migliorare la loro gestione.

Il 79% del campione ha affermato di aver aumentato la presenza strutturale dell'azienda nei mercati esteri, per la maggior parte dei casi questo processo è avvenuto tramite joint venture con società estere oppure grazie a nuovi accordi commerciali con aziende o fornitori.

Il 66% delle imprese target ha dichiarato di aver lanciato nuovi prodotti o di essere entrata in nuovi mercati durante il periodo di permanenza del fondo di investimento. Nel dettaglio, tra coloro che hanno fornito i dati, è stato possibile calcolare che le imprese che hanno lanciato nuovi prodotti hanno registrato in media un aumento della percentuale di fatturato derivante dalla vendita di questi intorno al 24%; mentre per le imprese che sono entrate in nuovi mercati l'aumento medio della percentuale è del 31%.

Alla luce di quanto detto è possibile rilevare che l'internazionalizzazione e i processi ad essa connessi, sono stati driver molto significativi per il nostro campione: la maggior parte delle imprese oggetto di investimento ha infatti cercato di potenziare i rapporti con i mercati esteri in modo tale da abbattere le barriere geografiche che soffocano la competitività del nostro tessuto imprenditoriale.

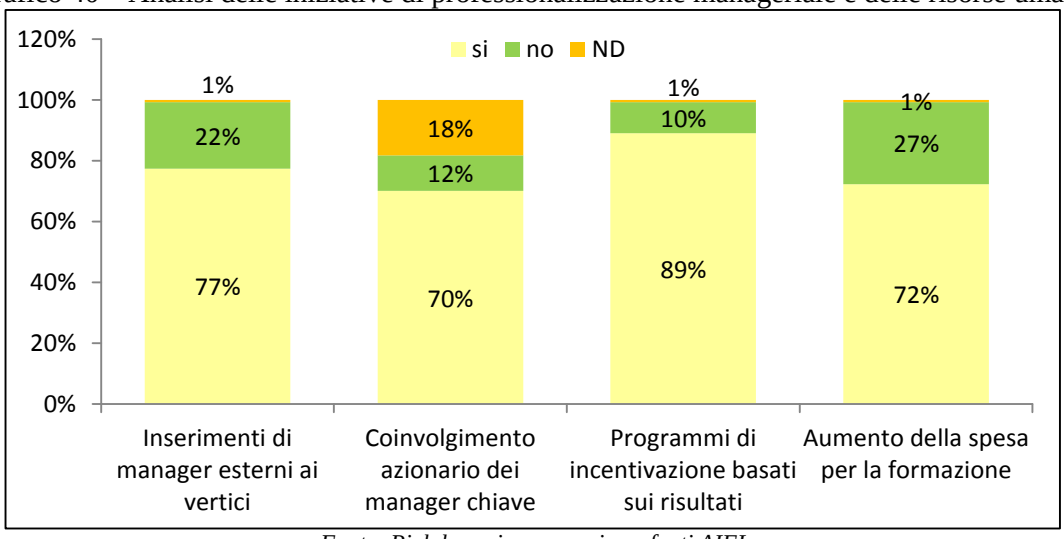
Altra strada intrapresa da molte società target è quella delle operazioni di finanza straordinaria: il 71% del nostro campione ha infatti dichiarato di aver realizzato questo tipo di investimento durante il periodo di permanenza dell'operatore di Private Equity. La maggior parte delle operazioni di finanza straordinaria messe in piedi sono state processi di acquisizione, fusioni, operazioni immobiliari, ma anche operazioni di ristrutturazione/riscadenziazione del debito a medio lungo termine.

Altri sviluppi riguardano, anche se in maniera più blanda, la registrazione di nuovi brevetti industriali o tecnologici e l'acquisto di nuove certificazioni. Rispettivamente il 29% e il 43% delle imprese partecipanti hanno investito in queste iniziative creando quindi un valore aggiunto per la società.

3.3. Professionalizzazione manageriale e delle risorse umane

Durante il periodo di permanenza dei fondi, le imprese target hanno sviluppato anche numerose iniziative volte alla professionalizzazione delle risorse umane, anche a livello manageriale cercando di rendere queste figure meno familiari, sostituendole con professionisti esterni del settore in cui opera la target.

Grafico 40 – Analisi delle iniziative di professionalizzazione manageriale e delle risorse umane



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

I programmi volti al coinvolgimento diretto in azienda dei manager chiave e di incentivazione del personale sono stati i più utilizzati. L'89% delle imprese partecipanti, dopo l'entrata del fondo, ha realizzato piani di incentivazione, a beneficio dei manager o del personale, basati sui risultati. Le iniziative più utilizzate sono state l'inserimento di programmi di stock option[6] o di management by objectives[7] oppure di una retribuzione strettamente correlata ai risultati aziendali. Il 77% del campione ha attuato questo processo di defamiliarizzazione, introducendo in media 3 figure esterne. Il nostro tessuto imprenditoriale è infatti composto per la maggior parte (oltre il 90%) da imprese a conduzione familiare e questo aspetto, molto spesso, rappresenta un limite nei processi di cambio generazionale o nei più ampi progetti di internazionalizzazione.

Come ci si aspetta, per la definizione stessa dell'operazione di investimento, la categoria dei Buy Out è una di quelle che più a fatto ricorso a questi interventi, l'82% di queste operazioni ha infatti introdotto manager esterni all'interno dei vertici aziendali, questo ovviamente avviene perché l'operazione di Buy Out è un'operazione di acquisizione della maggioranza nella target e dunque il fondo entra, per forza di cose, a far parte dei vertici aziendali in modo tale da avere un peso nelle decisioni. Tuttavia anche le operazioni di Expansion hanno fatto ricorso a questa iniziativa, il 69% ha infatti introdotto figure manageriali esterne nelle posizioni apicali. Anche gli altri due piani di incentivazione menzionati in precedenza sono stati spesso utilizzati da queste due categorie di investimento: il 96% delle operazioni di Buy Out ha introdotto programmi di incentivazione basati sui risultati e così anche il 79% delle operazioni di Expansion, mentre il coinvolgimento azionario dei manager chiave è stato adottato dal 75% dei Buy Out e dal 60% delle operazioni di Expansion.

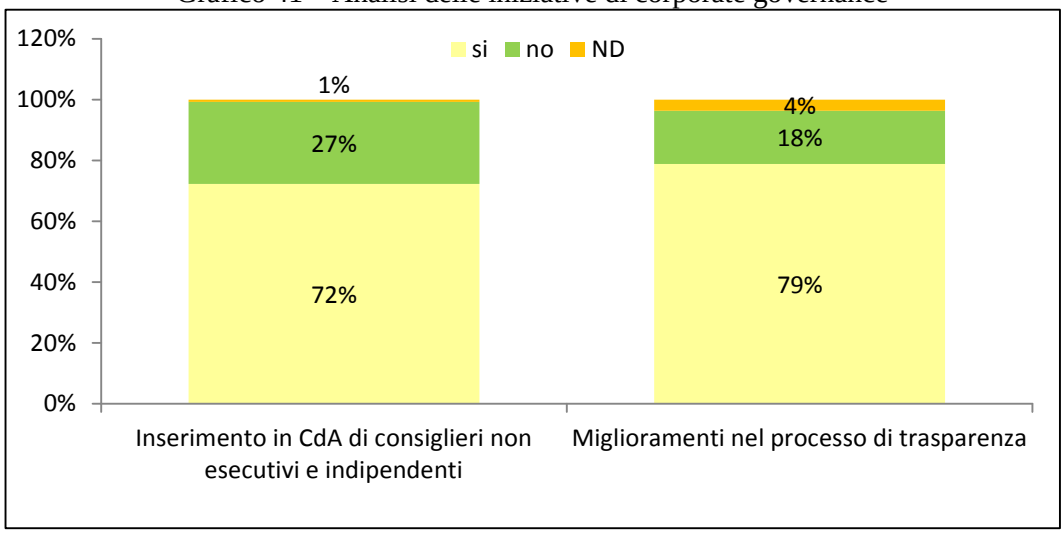
Un altro intervento degno di nota risulta essere il coinvolgimento azionario dei manager chiave, il 70% delle target ha infatti dichiarato di aver coinvolto le figure apicali attraverso l'acquisto di azioni della società. In questo modo il manager, entrando a far parte dell'azionariato, dovrebbe essere stimolato verso un atteggiamento più innovativo che non si basa soltanto sullo sfruttamento dei vantaggi competitivi che l'azienda ha già raggiunto. Dovrebbero inoltre riuscire a creare un clima più partecipativo alla vita aziendale poiché i lavoratori sono direttamente interessati alle performance aziendali e possono quindi osservare in prima linea quali siano le conseguenze del proprio operato sui risultati complessivi dell'azienda.

Molte imprese hanno anche investito in processi di formazione per il personale, il 72% delle imprese intervistate ha infatti affermato di aver investito in iniziative di questo tipo.

3.4 Corporate governance

Tra i numerosi interventi, alcuni riguardano anche processi di corporate governance relativi ai rapporti tra azionisti e management. In questa sezione rientrano dunque tutti gli interventi volti a migliorare la trasparenza aziendale, l'adesione o meno a codici di comportamento in materia di governo societario promossi da SGM (Società di Gestione dei Mercati), come ad esempio il codice di Autodisciplina[8] o i requisiti previsi per la quotazione sul mercato di riferimento, oppure anche da associazioni di categoria.

Grafico 41 – Analisi delle iniziative di corporate governance



Fonte: Rielaborazione propria su fonti AIFI

La maggior parte delle imprese presenti nel campione oggetto di studio hanno aderito a queste iniziative. Il 72% del campione ha inserito in media 2-3 consiglieri non esecutivi e indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione. Il 79% delle imprese ha dichiarato di aver intrapreso azioni volte al miglioramento nei processi di trasparenza nei confronti, in primo luogo del sistema bancario, ma anche in relazione ai fornitori e autorità locali. Nel dettaglio il 43% del campione ha richiesto la certificazione dei propri bilanci solo dopo l'entrata del fondo di Private Equity, contro il 50% che aveva già bilanci certificati prima della data di investimento e il 7% che non ha mai richiesto la certificazione. Per quanto riguarda le iniziative nel campo dell'informazione societaria e del processo di budgeting e pianificazione il 93% del campione ha dichiarato di aver migliorato i processi di reportistica dei bilanci, mentre il 45% ha dichiarato di aver intrapreso anche processi di pianificazione e dunque budget aziendali; il 33% ha dichiarato di aver aderito anche ad altre iniziative. Infine, il 64% del campione ha affermato di aver adottato raccomandazioni espresse dai codici di corporate governance. Questo aspetto è sicuramente un vantaggio per le imprese che in un futuro vorranno intraprendere un processo di quotazione, ma anche per le imprese che non vogliono quotarsi; attraverso l'adesione a questi codici, infatti, si rendono molto più trasparenti agli occhi del mercato (fornitori, clienti, banche), acquisendo così un valore aggiunto.

4. Considerazioni conclusive

L'attuale contesto economico del capitale di rischio vede registrare, come per quasi la totalità dei settori, una diminuzione delle operazioni di Private Equity e Venure Capital. Tuttavia, pur essendo diminuite in termini quantitativi, sia di ammontare che di numero, hanno

visto un miglioramento sotto il profilo qualitativo dell'investimento. L'operatore, dovendosi tutelare sempre di più, sarà portato a svolgere un'analisi dei valori economico finanziari sempre più dettagliata garantendo ai suoi investitori, nonostante questo periodo di crisi economica, una rischiosità più bassa.

Il mercato non è fermo, esistono un quantitativo di piccole medie imprese, caratteristiche del nostro tessuto imprenditoriale, che presentano eccellenti progetti di crescita e di innovazione ma che tuttavia non hanno la disponibilità di capitale e, a causa del "credit crunch", si vedono continuamente "chiudere la porta in faccia" dalla banche. In questo senso, il settore del Private Equity, trova uno spiraglio nel mercato post-crisi. I fondi hanno infatti la disponibilità di capitale di rischio da investire in grandi idee imprenditoriali che certo nel nostro Paese, caratterizzato dal successo del Made in Italy in tutto il mondo, non sono mai mancate. Quindi, partendo da questo presupposto, è essenziale creare negli imprenditori la fiducia necessaria nei confronti dei soggetti operanti nel capitale di rischio. Questa intervento, dato l'elevato grado di trasparenza richiesto dall'operazione, risulta essere il primo passo verso l'apertura del capitale d'impresa a soggetti esterni, che affiancheranno poi i proprietari nella gestione d'impresa.

Dalle analisi effettuate sull'impatto economico che le operazioni di Private Equity hanno avuto sulle storie di successo, sono emersi alcuni aspetti molto rilevanti che la partnership operatore/imprenditore può favorire:

- **Il capitale.**

  I fondi possono fornire alle imprese i capitali necessari per internazionalizzarsi, abbattere i limiti territoriali che molto spesso impediscono alle nostre imprese di essere veramente competitive. Abbiamo visto che le imprese del campione sono riuscite, grazie all'intervento del Private Equity, a crescere in mercati esteri con nuovi prodotti oppure attraverso accordi commerciali con altri paesi. I fondi di Private Equity e Venture Capital si sono rivelati essere una valida alternativa per gli imprenditori che hanno idee vincenti ma non hanno i capitali per portarle a termine a causa del mancato appoggio dei classici sistemi finanziari che devono sottostare a regole spesso troppo rigide rischiando di ostacolare lo sviluppo del sistema economico.

- **La credibilità.**

  Le target hanno investito in molte operazioni di finanza straordinaria, ciò significa non solo che il fondo è stato in grado di fornire all'impresa i capitali necessari per crescere, acquisendo nuove società o aprendo nuove sedi. Molto spesso abbiamo visto che tra queste operazioni rientrano anche operazioni di ristrutturazione del debito: l'operatore di Private Equity può dunque fungersi da garante nei confronti

delle istituzioni bancarie offrendo garanzie che l'impresa, da sola, non potrebbe permettersi. Grazie alla partnership che si crea tra i due soggetti, la società partecipata può dunque godere di un vantaggio di immagine che può essere sfruttato anche nei confronti del mercato creditizio.

- **Le competenze.**

  Gli operatori non apportano solo capitali o credibilità all'impresa target, possono offrire un team di persone competenti e preparate, ma soprattutto non legate all'azienda da rapporti di tipo familiare e che quindi possono guardare alla realtà dell'impresa come una vera realtà imprenditoriale, rendendola più strutturata e dunque più competitiva. Il Private Equity può dunque essere una buona leva in supporto ai cambiamenti generazionali; basti pensare che solamente il 24% delle aziende sopravvive al passaggio fra la prima e la seconda generazione e solo il 14% sopravvive anche alla terza[9]. Il team che entra in supporto all'imprenditore durante l'investimento può aiutare l'impresa a superare questi passaggi critici offrendo le competenze necessarie attraverso i suoi professionisti, garantendo dunque la continuità dell'azienda e permettendo, eventualmente, nuove fasi di sviluppo.

- **La trasparenza.**

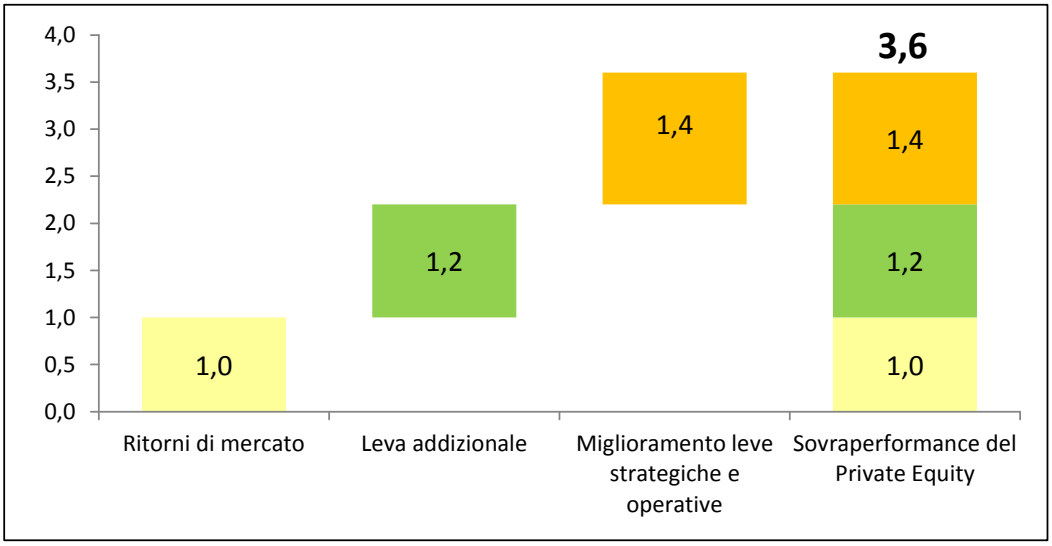
  Nel momento in cui un'impresa apre il suo capitale ad un fondo di investimento deve anche essere in grado di garantire all'investitore esterno un elevato grado di trasparenza. Anche dall'analisi è risultato che il campione di storie di successo ha attuato numerosi interventi volti a migliorare la corporate governace aziendale introducendo, ad esempio, consiglieri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione, certificando i bilanci, migliorando i rapporti con gli istituti di credito e aderendo ai codici di comportamento in materia di governo societario. Tutti questi interventi aiutano l'impresa a migliorare i rapporti con i suoi stakeholder[10] aumentando così la sua credibilità.

Alla luce di quanto fino ad ora è stato messo in evidenza, è possibile intuire che le nostre storie di successo non sono state caratterizzate solo da elevate performance economiche che hanno generato il rendimento per l'operatore di Private Equity. Alla crescita finanziaria delle target, in termini di fatturato, numero di dipendenti etc. è da affiancare la loro crescita a livello qualitativo e dunque operativo. È stato infatti dimostrato che l'ottenimento di ritorni elevati da un investimento è strettamente correlato alla creazione di valore per l'impresa target che si genera ricorrendo sia alla leva finanziaria che a quella operativa.

Questa conclusione è stata ripresa anche da uno studio condotto da Ernst&Young nel 2012 su un campione di 381 disinvestimenti di partecipazioni detenute in società europee negli anni

2005-2010. Viene evidenziato il ruolo sempre più importante delle leva operativa nel processo di creazione di valore per l'impresa; mentre negli anni passati gli operatori tendevano ad utilizzare il leverage e l'arbitraggio sui multipli, negli anni più recenti, a causa della crisi che ha ridotto la disponibilità del debito e ha accentuato le difficoltà sui mercati, si stanno concentrando in misura maggiore sull'ottimizzazione delle aree strategiche e operative, che si traduce in un miglioramento dell'EBITDA. Nel dettaglio, lo studio ha evidenziato che la crescita dell'EBITDA deriva per la maggior parte dalla crescita organica riconducibile al cambiamento nel modello di business e di strategia e, più dettagliatamente, si fa riferimento al lancio di nuovi prodotti, all'espansione geografica e a variazioni dell'offerta che hanno un peso del 53%; altra buona parte (44%) deriva dallo sviluppo di iniziative di marketing, mentre ha un ruolo marginale (3%), ma comunque da non sottovalutare, la crescita della domanda di mercato.

Grafico 42 – Rendimenti lordi del Private Equity verso
i rendimenti lordi di mercato, disinvestimenti 2005-2012



Fonte: Ernst&young, "Myths and challenges: How do private equity investors create value?", 2012.

Le imprese in cui hanno investito fondi di Private Equity risultano sovraperformare il mercato delle imprese quotate di 3,6X, questo grazie all'aggiunta di leva finanziaria, ma soprattutto grazie al miglioramento delle leve strategiche ed operative.

Il passaggio dalla leva finanziaria a quella operativa, basato sull'indebolimento dell'aspetto finanziario a favore dell'accresciuto peso della componente industriale, ha portato numerosi benefici per le imprese partecipate contribuendo anche ad una miglior valorizzazione del portafoglio.

Le nostre storie di successo sono dunque un esempio vivente dello stretto legame esistente tra rendimenti e creazione di valore, fattori che premiano tutti gli attori che entrano a far parte del circolo virtuoso che si innesca nelle operazioni di Private Equity. Esiste, infatti, un filo

diretto tra gli investitori istituzionali che veicolano i propri capitali nel mercato del Private Equity, gli operatori e le imprese che li ricevono. Sicuramente alla base vi deve essere un valido piano imprenditoriale da parte delle imprese target che, con l'aiuto dei capitali e delle competenze fornite possono raggiungere importanti risultati e posizioni di leadership nei settori in cui operano. Questo genera innanzitutto un vantaggio meramente economico, in termini di ritorni elevati, per chi ha creduto nei fondi e per gli operatori stessi, ma allo stesso tempo anche per le imprese attraverso la creazione di valore. È proprio questo il meccanismo che, autoalimentandosi, apporta numerosi vantaggi all'intero sistema economico in cui è inserito. Gli operatori attivi nel mercato del capitale di rischio possono essere, dunque, il volano per la ripresa economica del nostro Paese.

Bibliografia

AIFI (2008), *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity*, pubblicazione a circolazione interna, Milano.

AIFI (2000-2012), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, pubblicazione a circolazione interna, Milano, edizioni dal 2000 al 2012.

AIFI, PWC, HPMG (2012), *Investing in Italian private equity: outlook & opportunities*, pubblicazione a circolazione interna, Milano.

AIFI (s.d.), *Yearbook*, Banca Editrice, varie edizioni.

AIFI (2011), *Private Equity ed economia italiana*, pubblicazione a circolazione interna, Milano.

Carlotti M. (2002), *Tecniche di Private Equity*, Egea, Milano.

Castelli S., Sattin F. (2011), *Private Equity e intervento pubblico: esperienze rilevanti e modelli di intervento per una nuova politica economica*, Egea, Milano.

Cendrowski H. *et al.* (2008), *Private Equity: Hostory, Governance, and Operations*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

Ernst & Young (2012), *Myths and challenges: How do private equity investors create value?*, Milano.

Gervasoni A. *et al.* (2003), *La gestione finanziaria dell'impresa*, Guerini e associati, Milano.

Gervasoni A. e Sattin F. (2008), *Private Equity e Venture Capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, Milano.

Gervasoni A. *et al*. (2006), *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini e associati, Milano.

Gervasoni A. (2010), *Venture Capital e sviluppo economico*, Guerini e associati, Milano,.

KPMG (s.d.), *Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, varie edizioni.

MacMillan I.C., Kulow D.M., Khoylian R. (1988), *Venture Capitalist's involvement in their investments: extent and performance*, «Journal of Business Venturing», 4, pp. 27-47.

Onado M. (2012), *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna.

Sitografia

www.AIFI.it

www.bankpedia.org

www.borsaitaliana.it

www.centrostudifinanza.it

www.ey.com

evca.eu

hbr.org

www.investopedia.it

www.kpmg.com

www.privateequitypartners.com

www.gazzettaufficiale.it

www.privateequitymonitor.it

www.sistemamodaitalia.com

Note

[1] Si ricorda che da regolamento, nel 2004, ciascun Associato ha potuto presentare la propria candidatura al massimo per due delle categorie di Premio previste e poteva essere proclamato vincitore per massimo una di queste.

[2] Regolamento Premio Claudio Dematté, Private Equity of the Year®, Art. 7 dei Requisiti di ammissione, Disinvestimento. Per approfondimenti vedi allegato B.

[3] Si evidenzia che, dei 137 investimenti oggetto di indagine, 9 operatori non hanno fornito i dati relativi al rendimento realizzato. Sette di questi sono riconducibili all'anno 2009 mentre i restanti rientrano tra le operazioni degli anni 2006 e 2013.

[4] A riguardo si ricorda che il campione del Premio Dematté considera, per ciascuna edizione, i disinvestimenti realizzati tra il 1° agosto dell'anno precedente e il 31 luglio dell'anno corrente. Lo studio realizzato da AIFI e KPMG, relativo alle performance dell'intero mercato del capitale di rischio, prende invece in considerazione i disinvestimenti realizzati nell'anno dell'arco solare che dunque si realizzano dal 1° gennaio al 31 dicembre dell'anno corrente.

[5] Per Big performer si intendono le operazioni con IRR maggiore del 100%.

[6] Come da definizione di Borsa italiana si definisce: "Le stock option sono state ideate come strumento per retribuire e fidelizzare i dipendenti/manager, considerati strategicamente rilevanti per una società. Attraverso l'assegnazione gratuita di stock option (opzioni call), l'impresa concede ai propri collaboratori il diritto ad acquistare azioni della stessa società o di un'altra azienda facente parte dello stesso gruppo, ad un prezzo predeterminato (strike price). Le stock option saranno esercitate se il prezzo d'esercizio è inferiore al valore corrente dell'azione sottostante. In caso contrario le opzioni perdono di ogni valore".

[7] Si tratta di un programma attraverso cui si definiscono degli obiettivi chiave per il management/personale che, nel momento in cui vengono raggiunti, garantiscono degli incentivi come premio per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato.

[8] Come definisce il Glossario di Borsa italiana: "Il Codice di Autodisciplina delle società quotate è stato redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance promosso da Borsa Italiana e contiene raccomandazioni che costituiscono un modello di "best practice" per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane.
Le raccomandazioni del Codice non sono vincolanti, ma le società quotate devono, in conformità alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, tenere informati sia il mercato sia i propri azionisti in merito alla propria struttura di governance ed al grado di adesione al Codice". L'adesione o meno a tale codice deve essere inserita nella relazione sul governo societario e assetti proprietari, obbligatoria per le società quotate, secondo il principio "comply or explain" che impone alla società di motivare il perché di una non adesione.

[9] Fonte: AIFI, "private equity ed economia Italiana", Giampio Bracchi, 2011.

[10] Come da definizione dell'Enciclopedia Treccani si definiscono stakeholder: "Tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un'iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell'esecuzione, o dall'andamento, dell'iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un'organizzazione".

Sommario

L’attività del capitale di rischio si è proposta come uno degli strumenti principali delle moderne economie, che funge da motore trainante dello sviluppo dei sistemi economici dei Paesi in cui opera.
Lo scopo di questo paper è l’analisi delle 137 operazioni di investimento, e del relativo disinvestimento, che hanno partecipato alle dieci edizioni del concorso “Premio Claudio Demattè, Private Equity of the year”. Giunti alla decima edizione del Premio, che ha proprio l’obiettivo di mettere in risalto le operazioni che rappresentano, per qualità e rilevanza, il fiore all’occhiello del mercato del Private Equity italiano, ho ritenuto opportuno approfondire i retroscena di questi “gioielli italiani” per meglio comprendere quali siano le dinamiche che stanno alla base di un’operazione di investimento che si definisce meritevole.
Il risultato emerso dall’analisi evidenzia che un’operazione, per essere definita di successo, è principalmente caratterizzata dal rapporto costruttivo che si viene a creare tra investitore e imprenditore. L’intervento dei fondi, in questi casi, dimostra che per far crescere l’impresa oggetto di investimento non è sufficiente “gonfiare” i risultati e le performance economiche dell’operazione, ma soprattutto è necessario affiancare le imprese in un più complesso processo di crescita manageriale, sostenendo gli imprenditori sotto il profilo non solo finanziario, ma anche operativo. Gli investitori affiancano i manager nei processi di internazionalizzazione che stanno alla base della crescita di un’impresa che vuole diventare veramente competitiva e aiutano il nostro tessuto imprenditoriale a rendersi più dinamico e meno familiare. Il capitale di rischio risulta dunque essere effettivamente uno dei motori della crescita, del consolidamento e, dove necessario, anche della ristrutturazione del tessuto industriale che caratterizza il nostro Paese.

Abstract

Private Equity and Venture Capital Activity has been proposed as one of the main investment innovation of modern economies, it acts as a driving engine of the development of economic systems all over the world.
The purpose of this paper is to analize 137 investment transactions, and the related disinvestment, which participated in the 10th editions of the "Premio Claudio Demattè, Private Equity of the Year" awards. This “competition” has the aim to bring out the operations which represent for quality and relevance, the flagship of Italian Private Equity market, I decided to investigate beyond these "Italian jewels "to better understand what are the basic dynamics to deserve an investment transaction.
The result of the analysis shows that an operation, to be called successful, will be mainly characterized by the constructive relationship that has been created between the investor and the entrepreneur. In these cases the intervention of the funds shows that in order to support the growth of the firm in which the funds has invested it is not enough to "inflate" the results and economic performance of the operation, but most of all it is necessary to support firms along a more complex process of management’s growth supporting business man regarding not only financial operations, but also in the operating area.. Investors support managers during the internationalization processes that are the foundations for the growth of a company that wants to become truly competitive and they help our business fabric to become more dynamic and less familiar-cutted. Private Equity can be therefore considered one of the engines of growth, consolidation, development and, where necessary, of restructuring of the industrial fabric that characterizes our Country.

Nota biografica sugli autori

Alessia Muzio

Alessia Muzio si è laureata con lode in Economia e Finanza Internazionale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Dal 2008 collabora con l'Ufficio Studi e Ricerche dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, di cui è responsabile dal novembre 2010, svolgendo attività di ricerca in materia di venture capital e private equity. Coordina i lavori della Commissione Buy Out, che ha l'obiettivo di supportare lo sviluppo e la corretta e positiva percezione delle operazioni di buy out in Italia. È membro dell'Operational Board dello European Data Cooperative, comitato istituito tra le National Venture Capital Association al fine di sviluppare statistiche europee. È membro del Comitato Scientifico del Private Equity Monitor – PEM® dell'Università Carlo Cattaneo.

Alessia Muzio has a Master's Degree in International Economics and Finance from Università Cattolica del Sacro Cuore in Milan. She joined the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) in 2008 and since 2010 she is responsible for the Research Office activity, providing statistics and analysis concerning the private equity and venture capital market. She is the coordinator of the Buy Out Committee, aimed at promoting a correct and positive perception of the buy out industry in Italy. She is member of the Operational Board of the European Data Cooperative, created by the National Venture Capital Associations, in order to develop European statistics, and of the Scientific Board of Private Equity Monitor – PEM® at Carlo Cattaneo University.

Federica Malvestiti

Federica Malvestiti dopo aver conseguito il diploma di laurea in Economia & Mangement presso l'Università LIUC - Carlo Cattaneo di Castellanza (VA), si è laureata con lode alla scuola di Economia & Management dello stesso Ateneo, con specializzazione in "Banche, mercati e finanza di impresa". Durante il suo percorso di laurea magistrale ha sostenuto uno stage in AIFI affiancando l'Ufficio Studi a supporto dell'attività statistica di rielaborazione dati inerenti al mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia. Successivamente, dopo la Laurea, è stata assunta in Accenture come Analyst nell'area Capital Markets all'interno della divisione dei Financial Services.

Federica Malvestiti after the bachelor's degree in Economics achieved at Università LIUC - Carlo Cattaneo in Castellanza (VA), got the master's degree cum laude in Economics & Management, with specialisation in "Banks, financial markets and corporate finance" at the same University. During her master's degree she attended a stage at AIFI supporting the statistics activity, providing analysis concerning the private equity and venture capital market. Afterwards, after graduating, she was hired at Accenture as Analyst in the Capital Markets area within the Division of Financial Services.