



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Private Equity: un'analisi degli approcci strategico- gestionali

Relatore

Ch. Prof. Massimo Buongiorno

Correlatore

Ch. Prof. Giuliano Bonollo

Laureando

Francesco Marrone
Matricola 898976

Anno Accademico

2024 / 2025

INDICE

Introduzione.....	3
 Capitolo primo – Contesto storico e normativo del settore Private Equity	7
1.1 Aspetti definatori	7
1.2 Contesto storico.....	9
1.2.1 La nascita del private equity: evoluzione nel contesto statunitense	9
1.2.2 Evoluzione nel contesto europeo	11
1.3 Panoramica del quadro normativo europeo	13
1.4 Gli operatori e le fasi principali del fondo	15
1.4.1 I veicoli europei	15
1.4.2 Le fasi del fondo	17
1.5 Panoramica del tema: Hands-on e Hands-off, acquisizioni e crescita organica	19
1.5.1 Obiettivi della tesi	19
1.5.2 Costruzione del campione	22
 Capitolo secondo – Approcci di governance nella gestione delle partecipazioni	24
2.1 Il ruolo delle conoscenze	24
2.2 Approcci Hands-on ed Hands-off	27
2.3 I costi da affrontare	29
2.3.1 Costi di agenzia	29
2.3.2 Costi di trasmissione delle conoscenze	31
 Capitolo terzo – Le strategie di crescita	33
3.1 Introduzione alle scelte strategiche: le leve del valore	33
3.2 Crescita per linee esterne, Buy and build	35
3.3 Crescita per linee interne.....	38

Capitolo quarto – I criteri gestionali	40
4.1 Matrice strategico-gestionale: collocazione dei fondi	40
4.2 Il ruolo della specializzazione nelle strategie di governance	43
 Capitolo quinto – Caratteristiche dell’operatività e le strategie <i>buy and build</i>	 51
5.1 Introduzione all’analisi	51
5.2 Le caratteristiche dell’impresa	51
5.2.1 Suddivisione settoriale	51
5.2.2 Dimensionalità delle partecipate	53
5.3 Le caratteristiche dell’operazione	55
5.4 Buy and build, evidenze campionarie	56
 Capitolo sesto Matrice strategico-gestionale.....	 61
6.1 Matrice strategico-gestionale: collocazione delle operazioni	61
6.2 Valutazione delle strategie e creazione di valore	63
6.2.1 Distribuzione settoriale	64
6.2.2 Performance operative	66
6.2.3 La leva finanziaria	73
6.2.4 Il ruolo dei multipli	81
6.2.5 Il capitale umano	84
6.3 Il rendimento ottenuto, Matrice strategico-gestionale	86
 Conclusioni	 91
 Appendice Metodologica	 98
Bibliografia	110
Sitografia	112

*"La strategia senza tattica è la
strada più lenta verso la vittoria.*

*La tattica senza strategia è il
rumore prima della sconfitta."*

- Sun Tzu, *L'arte della guerra*

Introduzione

Il capitolo primo del presente lavoro di ricerca, nel suo *incipit*, si propone di definire e distinguere le locuzioni *private equity* e *venture capital*. Sebbene il primo ricomprenda il secondo, risulta essere significativa l'etimologia di *venture*, termine evocativo del grado di rischio intrinseco alla specifica tipologia di investimento. In italiano, con il termine "ventura", ci si rifà all'idea di sorte, destino; se il termine di per sé suggerisca una notevole importanza della dea bendata sul risultato conseguito non coglie però le ragioni che plasmano la "sorte" e dunque il risultato finale dell'operazione.

Ragioni che in letteratura sono spesso state approfondite attraverso: studi, testi, ricerche di settore, che sovente seguono il medesimo filo conduttore e risultano accomunati da un'unica domanda: quali strategie consentono ad un'impresa di esprimere pienamente il proprio potenziale in termini di creazione di valore? Sicuramente una *quaestio* che molti dirigenti d'impresa si pongono, e a maggior ragione - data la loro peculiare relazione patrimoniale - anche i *General Partners* dei fondi d'investimento.

Questa domanda sarà il *fil rouge* del presente lavoro di tesi, filo da cui si cercherà di tessere una trama composta da due elementi che abbiamo giudicato centrali nel processo di creazione di valore: le scelte di *governance* e le linee strategiche.

Il primo punto deriva dalla necessità di voler comprendere se vi sia - e soprattutto quale sia - l'impatto derivante dalle forme di gestione che abbiamo distinto in: attive e passive. È noto in letteratura che i fondi utilizzino due differenti tipologie di approcci di *governance*, in particolare si hanno gestioni di tipo *Hands-on* quando il supporto oltre ad essere finanziario si configura anche in termini operativi, con un'interazione costante e regolare con il management (definita da alcuni testi anche *day to day*), configurandosi come una forma più "invasiva" nella gestione d'impresa. Alternativamente, si delineano strategie di tipo *Hands-off*, più passive, caratterizzate spesso da un ruolo che risulta essere consulenziale e meno pervasivo da parte dei gestori del fondo, che esplicitano la loro operatività tramite un'azione di supervisione piuttosto che di direzione diretta. Sulla base della letteratura di riferimento, è stato evidenziato come questa tipologia di approcci derivi da fattori che possono essere ricondotti al grado di specializzazione e di conoscenze specifiche tipiche della partecipata.

In quest'ottica, il nostro lavoro di ricerca parte costruendo delle fondamenta che richiamano l'importanza ed il ruolo delle conoscenze, valutando i costi ed i benefici connessi al loro trasferimento ai fini della delineazione dei poteri di *governance*.

Se dall'approccio di governo dipendono direttamente le *performance* d'impresa e la conseguente valorizzazione dell'investimento, è innegabile che la concretizzazione di queste scelte dipenda direttamente da un'ulteriore dimensione: le linee strategiche perseguite.

Infatti, la sola strutturazione dei poteri decisionali e dei meccanismi di controllo non esaurisce il contributo alla creazione di valore, bensì sono le linee strategiche a tradurre le scelte di governo in risultati concreti e misurabili. I percorsi strategici adottati costituiscono così il secondo pilastro nell'analisi delle *performance*, motivo per cui si analizzeranno il contributo delle strategie *buy and build* e in contrapposizione gli sviluppi derivanti da una crescita di organica.

Ci si pone così l'obiettivo di studiare le due variabili dicotomiche sopra esposte seguendo un approccio di tipo matriciale, che delinearà quattro differenti orientamenti strategico-gestionali, evidenziando le differenze in termini: settoriali, operativi, finanziari e infine di rendimento, cercando di individuare possibili spiegazioni alla luce dei risultati ottenuti.

Obiettivo ultimo del presente lavoro sarà dunque l'indagine del contributo delle dimensioni strategico-gestionali sulla creazione di valore. Per raggiungere il nostro scopo si condurrà un'analisi empirica su un campione di 82 operazioni condotte sul territorio italiano, valutando: la strutturazione del campione in termini dimensionali e settoriali, individuando alcune peculiarità campionarie, per poi proseguire nell'analisi statistica delle *performance* operative, strutturazione del passivo e contributo dei multipli, infine si evidenzierà il tasso interno di rendimento medio nonché la dispersione dello stesso.

Si è pertanto delineata questa struttura: nel primo capitolo si introdurrà il tema, inquadrando gli aspetti definatori e riportando alcuni cenni sul contesto storico e legislativo, concludendo infine con una breve panoramica riguardante le modalità di costruzione del campione. Successivamente il secondo capitolo si costituirà come prima base teorica, citando importanti studi della letteratura economica e facendo risaltare: il ruolo delle conoscenze, il costo di trasmissione legato alle conoscenze specifiche e generiche e l'impatto della delega dei poteri decisionali. A seguire, il capitolo terzo intende delineare le direttrici strategiche perseguibili, individuando i vantaggi e le sfide risultanti

dai percorsi di crescita organica ed inorganica. Il capitolo quarto segna l'inizio delle nostre analisi, studiando la prima dimensione matriciale, ossia la *governance*. Nella trattazione si andrà a collocare i fondi in base alle strategie gestionali dichiarate, mediante un'analisi qualitativa di: documenti, pubblicazioni e strategie d'investimento dichiarate dai fondi. Il materiale raccolto ed elaborato – la cui sintesi è riportata in appendice metodologica – ci consentirà di distinguere tra gestori attivi e passivi, fornendo così una solida base per l'analisi successiva. Infatti, a partire da questa classificazione, si cercherà di individuare relazioni statistiche significative tra *technicality* delle partecipate e tipologia di approccio gestionale, con l'obiettivo di comprendere le motivazioni sottostanti al diverso grado di coinvolgimento del fondo nella gestione operativa delle partecipate.

Successivamente si passerà allo studio della seconda dimensione dell'analisi, il capitolo quinto andrà a studiare le singole operazioni, evidenziando le caratteristiche delle imprese campionate tramite una prima suddivisione di tipo settoriale e dimensionale, per poi passare all'analisi delle linee strategiche ponendo particolare enfasi sulle caratteristiche sottostanti alle strategie di tipo *buy and build*.

Il capitolo sesto si sviluppa tramite l'analisi delle leve di creazione del valore, per i singoli quadranti della matrice strategico-gestionale si analizzerà: la *performance* operativa, il contributo della leva finanziaria, dei multipli, e saranno esplicitate delle evidenze campionarie riguardanti la valorizzazione del capitale umano. Chiude il capitolo lo studio sul tasso interno di rendimento, sezione che risponderà alla nostra domanda di ricerca.

Capitolo primo

Contesto storico e normativo del settore Private Equity

1.1 Aspetti definitori

Con la locuzione “*Venture Capital*” si definiva l’apporto di capitale azionario o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni da parte di operatori specializzati, in un’ottica temporale di medio-lungo termine, effettuati nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di: nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato (GERVASONI, SATTIN, 2020, p. 17). Tuttavia, l’AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity*, *Venture Capital* e *Private Debt*), in linea con l’evoluzione della terminologia nel contesto europeo, definisce il *Venture Capital*¹ come: “l’attività di investimento in capitale di rischio (...) finalizzata alla realizzazione di operazioni di *early stage*” riducendone così l’ambito di operatività alle operazioni strutturate su imprese che si trovano nelle prime fasi del loro ciclo di vita. Assume così ruolo centrale la locuzione *Private Equity*², sempre per AIFI: “l’attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l’obiettivo della valorizzazione dell’impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”. In questo caso non è fatto alcun cenno sul ciclo di vita dell’impresa *target*, venendosi così a creare un ordine gerarchico in cui il *Venture Capital* costituisce un sott’insieme del più ampio panorama del *Private Equity*, e dunque, creando una forma di categorizzazione del tipo *gens-familia*; tuttavia, è ancora di uso comune l’espressione “*Venture-Baked Company* (VBC)” indipendentemente dalla fase del ciclo di vita in cui si trova l’impresa.

Possiamo essere più precisi nella terminologia, sfruttando la granularità che caratterizza questa tipologia di operazioni; dunque, andando a considerare come punto di riferimento

¹ AIFI: <https://www.aifi.it/it/venture-capital-aifi>

² AIFI: <https://www.aifi.it/it/private-equity>

il ciclo di vita dell'impresa, (S. E. PRATT, 1982). Potremo suddividere le varie tipologie di deals in:

- *Seed Financing*: ha lo scopo di finanziare progetti di ricerca e sviluppo. Spesso l'obiettivo ultimo è ottenimento di un brevetto, che possa essere trasformato successivamente in prodotto finito o ceduto ad altre imprese del settore, tipicamente si opera in settori quali: chimico, farmaceutico e dell'*Information Technology*.
- *Startup Financing*: in questo caso le esigenze dell'impresa derivano dalla necessità di finanziare il capitale immobilizzato ed il circolante. Rispetto al *seed financing*, la differenza è data dalla presenza di un'idea di business e un corredato *business plan*.
- *Early Growth Financing*: spesso definito come "*day after*", poiché rispetto alla fase di *start-up*, l'impresa presenta un maggior fabbisogno di capitale rispetto a quanto inizialmente preventivato nel *business plan*. Questo differenziale, se di piccola entità, può essere colmato mediante capitale di debito e dunque, ricorrendo al sistema bancario.

L'operatività appena presentata rientra comunemente nella definizione di *Venture Capital*.

- *Expansion Financing*: l'obiettivo è sopperire alla necessità di nuovi capitali per l'impresa che si trova in fase di crescita, che essa sia organica: ossia basata sul consolidamento della normale attività operativa, agendo sullo sviluppo dello stock di capitale e sull'efficientamento dei processi, o che la stessa sia perseguita per vie esterne e dunque mediante operazioni di fusione e acquisizione. Individuare le strategie di crescita è di fondamentale importanza per comprendere l'eventuale necessità di supporto manageriale da parte dei gestori del fondo.
- *Replacement Financing*: si attua nella fase di maturità dell'impresa. Queste operazioni si configurano sotto la forma di PIPE o di Corporate Governance Deals; dunque, l'operatore non investe per soddisfare un fabbisogno di liquidità ma l'investimento è utile alla riorganizzazione del management.
- *Vulture Financing*: rappresenta il finanziamento di un'impresa in crisi. Le strategie possono essere di *restructuring financing*, quindi con l'obiettivo di sanare la condizione di precarietà economico-finanziaria dell'impresa, o di *distress financing* ossia acquisendo l'impresa in default – che esso sia giudizialmente accertato o

meno – con l’obiettivo l’acquisizione di assets quali: marchi, brevetti e capitale immobilizzato.

Queste operazioni rientrano nelle definizioni di *Growth* (o *Expansion*), *Buyout*, *Replacement* o *Turnaround*.

Costituisce un ulteriore ambito di interesse il quadro delle finalità e dei benefici apportati dagli operatori dei *private markets*, e le conseguenti implicazioni sulle performance delle imprese coinvolte: “dal punto di vista dell’operatore istituzionale, il *Private Equity* comporta l’apporto di capitale e di competenze manageriali utili allo scopo di creazione di valore, conseguendo così un *capital gain* nel momento del disinvestimento” (CASELLI, NEGRI, 2018, p. 4)”.

Quanto appena menzionato ci consente di individuare un dualismo che risulta fondamentale sia a comprendere le attività dell’investitore, che ad evidenziare i vantaggi che lo stesso apporta alle imprese partecipate, in particolare:

- 1) *Aspetto finanziario*: l’investitore apporta nuovo capitale mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari, tendenzialmente di nuova emissione, siano essi azioni o titoli di debito convertibili;
- 2) *Benefit*: l’ingresso del fondo genera benefici sostanziali in termini reputazionali, di *networking* e *know-how*, e, non di rado, l’introduzione di figure caratterizzate da spiccate competenze manageriali.

Gli aspetti definatori appena menzionati ci permettono di comprendere come questa particolare tipologia di investimento spesso si focalizzi su imprese ad alto potenziale di crescita, sostenendone lo sviluppo in un arco temporale solitamente compreso tra i tre e gli otto anni (Y. SINGH, M. REDDY, J. M. ZHU, 2024, p.1), non solo tramite l’apporto di capitale di rischio ma fornendo competenze trasversali al governo societario con finalità la creazione di valore.

1.2 Contesto storico

1.2.1 LA NASCITA DEL PRIVATE EQUITY: EVOLUZIONE NEL CONTESTO STATUNITENSE

Il *Venture Capital* ha origine nelle prime decadi del XX secolo, sviluppandosi negli Stati Uniti; tuttavia, dei veicoli d’investimento più simili a quelli conosciuti odiernamente

risalgono alla seconda metà del ventesimo secolo, con la nascita negli anni '40 del Novecento, dell'*American Research and Development Corporation* (i.e. ARDC), fondata da R. E. Flanders, all'epoca presidente della Federal Reserve di Boston, e G. Doriot, professore della *Harvard University*. In un contesto caratterizzato da una forte stagnazione economica, aggravata dalla legislazione restrittiva sull'*equity financing* per le piccole imprese, risultava una sfida insormontabile il reperimento di capitali per l'avvio di nuove attività d'impresa. L'ARDC iniziò a collaborare attivamente con alcuni ricercatori del *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), con l'obiettivo di riadattare le tecnologie precedentemente sviluppate a servizio del contesto bellico per l'uso civile, generando così quello che gli studiosi di economia dell'innovazione definiscono uno *spillover tecnologico*. L'investimento di ARDC nel 1952 in *Digital Equipment Corporation*, pari a 70\$/k in capitale di rischio più un ulteriore 30\$/k in capitale di debito³, garantì ad ARDC un controllo del 70% del capitale. Dai dati a disposizione, i ricavi (*figura 1*) crebbero del 770% in appena sei anni (DEC, *Nineteen Fifty-Seven To The Present*, 1975).

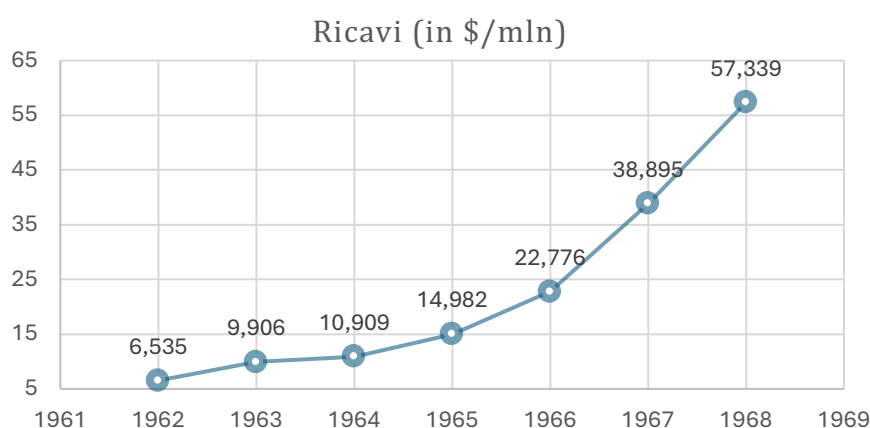


Figura 1 – Elaborazione personale su dati "DEC, *Nineteen Fifty-Seven To The Present*"

I solidi risultati ottenuti da DEC resero possibile la quotazione che, pertanto, venne utilizzata come strategia disinvestimento. L'IPO avvenne il 18 agosto 1966 e venne strutturata con l'offerta di 375.000 *common share* al prezzo di 22\$ cadauna (New York Times, 19/agosto/1966, p.42), con un conseguente controvalore per ARDC di oltre 5,7\$/mln. Il risultato dell'operazione ebbe una notevole risonanza tra gli operatori, che tentarono di emulare la strategia perseguita dal fondo. Contribuì inoltre la promulgazione, avvenuta nel 1974, delle leggi ERISA (*Employee Retirement Income*

³ WIKIPEDIA: https://en.wikipedia.org/wiki/American_Research_and_Development_Corporation

Security Act) che permise ai fondi pensione di poter allocare quota parte del proprio portafoglio nei *private markets*, con evidenti conseguenze in termini di aumento di risorse finanziarie a disposizione degli operatori. L'afflusso di nuovi e ingenti capitali permise la nascita e il consolidamento di aziende Venture-Backed, oggi globalmente iconiche, come: Apple, Intel e Microsoft – anch'esse coinvolte da rilevanti operazioni di *buyout*. Gli anni Novanta rappresentarono un periodo di grande crescita per l'intero settore *Private Equity* americano, grazie al decongestionamento del mercato dovuto dall'uscita di grandi operatori storici e da un mercato borsistico in forte crescita, che costituì terreno fertile per strategie di liquidazione dell'investimento tramite IPO (GERVASONI, SATTIN, 2020, p. 23). Tuttavia, la successiva *Dot-com bubble*, esplosa a marzo del 2000, causò gravi perdite a tutto il comparto, tale che una vera e propria ripresa iniziò solo nel 2003, a seguito di una molteplicità di operazioni di *buyout* soprattutto su imprese operanti nel settore dell'*Information Technology*.

Un'ulteriore turbolenza venne vissuta durante la crisi dei *subprime* del 2007. Dal 2004 al 2006 i tassi d'interesse crebbero di 400 punti base, portando i *Federal Funds Rates* ad un massimo del 5.25%. La politica *hawkish* condotta dalla Federal Reserve rese le operazioni ad alto contenuto di leva finanziaria particolarmente difficili da realizzare; inoltre, il successivo crollo dei mercati immobiliari andò ulteriormente ad impattare sui risultati e le attese riguardanti l'economia reale, con pesanti ripercussioni anche sul settore del *Private Equity* e, in particolare, per quanto concerne le operazioni di *buyout*.

Negli anni più recenti il mercato americano è tornato a crescere significativamente, complice il contesto macroeconomico con tassi di interesse nell'intorno dello zero e grazie alla proliferazione di cosiddetti *mega funds* che nell'ultimo decennio hanno concluso operazioni per centinaia di miliardi di dollari.

1.2.2 EVOLUZIONE NEL CONTESTO EUROPEO

In Europa, lo sviluppo del Venture Capital avvenne nel Regno Unito già a partire dal 1945 a seguito della creazione della “3i – *Investing in industry*” (oggi “3i Group plc”), creata dalla *Bank of England* a seguito di un partenariato con altri istituti finanziari britannici di prim'ordine, anch'essa con l'obiettivo di supportare le imprese ad alto potenziale di crescita nel periodo post-bellico. Il ventennio compreso tra il 1950 ed il 1970 vide l'ascesa

di alcuni piccoli operatori, tuttavia, il settore risultava ancora poco strutturato e caratterizzato da un'alta frammentazione.

Solo a seguito della creazione della *European Venture Capital Association* (EVCA, dal 2015 "*Invest Europe*") nel 1973, gli operatori iniziarono ad operare in un network più strutturato godendo allo stesso tempo di una maggiore rilevanza sia in termini reputazionali - in linea con le finalità prefissate dai promotori dell'ente - sia per numero di *deals* che di valor medio degli stessi (V. ACHARYA, J. FRANKS, H. SERVAES, 2007, p. 2 e ss.).

Pur essendo state gettate le basi di un modello pan-europeo del settore, gli anni Ottanta furono caratterizzati da una profonda instabilità. Le piccole recessioni che avevano colpito la Gran Bretagna culminate nel cosiddetto "inverno del malcontento", la stagnazione nel contesto italiano e il *Volker shock* negli *States*, furono acuite dalla seconda crisi petrolifera del '79, la somma degli eventi rese le condizioni di disinvestimento particolarmente sconvenienti, e il contesto *risk-off* portò gli operatori a preferire le grandi realtà industriali piuttosto che le PMI (GERVASONI, SATTIN, 2020, p. 27), con effetto immediato sul numero di *deals* e sui volumi (*figura 2 e 3*).

Numero di *deals* in Europa dal 1979 al 2001:

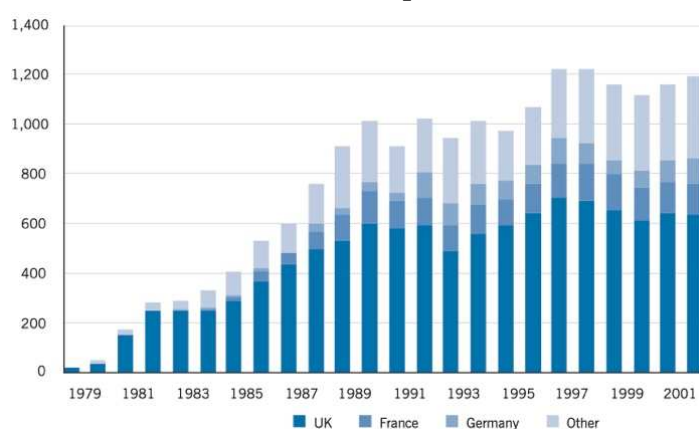


Figura 2 – fonte: INVESTEUROPE “H1 – 2024 Market activity”

Deals Value in Europa dal 1979 al 2001:

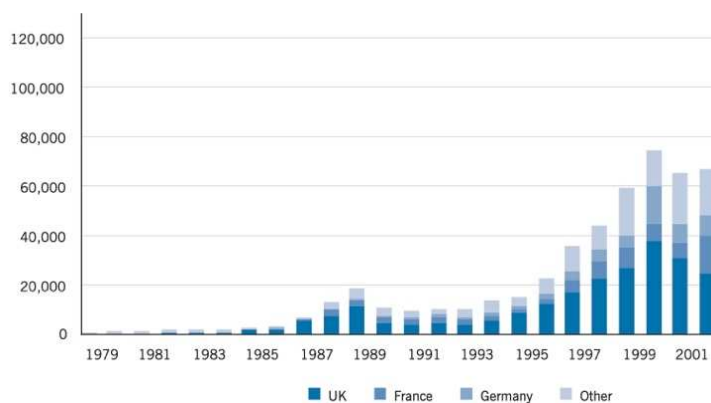


Figura 3 – fonte: INVESTEUROPE “H1 – 2024 Market activity”

Nel periodo compreso tra il '90 fino al 2007, l'industria visse un periodo di forte espansione, grazie al miglioramento delle condizioni macroeconomiche, date dalla disponibilità di capitale a basso costo e dalle spinte derivanti dalla globalizzazione. Lo scenario divenne così particolarmente favorevole per le operazioni di *buyout*, questo comportò un grande numero di investimenti soprattutto orientato verso le imprese tecnologiche, in linea con quanto avveniva gli Stati Uniti.

La crisi del 2008 colpì pesantemente gli operatori Europei, da uno studio dell'EVCA⁴ è possibile consultare la serie storica dei disinvestimenti nella spanna temporale 2007-2013. I *write-off*⁵, in Europa, costituirono circa il 35% del totale delle forme di disinvestimento nel 2009, ed il 23% nel 2010, dati particolarmente elevati se raffrontati con la media di periodo, pari a circa il 12%. La crisi, tuttavia, spinse il legislatore ad introdurre una serie di normative volte ad aumentare la prudenza e la trasparenza degli operatori, con l'obiettivo inoltre di armonizzare il quadro regolamentare tra i vari paesi dell'Eurozona.

Negli ultimi anni, il mercato europeo del *Private Equity* e del *Venture Capital* ha registrato una ripresa significativa. Per quanto riguarda la raccolta fondi, la tendenza positiva iniziata nel 2016 è proseguita fino al 2022, con oltre 194€/mld raccolti, allo stesso modo anche il volume degli investimenti ha segnato picchi di 149.5€/mld nel 2021 e circa 100€/mld nel 2023. Il settore ICT (Information and Communication Technology) ha costituito circa il 25% dei volumi investiti che arrivano soprattutto dall'oltremania, Paese che al 2023 costituisce circa il 35% dei volumi⁶ e il 21% in termini di numero di *deals*⁷ conclusi nello scacchiere europeo.

1.3 Panoramica del quadro normativo europeo

Le crisi dei *subprime* del 2007 e del debito sovrano, che coinvolse l'Europa nel biennio 2010-2011, funsero da catalizzatori per quanto concerne la regolamentazione in ambito finanziario. In particolare, si prese coscienza della rilevanza sistemica delle istituzioni

⁴ EVCA, ACTIVITY DATA ON FUNDRAISING - INVESTMENT AND DIVESTMENT, 2013, p.17

⁵ Nel private equity, il *write-off* nella fase di disinvestimento indica la svalutazione totale o parziale di un investimento, registrato come perdita definitiva nei bilanci del fondo. Questo avviene quando la società partecipata diventa insolvente, fallisce o perde completamente il suo valore, rendendo impossibile un *exit* redditizia.

⁶ INVESTEUROPE: INVESTING IN EUROPE – PRIVATE EQUITY ACTIVITY 2023

⁷ STATISTA: <https://www.statista.com/statistics/892097/number-of-private-equity-deals-in-europe-by-country/>

operanti in ambito finanziario e della necessità di creare una normativa armonizzata che assicurasse stabilità e trasparenza del sistema; per gli istituti creditizi fu Basilea III, mentre per gli attori operanti nel panorama *Private Equity* si ebbe l’emanazione della Direttiva 2011/61/UE, conosciuta sotto l’accezione di Direttiva AIFMD, con cui il Legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro comune per l’autorizzazione ed il funzionamento di tutte le persone fisiche e giuridiche che gestiscono organismi di investimento collettivo cosiddetti “alternativi”. Un documento esplicativo della Commissione Europea giustificò la nuova regolamentazione asserendo che gli AIFMs⁸ fossero diventati: “attori significativi nel sistema finanziario Europeo, che gestiscono un’elevata quantità di asset per conto di fondi pensione e altri investitori; responsabili di una quota significativa dell’attività di *trading* nei mercati finanziari; e rappresentando dunque una fonte di rischio di controparte per gli altri partecipanti al mercato”⁹. La normativa si occupa dei termini per l’autorizzazione da parte delle Autorità di Vigilanza, delle condizioni per l’operatività, della trasparenza informativa e dei requisiti di professionalità dei *managers*. Ulteriore intervento del Legislatore riguarda i fondi di *Venture Capital*, con il regolamento EuVECA (Regolamento UE n.345/2013) che, in linea con gli obiettivi della strategia Europa 2020 - definita nella comunicazione della Commissione del 3 marzo 2010 - permise di stabilire un quadro comune di norme riguardo: alle soglie dimensionali dei fondi di venture capital, soglia che fu fissata a 500€/mln di Asset Under Management; gli strumenti finanziari utilizzabili ai fini dell’investimento ossia “strumenti rappresentativi di *equity* o quasi-*equity*”¹⁰; costruzione del portafoglio, che deve essere costituito almeno al 70% da PMI¹¹; e investitori ammissibili. Fondamentale considerare l’aspetto della leva finanziaria: per i fondi EuVECA il regolamento esclude categoricamente l’utilizzo di debito per l’amplificazione della capacità d’investimento. Tale prescrizione costituisce di fatto una grande differenza nelle modalità operative tra un fondo di *Venture Capital* e *Private Equity (buyout)* precludendo ai fondi venture la capacità di effettuare operazioni di *Leveraged Buyout*. Una rimarchevole evoluzione del contesto normativo è costituita dalle modifiche del 2017 del Regolamento UE n. 345/2013, che aprì la possibilità ai grandi AIFMs di gestire e

⁸ Alternative Investment Fund Manager, l’accezione include gli hedge funds, private equity funds, real estate funds e un’ampia gamma di altri fondi istituzionali.

⁹ Directive on Alternative Investment Fund Managers (‘AIFMD’): FAQ – Brussels 11 Novembre 2010

¹⁰ REGOLAMENTO UE 345/2013, Art. 3, Comma 1, Lettera i

¹¹ Le soglie dimensionali per la definizione PMI si rifanno alla Raccomandazione 2003/361/CE, allegato A, art 2.

commercializzare fondi EuVECA, espandendo di fatto l'ambito di operatività di questa categoria di gestori. La modifica permise inoltre gli investimenti in *scale-up* e PMI innovative e non più alle sole PMI come definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE.

1.4 Gli operatori e le fasi principali del fondo

1.4.1 I VEICOLI EUROPEI

Come appena evidenziato, la legislazione europea risulta piuttosto stringente per quanto riguarda i soggetti che svolgono attività di tipo finanziario, andando a regolare: le forme di investimento, le soglie dimensionali, la tipologia di *financing* e imponendo su di essi l'obbligo di vigilanza da parte delle autorità competenti.

Dalla normativa attualmente in vigore possiamo individuare a quali operatori è consentita l'attività di investimento in *Private Equity*, specificando che nella trattazione a venire ci concentreremo esclusivamente sul cosiddetto "formato europeo", tipico dell'Eurozona, su cui si basano anche paesi quali Russia e Turchia.

Le direttive europee - implementate nei paesi facenti parte dell'Unione con leggi *ad hoc* - permettono di operare nell'industria alle seguenti entità (CASELLI, NEGRI, 2018, p. 88):

- Banche
- *Investment Firms*
- *Closed-end funds* (basati sul modello anglosassone)

Le banche, spesso, hanno un attivo tipicamente sbilanciato sul settore creditizio, costituendo l'attività di investimento in capitale di rischio solo accessoria, a differenza dei *Closed-end funds* e delle *investment firm* in cui risulta essere attività tipica.

Sarà opportuno valutare la convenienza dell'investimento per quanto concerne il sistema bancario, sia considerando le prescrizioni dettate da Basilea III, con riguardo al capitale regolamentare da accantonare considerando la rischiosità dell'*asset* (*Risk weighted asset*), sia andando a valutare le soglie limite di investimento in società non finanziarie consentite alle banche.

In primo luogo, le banche che adottano sistemi di rating di tipo Standard devono utilizzare un *risk weight* pari o maggiore al 150% dell'importo investito in capitale di rischio; il coefficiente di ponderazione può raggiungere valori del 200% se la società partecipata consegue perdite di esercizio per due anni consecutivi. Chi utilizza sistemi di rating

interni, cosiddetti IRB, vede questa soglia abbassarsi fino ad un minimo del 100%. Successivamente, per quanto concerne i limiti di investimento in società non finanziarie - ad eccezione di Francia e Germania - il Regolamento 575/2013 UE prevede delle soglie relative a: le partecipazioni massime detenibili per singola impresa, ed altre riguardanti la concentrazione di capitale regolamentare, sia sul singolo investimento che in ottica di portafoglio. Una sintesi del contenuto normativo del Regolamento è riportata nella seguente tabella:

	Soglia di concentrazione (per singolo investimento)	Soglia di concentrazione (in ottica di portafoglio)	Partecipazioni massime detenibili
<i>Banche ordinarie</i>	3% capitale regolamentare	15% del capitale regolamentare	15% dell'equity dell'impresa
<i>Banche abilitate</i>	6% capitale regolamentare	50% del capitale regolamentare	15% dell'equity dell'impresa
<i>Banche specializzate</i>	15% capitale regolamentare	60% del capitale regolamentare	15% dell'equity dell'impresa

Tabella 1 – Caselli, Negri, 2018, p. 89, Regolamento 575/2013UE sulle partecipazioni detenibili da parte delle banche nel capitale di rischio di imprese non finanziarie.

Risulta evidente che l'accantonamento di capitale richiesto e le soglie imposte rendono improprio l'utilizzo del canale bancario per gli investimenti alternativi.

Altra entità è data dalle *investment firms*, che in Italia vengono definite dal TUF come OICR alternativi, e generalmente vengono divise in due categorie¹²:

- *Type 1 Investment Firm*: non hanno particolari vincoli nella gestione delle attività e sono soggetti ad una forma di vigilanza meno restrittiva.
- *Type 2 Investment Firm*: sono classificati come “soggetti a requisiti prudenziali completi”, hanno dunque requisiti di vigilanza e patrimoniali simili alle banche.

Tendenzialmente si ha un azionariato diviso in due parti: l'azionariato di classe A (*A-shares*) ha diritto di voto, tipicamente le azioni detenute dal management;

¹² Divisione prevista da MiFID II

mentre l'azionariato di classe B (*B-shareholders*), gode dei soli benefici economici ma non ha diritto a voto.

Le *investment firms* risultano particolarmente adatte per operare nel segmento del *private equity*. Infatti, da un lato la suddivisione in *Type 1* e *2* permette a gruppi ristretti di investitori di operare senza particolari obblighi in materia di vigilanza (*Type 1*), mentre per i fondi proposti ad un pubblico più ampio sono garantite le tutele e le forme di prudenzialità tipiche degli altri intermediari finanziari vigilati (*Type 2*).

Successivamente, la possibilità di detenere tra le passività capitale di debito permette a queste entità di sfruttare della leva finanziaria, opportunità di cui non potranno beneficiare i fondi.

L'ultimo soggetto che può operare nel comparto è dato dai fondi, ossia istituzioni finanziarie gestite da un'impresa separata, l'Asset management company (AMC), che si configurano sotto due differenti forme:

- *Open-end funds*
- *Closed-end funds*

Si utilizzano i *Closed-end funds* poiché la restituzione del capitale è prevista solo alla fine del ciclo di vita del fondo, aspetto d'importanza critica per le entità operanti nel *private equity* data la natura illiquida degli investimenti. La struttura dei fondi prevede alcune particolarità rispetto a quanto precedentemente visto: la partecipazione al fondo da parte dell'AMC con una quota non inferiore al 2% e il divieto di utilizzare capitale di debito.

1.4.2 LE FASI DEL FONDO

Ultimo aspetto da tenere in considerazione è dato dal ciclo di vita di un *closed-end fund*; per comprendere il funzionamento del fondo sarà di fondamentale importanza individuare le tempistiche che caratterizzano il veicolo d'investimento, a partire dalla sua nascita fino alla completa liquidazione.

Come si ha avuto modo di precisare, i *closed-end funds* - nel caso di operatori indipendenti ed escludendo i cosiddetti operatori *captive*¹³ - vedono al loro interno due tipologie di

¹³ Gli operatori *captive* sono quei soggetti che non raccolgono o raccolgono solamente in minima parte i capitali sul mercato, ma utilizzano le proprie risorse per effettuare investimenti. Dunque, il capitale proviene direttamente dai promotori del fondo e l'orizzonte temporale di operatività può estendersi sensibilmente.

soggetti: i gestori e gli investitori. Quest'ultimi vengono coinvolti nel periodo di *fundraising* che coincide con l'inizio della vita del fondo. Compito del gestore sarà quello di raccogliere la liquidità necessaria all'operatività mediante la vendita dei cosiddetti *ticket* ossia impegni di partecipazione solitamente pari ad almeno 1 milione di euro. In questa fase si effettuano attività di *marketing* e di stesura della documentazione e della contrattualistica utile alla raccolta dei fondi. La maggiore criticità riscontrabile è data dal mancato raggiungimento del risultato atteso, basti pensare che in Europa circa il 50% delle operazioni di raccolta non raggiungono l'obiettivo.

A seguito del successo della fase di raccolta fondi, i gestori hanno un periodo di tre anni definito come *drowdown period*, per chiedere agli investitori di apportare la liquidità poiché - anche se l'impegno ad investire avviene nella fase di fundraising - è improbabile che si effettuino tutti gli investimenti al tempo zero. Gli investitori saranno tenuti a trasferire il denaro nel corso del periodo sopracitato, e dunque, non si configura un apporto di tipo *one shot*.

Successivamente, si passa alla fase operativa, in cui si andranno ad effettuare investimenti e disinvestimenti. In un primo momento, si prevede che venga effettuata l'attività di vaglio, in cui saranno selezionate le società ritenute promettenti. Ovviamente, il criterio di selezione si basa sull'attività che si intende realizzare (*early stage, expansion, buyout o turnaround*), in quanto da questa cernita dipendono gli importi da investire e le competenze necessarie al fine di gestire al meglio l'operazione. La legge non esplicita nessun orizzonte temporale massimo, bensì lo si definisce nel *Placement Memorandum*¹⁴; tendenzialmente, la spanna temporale di operatività, considerando tutto il ciclo di vita, è compresa tra i sette ed i dieci anni.

Il fondo si esaurisce nel momento del disinvestimento, per dati Invest Europe (INVEST EUROPE, "*H1 Activity 2024*", 2024), la prima metà del 2024 si è chiusa con 14,1€/mld di disinvestimenti (dati aggregati *Venture capital, Buyout e Growth*), con forme di *exit* prevalenti date da: il 35% tramite vendita ad altri fondi operanti nel settore *Private equity*, il 25% tramite il rimborso di *mezzanine* o azioni privilegiate.

Data l'illiquidità delle partecipazioni, non sempre i disinvestimenti riescono ad essere effettuati nel periodo preconcertato dal fondo, al concretizzarsi di questa casistica, il gestore ha la possibilità di chiedere un tempo supplementare: l'*extratime*, ossia ulteriori

¹⁴ Documento in cui si indica: durata, dimensione del fondo e delle quote di distribuzione, obiettivi e retribuzione del management

tre anni per trasformare le partecipazioni in liquidità. Infine, al momento del totale disinvestimento, il fondo calcolerà le quote di competenza spettanti agli investitori in base al numero di *ticket* acquisiti al momento del suo lancio, distribuendo così la liquidità ottenuta a seguito del processo di disinvestimento.

1.5 Panoramica del tema: approcci hands-on e hands-off, acquisizioni e crescita organica

1.5.1 OBIETTIVI DELLA TESI

Fine ultimo dei fondi di *Private Equity* è la creazione di valore. Come si ha avuto modo di apprezzare, le leve a disposizione dei gestori sono molteplici e dipendono sia dal ciclo di vita dell'impresa oggetto dell'investimento, sia dalle competenze del gestore. Nel paragrafo 1.2 si è esplicitato l'apporto di *benefit* da parte del gestore *PE*, nello specifico i benefit possono essere suddivisi in:

- *Certification effect*: l'investimento in un'impresa da parte di un fondo evidenzia il potenziale di crescita della *target*, e dunque "certifica" le potenzialità del business.
- *Network effect*: i gestori hanno spesso contatti con istituti finanziari, fornitori e potenziali clienti, permettendo così all'acquisita di sfruttare una rete utile al suo sviluppo futuro.
- *Knowledge effect*: le imprese che si affidano a questa tipologia di investitori spesso necessitano di competenze trasversali oltre al solo apporto di capitale, ovviamente ogni settore necessita di competenze tecniche; tuttavia, i fondi apportano spesso una varietà di *soft skills* necessarie al successo dell'impresa.

Ulteriormente, B. Leleux, H. Van Swaay e E. Megally (B. LELEUX *et al.*, 2015) individuano ulteriori benefici ed esternalità positive derivanti dall'ingresso dei fondi all'interno dell'impresa:

- tramite l'incoraggiamento all'innovazione e all'imprenditorialità;
- investendo in aziende all'avanguardia ed innovative, permettendo così lo sviluppo di servizi e prodotti;
- creando nuovi posti di lavoro, e preservando quelli esistenti;
- guidando una crescita economica significativa mediante l'investimento nell'economia reale.

Avendo delineato gli aspetti principali che contribuiscono a definire questa peculiare tipologia d'investimento, potremo adesso ulteriormente espandere la trattazione, andando a legare ai *benefit* esposti l'obiettivo del presente elaborato. Ci si è posti l'obiettivo di valutare l'impatto delle scelte **strategiche** e di **governance** adottate dai fondi di *private equity* nella fase di gestione delle partecipate, e valutarne i benefici sull'impresa *target* in termini di margini, indici patrimoniali, e multipli di valore a partire dall'ingresso del fondo, fino al momento dell'*exit*, concludendo infine con la valutazione del rendimento ottenuto.

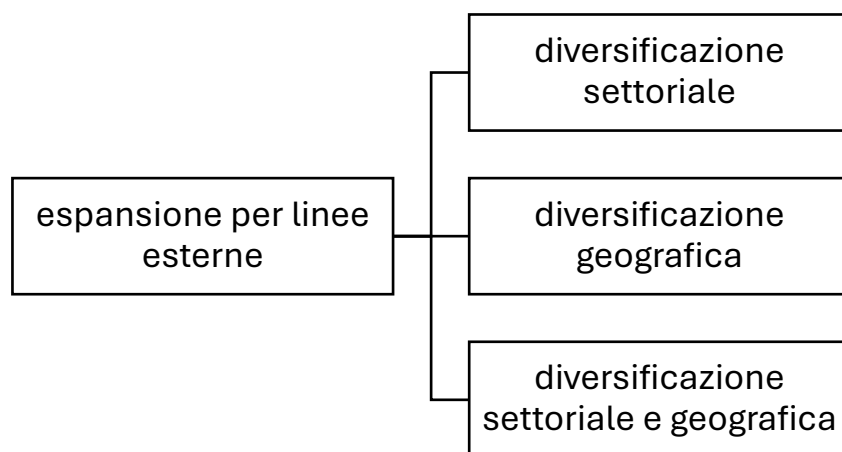
Per quanto concerne le scelte strategiche, vorremo analizzare il grado di efficientamento dell'impresa nei casi in cui essa vada ad utilizzare dei canali di sviluppo di tipo organico, o alternativamente, linee di crescita esterne, perseguendo di fatto una strategia *buy and build*.

Le linee strategiche perseguite, spesso, sono riconducibili allo stadio di vita dell'impresa. Ad esempio, le operazioni di M&A saranno più frequenti in società che si trovano in una fase di maturità e dunque che godono di un business stabile, risultano essere già profittevoli e che si pongono come obiettivo una maggior crescita dimensionale, sia con espansioni di tipo orizzontale, sia con integrazioni verticali. Andremo a studiare dunque le tipologie di operazioni di fusione e acquisizione sotto due aspetti:

- la tipologia di espansione, e dunque se l'impresa effettua acquisizioni nel suo settore di riferimento, o alternativamente diversifica il business;
- la geografia dell'espansione, dove andremo a valutare se l'impresa *target* opera nello stesso paese della cosiddetta *platform*, o se la tipologia di fusione/acquisizione è focalizzata sull'individuazione di nuovi mercati.

La ricerca andrà ad evidenziare le modalità di espansione, valutando l'intensità di diversificazione, dapprima analizzando i risultati per la totalità del campione e successivamente suddividendo le strategie M&A, sia sul piano geografico che settoriale.

La ricerca si focalizzerà sull'individuazione degli elementi che caratterizzano questa specifica forma di operatività, riportando ricerche di settore sul tema e tramite delle statistiche ricavate dal campione di riferimento.



Successivamente, si andrà a valutare l'impatto delle scelte riguardanti la governance, valutando in particolare come il coinvolgimento attivo del fondo nel management influenzi i risultati operativi della società *target*. Si individueranno due differenti approcci utilizzati dai fondi di *private equity* nella gestione delle partecipazioni: di tipo *Hands-on* caratterizzato da un'interazione diretta con il management, e un'interazione con l'impresa *target* di tipo *day to day* e il modello *Hands-off* che prevede un coinvolgimento più limitato. Anche in questo caso si procederà tramite un'analisi dei dati che ci consenta di risalire alle motivazioni sottostanti alla scelta di un determinato approccio.

Fine ultimo della trattazione sarà la creazione di una matrice degli approcci che consenta di apprezzare le quattro dimensioni integrate tra loro, valutando i risultati operativi derivanti dall'implementazione delle varie combinazioni strategiche e di governance, chiudendo con la valutazione del rendimento ottenuto dai fondi dato dall'implementazione delle suddette strategie.

Matrice degli approcci Strategico - Gestionali:

		GOVERNANCE	
		Hands-off	Hands-on
STRATEGICHE	Linee interne		
	Linee esterne		

1.5.2 COSTRUZIONE DEL CAMPIONE

I dati utilizzati sono stati ricavati dalla banca dati Orbis, con l'ausilio della funzione *Zephyr* (fino al 2022, ora integrata in Orbis), che consente di effettuare estrazioni di una grande quantità di informazioni riguardanti le operazioni di finanza straordinaria.

In primo luogo, si è proceduto ad estrarre le operazioni *private equity* utilizzando come filtri:

1. solo i *deals* completati;
2. area geografica: Italia;
3. NAICS 2017 tutti i settori.

Il campione così composto ci permette di avere una panoramica completa dei deals presenti sul database, in totale le operazioni estratte sono 82, mettendo a disposizione dati quali: il codice identificativo della società, nazionalità e settore di appartenenza della *target*, valore del *deal*, la percentuale di quote detenute dal fondo e la data di finalizzazione dell'operazione.

Si comprende che il campione possa essere più vasto per generare dei risultati più robusti; tuttavia, pur essendo censite una moltitudine di operazioni, non tutte presentano un quantitativo di dati utile al presente lavoro di tesi. Motivo per cui ci si è trovati dinnanzi alla scelta di selezionare una moltitudine di operazioni con dati con osservazioni mancanti, o avere un campione di qualità che ci consentisse di procedere avendo a disposizione elementi utili alle analisi che effettueremo nei capitoli successivi.

La scelta è ricaduta sulla seconda opzione, tuttavia è corretto mettere al corrente il lettore della base dati a disposizione e delle motivazioni sottostanti alla modalità di campionamento.

Successivamente, si sono estratte le operazioni di fusione e acquisizione, in questo caso si è filtrato per *deals* completati, aree geografiche, e valore dell'operazione superiore ai 350.000€, il risultato dell'estrazione sono 217.238 operazioni di M&A che coprono buona parte dei *deals* disponibili sul *database*. L'estrazione è avvenuta per aree geografiche, in modo tale da avere dati differenziati per continente. La ripartizione geografica delle operazioni di *mergers & acquisition* è così composta:

- Medio Oriente: 2.192 operazioni;
- Europa: 69.464 operazioni;
- USA e Canada: 48.901 operazioni
- Asia ed Estremo Oriente: 60.160 operazioni
- Altri (Paesi baltici, Africa, *ecc.*): 36.521 operazioni

Complessivamente il valore dei *deals* è pari a 40,252 €/Tn di cui il 46,9% negli USA, il 31,7% in Europa, il 9,3% Asia.

Tramite la ricerca incrociata tra l'identificativo della *platform* (numero BvD) e il database delle operazioni M&A, si sono ricavate tutte le società - partecipate da un fondo *private equity* - che avessero effettuato operazioni di fusione/acquisizione a posteriori rispetto alla data di ingresso del fondo e precedenti rispetto all'*exit*, ricavando implicitamente le linee strategiche perseguite.

Per quanto concerne la seconda dimensione, essa è frutto di un'analisi di tipo qualitativo. In prima battuta, si sono analizzate le dichiarazioni dei fondi in merito al grado di coinvolgimento degli stessi nelle scelte operative d'impresa, sia in termini "assoluti" e dunque nel caso in cui i fondi dichiarassero esplicitamente di acquisire partecipazioni con il solo scopo di financing - e apporto di benefit -; sia all'interno del campione, e dunque in termini relativi. Un esempio di questa "relatività" è dato dalla frequente dichiarazione dei fondi di essere vicini al *management*; tuttavia, alcuni sottolineano che la loro relazione con la *governance* è di tipo consulenziale, lasciando libertà decisionale all'imprenditore, costituendosi di fatto, un approccio di tipo *Hands-off*. A seguito della raccolta dei dati qualitativi, si è così decretato se il fondo seguisse un approccio di tipo attivo o passivo. Il lettore troverà in appendice metodologica una sintesi degli elementi che ci ha permesso di collocare gli operatori in una categoria piuttosto che in un'altra.

Capitolo secondo

Approcci di governance nella gestione delle partecipazioni

2.1 Il ruolo delle conoscenze

I fondi operanti nel *private equity*, come precedentemente esplicitato, vedono il concretizzarsi della loro operatività in tutte le fasi del ciclo di vita delle imprese. Che esse siano mature - e godano dunque di un *business* stabile e/o in crescita-, in una fase di declino, o già a partire dall'idea di prodotto - in cui non vi è una società strutturata e dunque non vi sono flussi di cassa - è chiaro che le decisioni di investimento, soprattutto nei casi di *seed financing*, *startup financing* e anche nel mercato *distressed*, non possono derivare esclusivamente da una analisi di tipo finanziario, ma debbono essere affiancate da un ulteriore elemento di valutazione: le persone, e nello specifico, il *management*.

È innegabile che il successo di una società derivi dalla sua capacità di innovare e rifacendosi alla definizione di Schumpeter, che definì il ruolo dell'imprenditore nell'economia capitalistica come: "*la capacità creativa e lo slancio verso l'innovazione*", si comprende che l'impresa necessita di innovazione se non vuole soccombere alle forze di mercato.

La creazione di un modello di business e il successo di un'impresa sono fattori strettamente legati alle capacità di innovazione del *management* e alle **conoscenze** apprese dallo stesso, derivanti dall'esperienza acquisita, a costo nullo, tramite la gestione. L'importanza del ruolo delle conoscenze prende forma dalle ricerche di Hayek (F. HAYEK, 1945), che introdussero il modello della "conoscenza diffusa", in cui si evidenzia che l'efficienza del mercato è data da una sommatoria delle conoscenze dei singoli agenti, e che il mercato muova autonomamente i poteri decisionali agli agenti che risultano avere le competenze necessarie ad affrontare decisioni critiche in un determinato tempo e luogo.

Successivamente M. Jensen e W. Meckling (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995) estendono il lavoro di Hayek, evidenziando l'importanza delle conoscenze, soprattutto quando esse

risultino essere “specifiche”; infatti, nella loro suddivisione tra “generiche” e “specifiche” descrivono queste ultime come: “*competenze o preferenze specifiche degli individui, peculiarità di macchinari particolari, conoscenza di risorse inutilizzate o scorte disponibili, e conoscenza delle opportunità di arbitraggio. Questo tipo di conoscenza, quasi per definizione, è difficile o impossibile da aggregare e sintetizzare*” (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995, p. 6). Nel nostro studio possiamo così riferirci alle conoscenze specifiche, a cui si rifanno gli autori, come al *know-how* acquisito dal *management* di un’impresa.

Tuttavia, il lavoro di Hayek non chiarisce esplicitamente le modalità di trasferimento delle competenze, bensì fa riferimento alle forze del libero mercato come strumenti per il raggiungimento di un ottimo nell’allocazione delle stesse richiamando, in un certo senso, la teoria Smithiana della “mano invisibile”.

Se il lavoro di Hayek enfatizza il ruolo del mercato nella diffusione spontanea delle conoscenze, saranno Jensen e Meckling (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995, p. 6) ad individuare le implicazioni pratiche della loro allocazione all’interno delle organizzazioni, individuando inoltre due casistiche di trasferimento. Essi evidenziano che, quando le conoscenze risultano essere di “valore” nell’ambito del *decision making*, le strade percorribili sono:

- Spostare le conoscenze dagli individui che le possiedono a coloro che invece hanno il potere decisionale.
- Affidare le responsabilità di tipo decisionale - nel nostro caso quelle manageriali - a coloro che possiedono invece competenze specifiche.

Qualsiasi sia la scelta, bisogna considerare che la stessa presuppone il sostenimento di costi, che possono derivare dal trasferimento delle competenze o dalla divisione tra proprietà e controllo, siano essi di *adverse selection* o *moral hazard*¹⁵. Questi ultimi si presentano maggiormente nel panorama *Venture Capital*, in cui il *management* delle imprese *target* spesso coincide con la proprietà, e la casistica si addice anche al contesto italiano, popolato soprattutto da PMI spesso caratterizzate da una coincidenza tra proprietà e controllo.

¹⁵ Nel *Venture Capital*, il problema dell'*adverse selection* trova luogo nella difficoltà di selezionare startup con reali potenzialità di crescita in quanto è interesse dell’imprenditore presentare le informazioni a esso più congeniali per ottenere il *financing*, mentre il *moral hazard* emerge quando gli imprenditori, una volta ottenuti i finanziamenti, possono avere incentivi a comportarsi in modo opportunistico.

Nel primo caso, in cui il possessore delle conoscenze le trasferisca a chi invece gode del potere decisionale, si genera una frizione individuabile nel costo di transazione delle stesse, soprattutto quando esse risultino essere “specifiche”; alternativamente, nel secondo caso, il problema principale è dato dai costi di agenzia, poiché si delegano i poteri decisionali a soggetti terzi.

Tenendo presente che, al momento dell’investimento, il coinvolgimento del fondo nelle funzioni manageriali potrà essere più o meno rilevante, se la scelta ricadrà su un approccio *Hands-off*, allora le conoscenze verranno ritenute internamente, affidandosi al *management* che nel tempo ha acquisito le competenze specifiche del settore, e dunque si procederà tramite delega dei poteri decisionali. L’approccio *Hands-on*, alternativamente, richiederà un contributo attivo dei gestori del fondo all’interno del processo decisionale dell’impresa, e dunque un coinvolgimento diretto nelle funzioni di gestione.

La scelta tra i due approcci è stata oggetto di ricerca in campo accademico. In particolare, si riconduce la forma di coinvolgimento nei processi decisionali al grado di complessità tecnologica dell’impresa e, dunque, alla tipologia di conoscenze specifiche necessarie alla gestione. Sulla base delle considerazioni appena fatte, è interessante citare le conclusioni del lavoro di C. Jungwirth e P. Moog (C. JUNGWIRTH, P. MOOG, 2004, p. 119). Tramite un questionario sottoposto ai gestori operanti nel *Venture Capital*, si è riscontrato un grado di coinvolgimento marginale dei fondi nelle aziende ad alto contenuto tecnologico, mentre un approccio di tipo *Hands-on* è stato riscontrato più frequentemente nelle aziende con *business model* semplici, in cui le conoscenze generiche erano sufficienti alla gestione d’impresa.

Intuitivamente, un’azienda operante nel settore *Biotech* necessiterà di competenze differenti rispetto ad un *business* attivo nel settore della grande distribuzione. Nel primo caso il costo di trasferimento delle competenze potrebbe essere eccessivamente oneroso, rendendo più opportuno che il detentore delle conoscenze sia colui che si rivesta anche del compito decisionale. Nel secondo caso, le conoscenze “generiche” risulterebbero essere sufficienti.

M. Jensen e W. Meckling, trovano un’elegante soluzione al problema tra trasferimento e ritenzione delle conoscenze, ossia: se il beneficio marginale derivante dall’acquisizione dei poteri decisionali non supera il costo necessario al trasferimento delle competenze settoriali (che in alcuni casi risultano essere di tipo “specifico”), allora sarà opportuna una forma di gestione che permetta ai possessori delle competenze di adottare le scelte di

governance, proteggendosi così da decisioni sub-ottimali. Alternativamente, sarà vero il contrario, ossia che il controllo possa essere spostato su chi detiene la proprietà, allineando gli interessi e riducendo le frizioni derivanti dagli *agency problem*, con un sostenimento dei costi di trasferimento inferiore rispetto ai benefici derivanti dalla gestione diretta della partecipata.

2.2 Approcci *Hands-on* ed *Hands-off*

Si fa riferimento ai termini *Hands-on* ed *Hands-off* nel momento in cui si definisce il livello di coinvolgimento degli *stakeholder* per ciò che concerne il governo d'impresa. Il nostro lavoro si concentrerà su una categoria specifica dei vari portatori d'interesse: i fondi *private equity*.

Le modalità di gestione dell'impresa toccano tutti i livelli dell'organizzazione, dal piano operativo, a quello strategico e strutturale. In termini pratici, si traduce: nella selezione dei soggetti della filiera (fornitori/clienti), definizione degli obiettivi di vendita, riorganizzazione della struttura aziendale, implementazioni di sistemi di controllo e *reporting*, diversificazione del portafoglio prodotti, entrata in nuovi mercati. La lista è ovviamente esplicativa e potrebbe essere estesa a tutte le componenti d'interesse di un'azienda; ed è lecito asserire che tutte le variabili siano, in ultima istanza, controllate e governate dalle figure apicali d'impresa che, a loro volta, debbono rispondere del loro operato all'azionariato.

Nella definizione comunemente accolta di *Hands-on*, ci si riferisce ad uno stile di gestione attivo, in cui il soggetto che detiene il controllo partecipa attivamente alle scelte aziendali assumendo un ruolo centrale nei processi decisionali. Alternativamente, l'approccio *Hands-off* è caratterizzato da una forma delegativa della gestione con un intervento diretto che si configura esclusivamente nei momenti di criticità, lasciando che le scelte in termini di operatività siano a carico del *management*, con un intervento spesso focalizzato al solo delineamento dei piani di sviluppo in un orizzonte di medio-lungo termine.

Non è infrequente dalle informazioni presenti nel *placement memorandum* individuare lo stile gestionale del fondo; tuttavia, è difficile ricavare delle variabili inequivocabili che permettano di comprendere le modalità con cui gli approcci vengono perseguiti, a causa della mancanza di dichiarazioni esplicite da parte dei gestori. Un esempio potrebbe essere una gestione di tipo *Hands-on* in cui però non vi siano cambiamenti a livello manageriale,

o una espressa dichiarazione da parte del fondo. La gestione si potrebbe configurare come un rapporto costante ma informale tra il fondo e la partecipata, ponendosi di fatto un approccio attivo; tuttavia, dall'esterno, si desumerebbe uno stile *Hands-off*. In questi casi, potrebbe risultare particolarmente complesso desumere le modalità gestionali utilizzate. Cercando di superare le difficoltà insite nella categorizzazione, l'intuizione alla base della scelta delle variabili che siano soddisfacenti a decretare l'approccio di un fondo non può che derivare da un'analisi qualitativa frutto di valutazione personale, interpretando le dichiarazioni riportate dai fondi rispetto al grado di coinvolgimento nel governo delle partecipate. La suddivisione dei gestori - tra attivi e passivi - avverrà dunque, tramite l'uso di: dichiarazioni pubbliche dei GP, autodichiarazioni sullo stile di investimento e, ove possibile, la lettura degli *investment memorandum* ricavati tramite la funzione "PE -> Funds" disponibile sul *Bloomberg Terminal*.

Ulteriormente, nelle conclusioni, si valuteranno anche le variazioni avvenute nei componenti del *management*, tramite la funzione "*management event*" presente sulla banca dati AIDA. Queste variazioni, prese nel periodo di detenzione della partecipazione da parte del fondo, risultano logicamente derivare dalla volontà degli azionisti. Inoltre, la scelta del parametro risulta coerente con quanto evidenziato da Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (GOMPERS *et al.*, 2016, p. 450): "L'ingegneria finanziaria e della *governance* sembrano essere anch'esse importanti. Per quanto riguarda la gestione delle società in portafoglio, gli investitori di *Private Equity* (...) sostituiscono regolarmente il *top management*, sia prima che dopo l'investimento. Inoltre, strutturano Consigli di amministrazione più piccoli, composti da una combinazione di membri interni, investitori di PE e figure esterne" (*trad.*).

Su quest'ultimo punto, saranno riportate delle brevi considerazioni nel paragrafo conclusivo; tuttavia, non contribuirà alla categorizzazione dei fondi, che invece deriverà - come chiarito nel paragrafo precedente - da una valutazione puramente personale, alla luce delle informazioni pubbliche analizzate.

2.3 I costi da affrontare

2.3.1 COSTI DI AGENZIA

Che la scelta ricada su un *management* strettamente legato all'azionista di riferimento o che esso invece sia indipendente, come indicato nel paragrafo precedente, genererà dei costi che devono esser presi in considerazione.

Uno spunto interessante, per comprendere la genesi degli *agency problems*, deriva dalla definizione di azienda data da M. Jensen e W. Meckling, che considerano l'impresa non come un'entità monolitica a sé stante, ma come “...*nodo per le relazioni contrattuali, caratterizzata dall'esistenza di diritti residui divisibili sugli asset e sui flussi di cassa dell'organizzazione, i quali possono generalmente essere venduti senza il permesso degli altri individui contrattanti*” (trad., M. JENSEN, W. MECKLING, 1976, p. 311). L'individuazione di determinati diritti è centrale nella definizione di azienda, poiché il possesso degli stessi consente l'esercizio dei poteri e la possibilità di reclamare i flussi residuali. Flussi su cui condurremo importanti considerazioni, in quanto non assumono solamente un ruolo centrale dal punto di vista puramente “finanziario”, ma contribuiscono a creare un ambiente che minimizzi forme di opportunismo, come evidenziato successivamente da M. Jensen del 1986.

Alla definizione di “diritti” appena presentata sarà utile affiancare la possibilità di alienazione dei diritti stessi. Da uno studio successivo di M. Jensen e W. Meckling (M. JENSEN, W. MECKLING, 1976, p. 12): “*L'alienabilità è la combinazione efficace di due diritti: il diritto di vendere o trasferire diritti e il diritto di catturare i proventi dello scambio... è il fondamento dei mercati e il meccanismo istituzionale attraverso il quale i mercati collocano la conoscenza insieme ai diritti decisionali*” (trad.).

È conseguenziale asserire che la definizione di “alienazione dei diritti”, all'interno di un contesto societario, risulti esattamente riconducibile alla vendita di quote di capitale ad un soggetto esterno che, divenuto azionista, avrà diritto di godere dei flussi di cassa residui e del voto in assemblea (sottintendendo che non si tratti di azioni di risparmio).

A seguito dell'acquisizione di tali diritti, il possessore, regolerà il suo rapporto con la molteplicità *stakeholder* dell'impresa mediante sistemi contrattuali che delimitano il loro operato così come i costi e gli incentivi ad esso connesso. Volendo chiarire ulteriormente - facendo riferimento alla separazione tra proprietà e controllo - gli azionisti, in quanto possessori dei suddetti diritti, e definiti dalla teoria come “principali”, potranno creare

una *Agency Relationship*, mediante l'affidamento ad un soggetto terzo definito "agente", lo svolgimento di determinate mansioni, come ad esempio il *decision making* – e dunque i "diritti decisionali" - regolando le interazioni tra le parti tramite contratto.

Sono però note in letteratura diverse critiche al sistema contrattualistico, una in particolare è stata avanzata da Goffman (E. GOFFMAN, 1969, p. 105) che, nel suo celebre studio sociologico, evidenzia i problemi sottostanti ai meccanismi contrattualistici derivanti da una serie di comportamenti opportunistici da parte degli agenti economici i quali tramite la formulazione di "false promesse di cui essi stessi stentano a fidarsi, o tramite minacce, aggirano le regole contrattuali per ottenere vantaggi personali non dichiarati, nascondendo inoltre le tracce del loro operato"(trad.).

Volendo estremizzare, riprendiamo dall'idea di J. Walras il concetto di *homo oeconomicus* e, immaginando che principale e agente ricadano in questa categoria, essi risultino razionali e dunque massimizzatori della propria funzione di utilità; risulta conseguenziale pensare che le azioni perseguite dall'agente potrebbero non essere nel pieno interesse del *principal*. La divergenza che ne deriva costituisce un problema di agenzia, da cui derivano una serie costi impliciti soprattutto per il principale.

Pensiamo, ad esempio, al caso in cui un fondo di *private equity* acquisisca il controllo di una società in cui il *management* abbia delle forme di remunerazione basate sull'EBITDA. L'agente, in questo, caso potrebbe tagliare i costi per la ricerca e lo sviluppo, o il costo del lavoro - migliorando così la marginalità di breve termine, ma distruggendo valore nel medio-lungo - e dunque, agendo in maniera antitetica rispetto alle finalità del *principal*.

Si rendono così necessari strumenti adeguati al contrasto di tali comportamenti opportunistici, Jensen e Meckling nella loro trattazione esplicitano come sia impossibile per il principale allineare i suoi interessi con quelli dell'agente a costo zero, bensì dovrà sostenere almeno tre differenti costi:

1. Incentivi appropriati: possiamo citare le *stock based compensation*, come anche i contratti di *put options* soprattutto negli investimenti di tipo *seed*.
2. Costi di monitoraggio: dotarsi di un sistema analitico che permetta il controllo costante dei risultati aziendali.
3. Costi residuali: pur essendoci una relazione positiva tra principale e agente, non sempre quest'ultimo agirà in totale accordo rispetto agli interessi del primo.

L'agente, invece, sostiene i cosiddetti costi di *bonding*, e dunque subisce delle limitazioni soprattutto sul piano della libertà decisionale e, in alcuni casi, limitazioni ai compensi. Non infrequentemente le limitazioni si configurano sotto forma di riduzione dei flussi di cassa, come puntualizzato dal sopra citato studio di M. Jensen del 1989. In questo caso i vertici d'impresa, data la riduzione delle risorse allocabili, sono incentivati al solo perseguimento di progetti altamente redditizi, sostenendo il costo derivante dalla limitazione delle iniziative perseguibili.

Dalle precedenti intuizioni ne consegue che: la divisione tra proprietà e controllo non può essere esente da frizioni tra le parti e, dunque, genererà degli oneri, sia nel caso in cui si voglia mitigare la divergenza di interessi e, soprattutto, nel caso in cui non si agisca per eliminare i problemi di agenzia.

A seguito di quanto esplicitato ci si pone le seguenti domande: nel momento in cui si acquisiscono i diritti di controllo di un'impresa, quali sono i costi da sostenere nell'acquisire un coinvolgimento diretto nell'operatività al fine di ridurre i contrasti? È auspicabile per il perseguimento della creazione di valore una mitigazione delle frizioni tra proprietà e controllo tramite un approccio di tipo *Hands-on*?

2.3.2 COSTI DI TRASMISSIONE DELLE CONOSCENZE

Se la riduzione dei costi di agenzia tramite un coinvolgimento persistente e diretto del fondo risulta essere, in prima battuta, una valida alternativa con riguardo alla minimizzazione dei conflitti d'interesse, dobbiamo valutare anche quelli che sono i costi di sostituzione, o più specificamente i costi di trasmissione delle conoscenze.

Come anticipato, vi sono settori che implicano conoscenze idiosincratiche particolarmente elevate, che non riguardano solo l'applicazione di elementi di carattere teorico, bensì dalla definizione di Jensen e Meckling (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995, p. 6) riguardano *“il riconoscimento di opportunità di arbitraggio, conoscenza di macchinari e risorse inutilizzate”* (ecc.).

Riprendendo da March and Simons (J. G. MARCH, H. A. SIMONS, 1958) il concetto di *“razionalità limitata”* possiamo attenderci che i singoli agenti abbiano competenze che risultano essere limitate, sia per la natura umana sia dato il livello della tecnologia di cui l'azienda dispone. Si conferma così l'intuizione di Hayek, favorevole ad un sistema decisionale decentralizzato. Ma come si è introdotto nel paragrafo 2.1.1, la divisione dei poteri su tutta l'organizzazione e dunque su soggetti che non godono dei diritti residuali

- soprattutto quando ci si riferisce a strutture eccessivamente piatte - comporta *agency cost* non indifferenti.

Nel nostro caso, più che sulla distribuzione dei poteri intesa in senso verticale, vogliamo studiare cosa comporta una sostituzione o un affiancamento dei soggetti che compongono la *governance*, e dunque vogliamo comprendere i costi associati al trasferimento delle informazioni dai precedenti componenti del *management* ai nuovi soggetti che acquisiscono i diritti e dunque prendono in carico l'organizzazione.

Sempre per Jensen e Meckling (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995, p. 18), la totale mancanza di conoscenze idiosincratiche ai vertici dell'impresa non può che comportare delle scelte sub-ottimali, pertanto, le soluzioni possibili per mitigare tali inefficienze, per gli autori, risultano essere due:

- Chi acquisisce il potere decisionale affronta dei costi per ottenere le conoscenze.
- Chi possiede già le conoscenze assume il controllo dell'impresa acquisendo il potere decisionale (casistica riscontrabile, ad esempio, nelle operazioni di MBO).

Nel primo caso, è necessario che le spese sostenute nel processo di trasmissione delle competenze non superino i benefici derivanti dal possesso delle stesse. Nel secondo caso il possesso delle conoscenze deve generare invece dei benefici complessivi che superino il valore di acquisizione dei diritti, che nel nostro caso si riferiscono ad azioni/quote.

A seguito di quanto esplicitato, ci si chiede: un approccio passivo, che lasci in mano il potere decisionale ai componenti apicali di un'organizzazione - soprattutto quando la stessa opera in settori ad alto contenuto di conoscenze idiosincratiche - è un valido strumento per la riduzione dei costi? E dunque, l'approccio di tipo *Hands-off* è da considerare sempre benefico nel processo di creazione di valore?

Capitolo terzo

Le strategie di crescita

3.1 Introduzione alle scelte strategiche: le leve del valore

“I giorni di gloria dei *private equity* sono finiti: troppi fondi sono alla ricerca di poche opportunità e molte di queste si riveleranno costose. Non finirà bene” (*trad., The Wall Street Journal*, 29 marzo 2015). L’estratto del *Wall Street Journal* risulta essere - volendo usare un eufemismo - leggermente pessimistico. Considerando che dal 2015 al 2023, escludendo il periodo COVID-19, negli USA come in Europa si sono vissuti anni particolarmente profittevoli per i fondi PE. Non si può però negare che ci sia un fondamento di verità all’interno di questa affermazione. Negli ultimi anni i gestori dei fondi hanno operato in un ambiente a tassi d’interesse particolarmente bassi - se non negativi - che hanno permesso un costo del *financing* modesto, se a questo si aggiunge il forte apprezzamento degli assets - che ha contraddistinto l’ultimo decennio -, è immediato risalire alle motivazioni che hanno portato le partecipate ad ottenere valutazioni stellari. Appena pochi anni dopo, questi presupposti sono stati stravolti. Le nazioni sviluppate si sono trovate ad affrontare livelli di inflazione vissuti per l’ultima volta nel 1983, così l’era delle politiche di *easing* delle banche centrali è giunta al termine a seguito di una naturale - e ormai da tempo agognata - normalizzazione delle politiche monetarie, avvenuta con l’aumento dei tassi d’interesse.

L’attuale mercato del debito risulta così essere particolarmente oneroso, le spese per interessi - derivanti dall’innalzamento del tasso base rappresentato dal *risk-free* ma anche da un aumento degli *spread* creditizi, soprattutto negli *States* - potrebbero portare le imprese a posticipare l’uso di *debt financing*. Anche i fondi, soprattutto quelli che operano con strategie di *leveraged buyout*, sono direttamente coinvolti dall’attuale politica monetaria. Restano però salde le peculiari caratteristiche dell’equity, che rispetto al debito risulta essere, come definito da Gervasoni-Sattin: “una forma di capitale paziente” (A. GERVASONI, F. L. SATTIN, 2020, p. 50) e dunque preferibile rispetto al debito che richiederebbe flussi di cassa stabili a servizio dello stesso.

Conseguentemente, allo scenario sfavorevole sul mercato del debito si aggiunge la compressione delle valutazioni. Da una ricerca condotta da Statista, i multipli di ingresso sono passati da una media di x13.8 volte *Enterprise Value*/EBITDA nel 2021 a x12.5 al 2023, perdendo così 1.5 punti. È chiaro che, ora più che mai, l'attenzione dei gestori deve passare sulle performance operative; dunque, il solo acume finanziario non risulta più sufficiente a generare rendimenti che possano essere considerati soddisfacenti per il settore *PE*. Quest'ultima considerazione è supportata dai dati al 2023 di S&P, che evidenziano un valore record del *dry powder*¹⁶ di 2.6\$/Tn, evidenziando come i fondi, attualmente, trovino difficoltoso individuare nuove idee d'investimento.

I gestori, dunque, devono focalizzarsi su strategie che permettano una crescita organica del fatturato e concentrarsi sull'espansione dei margini per bilanciare la compressione dei multipli, generando valore in prospettiva dell'*exit*.

Ulteriore elemento degno di considerazione è la sempre maggiore competitività dei *business*, che implica la necessità di un aumento di scala delle aziende per sopravvivere alla concorrenza. In alcuni contesti, soprattutto quello bancario, le dimensioni dell'impresa sono state centrali anche come elemento di difesa contro *takeover* ostili, pur quando l'accrescimento si rivelava antieconomico.

Da queste considerazioni comprendiamo l'importanza delle linee strategiche adottate dalle imprese, che necessitano di uno sviluppo sia di tipo qualitativo, che quantitativo, per sopravvivere alle forze concorrenziali (Y. DURMAZ, A. ILHAN, 2015, p. 1).

Dal punto di vista quantitativo possiamo valutare l'espansione aziendale mediante le metriche e indici di bilancio: fatturato, totale attivo, rendimento dell'attivo, numero di dipendenti (ecc.). Il lato qualitativo è di più complessa valutazione e presuppone: efficientamento nei processi di produzione, miglioramento delle relazioni con i clienti e valorizzazione del capitale umano e della tecnologia. Ovviamente, le trasformazioni di tipo qualitativo sono spesso legate a variazioni in termini quantitativi, e dunque le due variabili sono fortemente correlate tra loro.

Come precedentemente evidenziato nel paragrafo 1.5.1, l'ingresso nel capitale da parte del fondo non implica il solo apporto di nuova liquidità, ma permette l'ottenimento di una serie di *benefit* di cui godrà l'impresa *target*. In particolare, si erano specificati i vantaggi

¹⁶ Il "*dry powder*" è il capitale che gli investitori hanno impegnato, ma che non è stato ancora richiamato dai gestori del fondo per essere allocato in un investimento specifico.

in termini di *network* e di *soft skills*, considerati come elementi necessari nell'ottica di un miglioramento qualitativo e dunque utili allo sviluppo interno dell'azienda.

Nel caso di business maturi che godono di un'operatività ormai consolidata, il piano strategico potrebbe però non basarsi esclusivamente su miglioramenti generati internamente dall'impresa, bensì la strategia potrebbe poggiare sulla ricerca di opportunità all'esterno del perimetro aziendale. Questa casistica è tipica nelle operazioni di *buyout*, in cui oltre alla massimizzazione dell'efficienza dei processi già interni all'azienda, si procede alla ricerca di operazioni di *M&A* che diano nuovo slancio alla redditività d'impresa, tramite la creazione di sinergie e l'eventuale espansione verso nuove aree geografiche.

Volendo formalizzare quanto sopra esposto, possiamo dividere le fasi dei *deals* seguendo la dottrina comunemente accettata (S. CASELLI, G. NEGRI, 2018, p. 54). In particolar modo, quando ci si riferisce ad operazioni di *expansion financing*, le fasi di sviluppo dell'investimento possono essere divise in due sottocategorie: *second-stage financing* e *third-stage financing*, nella prima si va a supportare la crescita aziendale mediante l'aumento della produzione affiancando campagne di marketing aggressive, soprattutto in quei settori che risultano particolarmente concorrenziali. Nel *third-stage financing*, a seguito del consolidamento del *business*, si ideano strategie atte ad aumentare la penetrazione del mercato e si procede alla creazione di nuovi piani di sviluppo, questi ultimi possono essere perseguiti mediante la diversificazione del portafoglio prodotti e la creazione di nuove fabbriche prodotto/servizio, quindi ampliando le proprie capacità in senso sia verticale che orizzontale. Questo presuppone uno sviluppo interno o strategie di acquisizione, che non sempre prevedono una diversificazione a bassa intensità¹⁷.

3.2 Crescita per linee esterne, *Buy and build*

Si definiscono “strategie di crescita per linee esterne” le modalità di espansione d'impresa facenti ricorso ad operazioni di finanza straordinaria (i.e. fusioni ed acquisizioni), esse risultano essere particolarmente convenienti poiché permettono il rapido sviluppo di rami di azienda, l'ingresso in nuovi mercati e la creazione di sinergie.

¹⁷ Con il termine intensità ci si riferisce alla distanza (in termini di prodotto, mercato e/o risorse) che c'è tra la nuova area di business e quelle già esistenti; quindi, più sarà distante la nuova area, tanto maggiore sarà l'intensità.

I fondi di *private equity* utilizzano strategie *buy and build* quando decidono di sviluppare la crescita delle società partecipate, definite come *platform*, facendo ricorso ad operazioni sul mercato *M&A* e dunque tramite l'acquisto di rami d'azienda, o interi *business*, definiti *add-on*, con l'idea di accelerare o espandere le capacità di crescita della *platform*.

Le operazioni di *merger* si configurano tramite l'integrazione di due o più società che uniscono in un'unica entità giuridica attività e patrimoni. Tale processo può avvenire: mediante fusione pura, con la creazione di una nuova società; oppure tramite fusione per incorporazione, dove una delle imprese incorpora l'altra, che cessa di esistere come soggetto giuridico autonomo. Le operazioni di *acquisition* consistono invece nell'acquisto del controllo di un'altra impresa da parte di un'impresa acquirente detta *bidder*. A seconda delle modalità adottate, la *target*, può essere integrata completamente, perdendo così la propria autonomia giuridica, oppure rimanere formalmente esistente ma sotto una partecipazione di maggioranza della *bidder*, che ne assume il controllo dei diritti su beni materiali e immateriali, inclusi marchi e brevetti.

Possiamo effettuare un'ulteriore distinzione all'interno di questo mercato (Y. DURMAZ, A. ILHAN, 2015, p. 213), andando a valutare la tipologia di operazione in base alla *target* coinvolta. In particolare, avremo: forme di crescita di tipo orizzontale, ossia l'acquisizione o la fusione di imprese che operano nel medesimo settore della *bidder*; o una crescita di tipo verticale, quando la *target* opera nella filiera – sia a monte che a valle – della *platform*. La capacità di selezione del deal e la successiva integrazione sono momenti critici per il fondo, in quanto valutazioni errate su questo versante sarebbero particolarmente onerose sotto il profilo della creazione di valore, rischiando addirittura di distruggere lo stesso.

Qualsiasi sia la tipologia di *deal*, il ruolo del *private equity* in questi casi può essere duplice: di advisor, gestendo il processo di *screening*, la valutazione della *target*, la strutturazione dell'operazione, e occupandosi delle modalità di *founding*, avendo così un ritorno tramite compensi legati ai servizi di consulenza prestati; ovvero può acquisire direttamente l'*add-on* con lo scopo di integrarla all'interno della *platform*, e dunque il ritorno dall'operazione avverrà tramite la valorizzazione dell'investimento in fase di *exit*. Nell'ultima casistica menzionata il fondo può operare tramite investimento diretto, o mediante una società di comodo, detta *special purpose vehicle (SPV)*. Nel primo caso l'investitore *private equity* andrà a sottoscrivere nuove azioni iniettando liquidità all'interno della *venture-backed company*, e procederà successivamente all'operazione. Questa modalità è utilizzata nel

caso in cui le sinergie realizzabili dall'operazione risultino essere molto elevate; quindi, la *platform* con la concessione di nuovo *equity* condividerà i risultati futuri con il fondo. Nel secondo caso invece si utilizzerà una *SPV* che si configurerà come entità separata rispetto alla *venture-backed company*, in contrapposizione rispetto alla precedente modalità, le strategie di *financing* sono perseguite sfruttando il canale bancario, e dunque mediante l'utilizzo di capitale di debito. Si utilizza questa strategia per differenti motivazioni, le più comuni possono riguardare:

- le elevate necessità finanziarie della *venture-backed company*, che potrebbe non voler sottoscrivere direttamente nuovo debito per effettuare l'operazione;
- l'impresa non vuole condividere i benefici derivanti dalle sinergie con il fondo.

Fine ultimo delle operazioni *buy and build* è dunque la creazione di un maggior valore d'impresa a seguito dello sviluppo di sinergie, per Caselli – Negri (S. CASELLI, G. NEGRI, 2018, p. 56), una buona riuscita dell'operazione permette alle imprese *after merger* di avere minori costi di produzione sfruttando le economie di scala e di scopo, risultato coerente con gli studi di V. Acharya e, inoltre, una maggior capacità di utilizzo del leverage permessa anche da un miglioramento dello *score* creditizio. Gli autori inoltre individuano cinque elementi che determinano la fattibilità di un'operazione *M&A*:

- Motivazioni strategiche: un'operazione di fusione o acquisizione può incidere notevolmente sulla competitività del business, andando ad aumentare la sua quota di mercato (si pensi a operazioni di crescita orizzontale), o può permettere il riposizionamento del portafoglio e l'apertura verso nuove geografie.
- Motivazioni economiche: tramite l'integrazione delle due imprese, si possono sfruttare economie di scala e di scopo, che permettono la riduzione dei costi unitari e l'aumento della marginalità d'impresa. Molti studi, inoltre, puntano la loro attenzione sulla capacità di acquisire non solo nuova capacità produttiva, ma anche il *know-how* dell'impresa *target*.
- Motivazioni finanziarie: le operazioni di acquisizione permettono la realizzazione di nuovi investimenti futuri, che probabilmente sarebbero stati troppo onerosi prima dell'operazione, questo è dato dalla nuova scala dell'impresa e dal frequente miglioramento delle condizioni di *financing* dopo l'integrazione dei due *business*.
- Motivazioni fiscali: in alcuni casi, soprattutto quando la *target* vanta crediti fiscali, l'operazione può generare ritorni dal lato della tassazione. Questa situazione è

comune nell'acquisizione di *target* che si trovano nella fase iniziale del loro ciclo di vita e che quindi risultano spesso essere in perdita. Nel caso europeo la normativa, tramite la creazione di determinate strutture societarie, permette la riduzione della tassazione tramite lo sfruttamento di asimmetrie fiscali tra i diversi paesi.

- Motivazioni di tipo speculativo: quando le aspettative tra acquirente e venditore sono differenti rispetto al futuro di un determinato settore o dell'impresa, la parte che riesce a cogliere l'entità delle sinergie derivanti dall'operazione potrebbe estrarre valore dal conseguimento della stessa.

Si segnala che l'importanza di queste strategie è stata più volte evidenziata, già Nikoskelainen e Wright (E. NIKOSKELAINEN, M. WRIGHT, 2007) tramite un campione di 321 operazioni di *buyout* avvenute nel Regno Unito, riscontrarono livelli di IRR¹⁸ sistematicamente maggiori nei fondi che implementavano strategie di crescita *buy and build* rispetto a coloro che, alternativamente, utilizzavano linee strategiche di tipo organico. Stessi miglioramenti sono riscontrabili sul piano della marginalità e dei multipli (V. ACHARYA, *et al.*, 2013, p. 19) soprattutto quando i *managers* del fondo hanno condotto precedenti esperienze in ambito economico-finanziario (i.e. *ex investment bankers*, *commercialisti*), in questo caso lo studio è stato effettuato su un campione di 395 *deals* in Europa occidentale.

3.3 Crescita per linee interne

In linea con i risultati di Nikoskelainen, Wrigh e Acharya, una ricerca McKinsey¹⁹ - tramite un campione di società estratte dall'S&P500 - evidenzia la propensione dei CEO ad effettuare operazioni di *M&A* contribuendo ad un apprezzamento medio dell'*equity* di circa il 30% in media. Lo studio esplicita anche la frequenza delle transazioni, in particolare, nei primi quattro anni dall'insediamento nel CDA, si riscontra una media di 1.2 operazioni al secondo anno e 1.1 per il terzo ed il quarto.

¹⁸ L'IRR è il tasso di attualizzazione che rende nullo il valore attuale di un investimento. Esso è pertanto quel tasso che rende il valore attuale dei flussi pari a zero. Il calcolo di questo tasso è effettuato solitamente per valutare la convenienza di un investimento, tramite il confronto dello stesso con il *cut-off rate*.

¹⁹ McKinsey, The organic path to growth

Dal quinto anno in poi le evidenze sono opposte, le linee esterne vengono sfruttate una volta ogni due anni in media, rendendo così necessario lo sviluppo di nuove strategie atte a perseguire la crescita d'impresa.

Tuttavia, non sempre avviene questa transizione, spesso le società vivono lunghi periodi di sviluppo interno prima di effettuare una qualsivoglia operazione di tipo M&A, soprattutto quando esse sono di piccole dimensioni, come nel caso italiano.

Si necessita così di una linea strategia di tipo organico, espressa sotto la forma di uno sviluppo delle condizioni economiche e organizzative d'impresa, con l'obiettivo di aumentare i ricavi ed espandere il portafoglio prodotti, mediante un accrescimento dell'attivo, la creazione di rapporti fiduciari e stabili con la clientela e tramite l'innovazione nei processi di produzione (R.F. BRUNER, 2004, p. 44-50).

Le strategie utilizzabili possono essere di tre tipi (Y. DURMAZ, A. ILHAN, 2015, p 211-212):

- *Intensive Growth strategy*: perseguibile mediante penetrazione del mercato, segmentazione della clientela e sviluppo dei prodotti.
- *Diversification strategy*: diversificazione di prodotto e accesso a nuovi canali di vendita mediante strategie di diversificazione geografica e settoriale.
- *Modernization strategy*: implementazione di nuovi processi e/o attivo fisso in ottica di efficientamento nell'utilizzo delle risorse, massimizzazione della produzione e costi unitari inferiori.

Ognuna delle strategie sopra riportate necessita ovviamente di nuova finanza per l'acquisizione dell'attivo e per la copertura del circolante, motivo per cui le linee di crescita organiche vedono il *private equity* entrare in competizione con il canale bancario e altre istituzioni finanziarie. I vantaggi derivanti dall'*equity financing* non sono esclusivamente di tipo finanziario, ma sottintendono un supporto di tipo strategico-manageriale, e forniscono una rete di contatti da cui si può attingere durante la ricerca di nuovi potenziali clienti e fornitori.

Buona parte della letteratura considera questa tipologia di operazioni come subottimali rispetto alle strategie di crescita per linee esterne; tuttavia, i pareri risultano essere contrastanti e il risultato dell'implementazione delle strategie è spesso attribuito alla fase del ciclo di vita in cui si trova la *target*.

Capitolo Quarto

I criteri gestionali

4.1 Matrice strategico-gestionale: collocazione dei fondi

L'incipit della nostra analisi è dato dalla separazione dei fondi secondo il criterio gestionale. La raccolta dati effettuata tramite la lettura degli *investment memorandum*, ove disponibili, e tramite le dichiarazioni pubbliche sulla strategia utilizzata, ha permesso di creare una prima distinzione degli approcci di *governance*, seguendo le classificazioni *Hands-on* ed *Hands-off*.

L'analisi risulta così essere di tipo qualitativo, e dunque potrebbe risentire di valutazioni personali; il lettore potrà consultare in appendice metodologica i criteri che hanno portato all'inserimento dei fondi nella prima dimensione matriciale.

La categorizzazione è avvenuta seguendo il criterio di discernimento adottato da Caselli (Caselli, Private Equity e Venture Capital) secondo il quale:

- Hands-On: rappresenta la casistica in cui il *Private Equity Investor* non solo dà supporto dal punto di vista della certificazione o di *networking*, ma opera insieme all'imprenditore nel gestire attivamente l'impresa;
- Hands-Off: il *Private Equity Investor* dà supporto in termini di *networking*, certificazione e conoscenze, ma l'azienda è gestita attivamente dall'imprenditore, il suo dell'investitore in termini operativi, è dunque marginale e di solo supporto.

Ciò che differisce nelle due modalità di partecipazione è dunque dato dal grado e dalla natura dell'intervento del fondo nell'azienda partecipata. In particolare, una modalità di gestione attiva presuppone che vi sia:

- Un coinvolgimento strategico: il fondo parteciperà attivamente alla definizione delle linee strategiche d'azienda, e dunque sarà coinvolto in scelte quali mercati d'approdo, portafoglio prodotti, operazioni di finanza straordinaria (...).

- Supporto operativo: verranno messe a disposizione della partecipata le competenze specifiche e generiche, nonché accesso al *network* con lo scopo di sostenere la fase operativa.
- Rafforzamento del *Management*: si andrà ad intervenire direttamente nella scelta, nella valutazione e nel potenziamento dei soggetti che popolano i vertici della struttura di *governance*, affiancandoli e, in alcuni casi, sostituendoli.

Alternativamente, l'attenzione sarà orientata più al risultato che alle strategie utilizzate per il conseguimento dello stesso. Il fondo sarà dunque un partner di tipo finanziario più che operativo, aiutando l'impresa a sopperire il fabbisogno finanziario e monitorando la partecipata tramite *KPI* specifici, con un coinvolgimento che spesso si configura in termini consulenziali, e lasciando dunque autonomia gestionale all'imprenditore.

È opportuno specificare che, nel prosieguo del capitolo, andremo a valutare i fondi presupponendo che si muovano utilizzando la stessa strategia, assunzione che riteniamo essere appropriata per le scelte di *governance* adottate ma che potrebbe essere particolarmente restrittiva sul lato delle scelte strategiche.

Quest'ultimo punto può dipendere, in prima battuta, dalla fase del ciclo di vita in cui l'azienda riceve il *financing* – problema in parte mitigato dalla composizione del nostro campione, contenente esclusivamente imprese già mature – e, comunque, dipende direttamente dalla linea strategica che l'impresa ha intenzione di perseguire. Dunque, la strategia adottata dal fondo può variare in base al caso specifico, come d'altronde ribadito in molte delle dichiarazioni sulle strategie d'investimento analizzate. Motivo per cui la seconda dimensione d'analisi sarà individuata e studiata facendo specifico riferimento alle singole operazioni campionate, questa suddivisione verrà condotta nel capitolo successivo.

A seguito della nostra analisi si è giunti - su un totale di 42 fondi analizzati - ad ottenere la seguente suddivisione:

- *Hands-on*: 32 fondi (76,18%);
- *Hands-off*: 10 fondi (23,82%);

Di seguito si riporta la matrice - compilata seguendo le logiche sopra esplicitate - dei fondi presenti nel campione.

Collocazione dei fondi secondo il criterio gestionale:

Hands-off	Hands-on
Azimut Libera Impresa Equilybra Capital Partners Redfish Longterm Capital SpA Ambienta SGR Ardian CDP Equity Charme Capital Partners SGR SpA DeA Capital NB Renaissance Partners Holdings Sarl Xenon Private Equity	AGIC Capital Aksia Group SpA Apheon Armonia SGR Charterhouse Development Capital Ltd Chequers Capital Cronos Capital partners Gradiente SGR Green Arrow Capital H.I.G. European Capital Partners LLP HAT Sicaf SpA Lone Star Global Acquisitions Ltd Progressio SGR Searchlight Capital Partners LP Vertis SGR 21 INVEST SPA Alcedo SGR Alto Partners Apax Partners Astorg Partners SA Augens Capital B4 Investimenti SGR Bain Capital LP Clessidra SGR CVC Advisers Ltd Iniziativa Gestione Investimenti SGR SpA InvestCorp One Equity Partners Permira Ltd Progressio SGR Wise Equity SGR Xyence Capital SGR SpA

Matrice degli approcci secondo il criterio gestionale – collocazione dei fondi in ragione dell'analisi qualitativa

La natura stessa del *Private Equity*, nonché le evidenze empiriche, dimostrano come i fondi prediligano un approccio *Hands-on*, individuando questa occorrenza in circa il 76% del dei casi analizzati.

Le dichiarazioni comuni dei fondi che abbiamo inserito nella sezione *Hands-on* pongono l'accento su: la stretta collaborazione con gli imprenditori e il management, in alcuni casi, modificando le componenti di vertice; nonché occupandosi direttamente della selezione del personale; lo sviluppo dei piani industriali; la delineazione delle linee strategiche; l'utilizzo della rete di contatti sia per ampliare i canali di vendita che per migliorare la

catena di fornitura e, in alcuni casi, si è anche dimostrata la volontà di integrare pratiche conformi ai principi ESG.

Alternativamente, i fondi *Hands-off* dichiarano di non intervenire direttamente nella gestione operativa d'impresa, agendo solamente come partner finanziari e supportando l'azienda tramite l'apporto di *benefit* quali la rete di contatti a disposizione del fondo e, comunque, garantendo piena autonomia gestionale, intervenendo esclusivamente nella definizione degli obiettivi a lungo termine o nel caso di sostanziali deviazioni rispetto al piano industriale.

In linea con la letteratura di riferimento, lo stile di gestione dei *General Partners* non si configuri come una scelta casuale. Evidenze dimostrano che le motivazioni alla base dell'approccio gestionale adottato derivino in buona parte dalla specializzazione settoriale del fondo. Questo è supportato dagli studi condotti da C. Jungwirth e P. Moog, le quali hanno indagato sul rapporto tra il livello tecnologico dell'impresa e le modalità di gestione e di governo della stessa.

4.2 Il ruolo della specializzazione nelle strategie di governance

A seguito della categorizzazione effettuata nel paragrafo 4.1, sono emerse delle riflessioni sulle motivazioni che portano un fondo a preferire un determinato approccio gestionale. Uno spunto di ricerca è dato dai risultati ottenuti dal già citato paper di C. Jungwirth e P. Moog (C. JUNGWIRTH, P. MOOG, 2004, p. 109), che avevano studiato il fenomeno su un campione di operazioni *private equity* realizzate nel nord Europa. Le due autrici nel loro studio avevano individuato come strategie di tipo passivo fossero associate ad operatori attivi nel segmento dell'high tech (e più in generale, ad elevate competenze specifiche), alternativamente, in imprese operanti in settori richiedenti un minor grado di *technicality*, gli operatori tendono ad assumere uno stile di gestione *Hands-on*.

Queste considerazioni permettono di verificare nella realtà gli assunti di M. Jensen e W. Meckling, sottintendendo che, nel caso in cui il costo marginale di trasferimento delle conoscenze superi il beneficio marginale derivante dal controllo diretto d'impresa, è più conveniente sostenere i costi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo piuttosto che acquisire conoscenze specifiche. Alternativamente le *industry* di tipo generico, e quindi a basso grado di contenuto tecnologico, permettono l'esercizio di un maggior livello di coinvolgimento nelle scelte di governo, poiché in questo caso i costi

derivanti dai problemi di agenzia supererebbero, in linea teorica, i costi derivanti dalla trasmissione delle conoscenze.

Ulteriormente, sebbene possa a primo impatto sembrare controintuitiva l'intuizione che: maggiore sia la complessità del settore in cui opera l'impresa minore sia il coinvolgimento del fondo, vi sono evidenze nella letteratura (S. GIFFORD, 1997, p.2 e ss.) che esista un *trade-off* tra il tempo dedicato alla selezione e quello allocato sulla gestione degli investimenti.

I fondi che operano nel segmento *high-tech* - definito come specifico - preferiscono allocare buona parte del loro tempo nella fase di *screening* e, tendenzialmente, selezionano aziende che godono di un *business* già consolidato, che richiede dunque un minore sforzo nella successiva fase di gestione. Le caratteristiche di queste imprese richiedono ai gestori un grado di coinvolgimento marginale, essi dunque non necessiteranno di effettuare un monitoraggio costante ma semplicemente una gestione indirizzata alle strategie di lungo periodo, adottando di fatto un approccio passivo.

Alternativamente, i gestori operanti in settori richiedenti competenze di tipo generico, allocano buona parte del loro tempo alla gestione della partecipata, più che sulla selezione della stessa, rendendo necessaria non solo la scelta delle strategie e degli indirizzi di lungo termine, ma agendo anche nell'operatività d'impresa. Questo modello è tipico nelle casistiche di *active ownership*, ossia dei casi *Hands-on*.

Dati i risultati derivanti dalla letteratura di riferimento, nel tentativo di comprendere la robustezza della categorizzazione effettuata nel paragrafo 4.1, si è cercato di replicare i risultati del suddetto studio, volendo così indagare sull'eventuale presenza di una relazione significativa tra *technicality* e stile di gestione all'interno del nostro campione.

Il primo passo della ricerca ha richiesto l'individuazione del settore di operatività dell'impresa; pertanto, tramite l'estrazione delle descrizioni NAICS 2017 abbiamo ottenuto, oltre al settore di riferimento, una breve descrizione sull'attività operativa tipica delle imprese campionate, elemento utile per la successiva fase dell'analisi.

A seguito della prima estrazione dei dati, si è definito il grado di conoscenze implicito nel settore, etichettando come "specifici" i settori che richiedono elevate competenze tecnico/scientifiche e un capitale tecnologico o impiantistico rilevante (es. industria chimica, farmaceutica, meccanica di precisione). Alternativamente, i settori definiti da Jungwirth e Moog sotto l'accezione esplicativa di "*coffee to go*", e dunque caratterizzati da produzioni di tipo standardizzato, e prodotti altamente "*commoditizzati*", rientrano nella categoria "generalisti". Pur essendo una valutazione di tipo qualitativo, l'analisi settoriale

è avvenuta seguendo ove possibile la classificazione Eurostat/OCSE, che distingue le attività manifatturiere e dei servizi in base all'intensità tecnologica propria del settore (per la manifattura). In particolare, le quattro categorie sono individuate dalle sigle:

- HIT (alta intensità tecnologica e di conoscenze): quindi la produzione di componenti elettronici, l'industria farmaceutica, manifattura di aerei e veicoli aereospaziali;
- MHT (medio-alta intensità tecnologica e di conoscenze): prodotti chimici, fabbricazione di armi e munizioni, materiale elettrico, macchinari e attrezzature, autoveicoli e rimorchi e mezzi di trasporto, fabbricazione di strumenti e forniture mediche e odontoiatriche;
- MLT (medio-bassa intensità tecnologica e di conoscenze): fabbricazione prodotti in gomma o plastica, fabbricazione di prodotti in metallo esclusi macchinari e attrezzature e armi e munizioni
- LOT (bassa intensità tecnologica): fabbricazione di prodotti alimentari, bevande, prodotti del tabacco, prodotti tessili, abbigliamento, legno, carta e correlati, mobili.

Le imprese con descrizione NACE assimilabile alle categorie HIT e MHT sono state definite come "specifiche", alternativamente le categorie MLT e LOT sono state inserite nella sezione "generaliste". Per quanto riguarda le imprese operanti nel segmento dei servizi, essendo nel nostro campione attività di consulenza professionale - e dunque ad elevato contenuto di conoscenze specifiche - sono state anch'esse inserite nella categoria "specifiche".

TECHNICALITY DELLE IMPRESE PARTECIPATE



Figura 4 – Nostre elaborazioni, distribuzione delle imprese partecipate tra settori generalisti e specifici

I fondi attivi (*Hands-on*) - coerentemente con quanto già dimostrato dalle due autrici - risultano avere un portafoglio di tipo composito, al contrario, una percentuale più rilevante di imprese operanti in settori ad alto livello di specializzazione (circa il 70%), sono partecipate da fondi con approcci di governance di tipo *Hands-off* (figura 4).

La relazione tra *technicality* della partecipata e la strategia di *governance* adottata è stata successivamente analizzata dal punto di vista statistico, tramite un test Chi-quadrato (X^2) che ci permette di testare la dipendenza o l'indipendenza tra le frequenze delle variabili qualitative ordinate in una tabella a doppia entrata. Il test è comunemente utilizzato per verificare se le frequenze dei valori osservati si discostino o meno da delle frequenze di tipo teorico stimate, con la finalità di valutare se vi siano differenze tra le osservazioni e la distribuzione teorica, e se esse siano totalmente imputabili al caso o se, alternativamente, risultino essere sostanziali evidenziando la presenza di una relazione di dipendenza statisticamente significativa.

Le frequenze campionarie derivano dal numero di osservazioni che abbiamo all'interno del campione, mentre le frequenze teoriche sono state calcolate secondo la seguente:

$$\hat{F}_{i,j} = \frac{(a_i * b_j)}{N}$$

Dunque, tramite il prodotto tra il totale di riga ed il totale di colonna per l'elemento i,j -esimo diviso il totale delle osservazioni, otteniamo le frequenze teoriche. Il risultato è riportato nella tabella che segue (tabella 2):

FREQUENZE TEORICHE INDIPENDENZA ($\hat{F}_{i,j}$)	Generalista	Specifica
Hands-off	11,5	11,5
Hands-on	29,5	29,5

Tabella 2 – Frequenze teoriche stimate per test Chi-quadro

L'obiettivo sarà valutare se lo scostamento tra le osservazioni e i valori stimati sia rilevante, indicando così una relazione di dipendenza tra le variabili. Alternativamente, se i valori campionari (tabella 3) fossero particolarmente vicini ai valori teorici, il test ci segnalerebbe una forma di indipendenza tra le variabili.

FREQUENZE CAMPIONARIE ($F_{i,j}$)	Generalista	Specifica
Hands-off	7 (30,4%)	16 (69.5%)
Hands-on	34 (57,6%)	25 (42.4%)

Tabella 3 – Frequenze campionarie sulle 82 operazioni, tra parentesi le frequenze di riga in percentuale

La variabile test X^2 si otterrà tramite sommatoria degli scarti quadrati tra le frequenze osservate e quelle teoriche pesando il risultato sulle frequenze teoriche, secondo la seguente:

$$X^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \frac{(F_{i,j} - \hat{F}_{i,j})^2}{\hat{F}_{i,j}}$$

I risultati ottenuti evidenziano un Chi-quadrato di 4,89 ed un valore massimo del test pari a 82, corrispondente al numero di osservazioni moltiplicato per i gradi di libertà (1), che identifica il risultato del test nel caso di massima dipendenza dei dati. Il valore normalizzato del test risulta così pari a 5,97%, evidenziando una certa forma di dipendenza tra i dati.

Infine, è stato eseguito un test di ipotesi così strutturato:

H_0 : La distribuzione osservata è conforme alla distribuzione teorica

H_1 : La distribuzione osservata differisce significativamente dalla distribuzione teorica

Il non rifiuto dell'ipotesi H_0 indicherebbe che i dati non condividano alcun tipo di relazione, alternativamente, avremmo conferma statistica della significatività del legame tra l'approccio *Hands-on* e le imprese di tipo generalista e gestioni di tipo *Hands-off* a società operanti in settori ad elevato grado di specializzazione.

Il risultato del test ci dà un *p-value* di 2,69%, e dunque possiamo rifiutare l'ipotesi nulla ad un livello di significatività del 5%, evidenziando così una sostanziale differenza dei dati rispetto alla distribuzione teorica calcolata. Possiamo concludere che vi sia una forma di dipendenza tra le variabili di *governance* e la *technicality* del settore. La *tabella 4* sintetizza i risultati del test condotto²⁰.

Chi-quadrato	4,89
Chi-quadrato massimo	82
Chi-quadrato normalizzato	5,97%
<i>p-value</i>	2,69%
Indice V di Cramer	24,43%

Tabella 3 – sintesi delle statistiche del test Chi-quadrato delle frequenze su dati qualitativi

Avendo dimostrato che, l'approccio del gestore è dipendente dal settore di riferimento, si è voluto ulteriormente indagare sull'organico del fondo. In particolare, si è tentato di identificare se vi fossero delle differenze- tra gestori attivi e passivi - in termini di competenze impiegate. Così, durante la fase di raccolta dati, oltre ad individuare le dichiarazioni dei gestori mediante l'utilizzo di vari canali d'informazione, si è utilizzata la piattaforma LinkedIn non solo allo scopo di ottenere alcune dichiarazioni in merito all'approccio utilizzato (ad esempio consultando il materiale di marketing e le interviste), ma inoltre, abbiamo ricavato dati riguardanti i titoli di studio dichiarati dagli utenti che risultano attualmente impiegati dai fondi presenti nel campione.

Com'è possibile immaginare, la totalità di essi impiega soggetti che hanno compiuto studi in ambito Economico-Finanziario e di Amministrazione aziendale, troviamo inoltre una componente di studi legati al marketing, e nell'ambito legale. Dato interessante è la presenza di soggetti che hanno affrontato un corso di studi in ambito STEM (*figura 5*).

²⁰ Jungwirth e Moog (C. JUNGWIRTH, P. MOOG, 2004) – tramite l'uso di questionari per la valutazione delle competenze generiche e specifiche dei gestori del fondo – giungono nel loro studio a conclusioni simili. Dalla loro ricerca si evidenzia inoltre l'importanza della vicinanza del fondo alla sede dell'impresa, dimostrando che i fondi che operano in aree geografiche ristrette, tendono ad avere solitamente un coinvolgimento attivo nella gestione delle partecipate, rispetto a coloro che tendono a non avere restrizioni di tipo geografico.

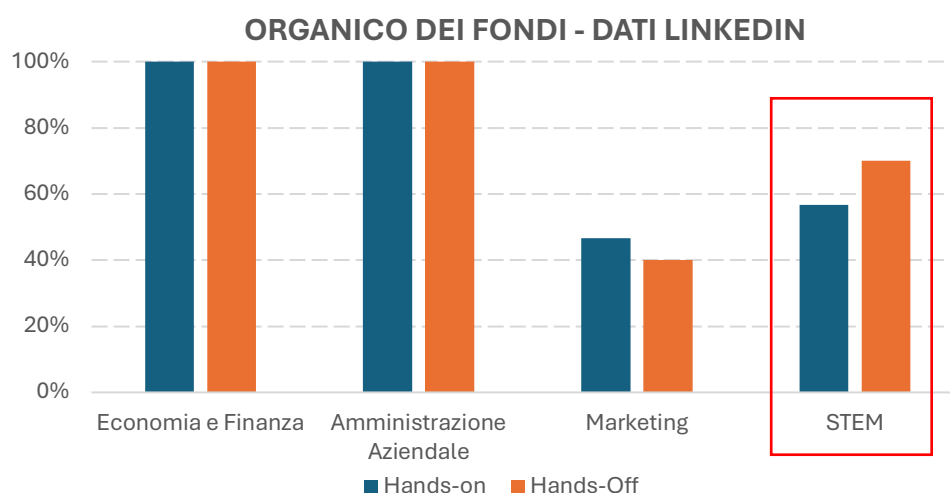


Figura 5 – Nostre elaborazioni, titoli di studio dichiarati dall'organico dei fondi analizzati

Il 70% dei fondi che utilizza un approccio di tipo *hands-off* - che come abbiamo visto opera principalmente in *industries* ad elevato grado di competenze specifiche - impiega soggetti che posseggono competenze di tipo scientifico-ingegneristico, a differenza dei fondi *hands-on* - meno sbilanciati su settori *high-tech* -, dove circa il 50% di essi ha all'interno figure che hanno conseguito titoli universitari in ambito STEM.

Anche in questo caso è stata effettuata un'analisi di tipo Chi-quadrato. Il test è stato impostato ponendo come etichette di riga l'approccio di *governance* adottato (*Hands-on*, *Hands-off*) mentre, per le etichette di colonna, si sono create due categorie che indicano la presenza di organico con titoli di studio in ambito scientifico-ingegneristico (identificata in tabella come "STEM"), mentre l'altra categoria (identificata con l'etichetta "Altre") ricomprende tutte le altre tipologie di studi non STEM, e dunque l'ambito economico-giuridico e umanistico. Tuttavia, in questo caso non vi sono sostanziali differenze rispetto alla distribuzione teorica calcolata, e dunque, non si può stabilire alcuna forma di dipendenza rispetto ad una relazione tra approccio utilizzato e figure all'interno del fondo aventi conoscenze specifiche (tabelle 4, 5 e 6).

FREQUENZE CAMPIONARIE ($F_{i,j}$)	Hands-off	Hands-on
STEM	7	18
Altre	38	116

Tabella 4 – Frequenze osservate dei titoli di studio dichiarati dall'organico del fondo (fonte: LinkedIn)

FREQUENZE TEORICHE INDIPENDENZA ($\hat{\mathcal{F}}_{i,j}$)	Hands-off	Hands-on
STEM	6,28	18,72
Altre	38,72	115,28

Tabella 5 – Frequenze teoriche dei titoli di studio dichiarati dall'organico del fondo (fonte: LinkedIn)

Chi-quadrato	0,13
Chi-quadrato massimo	179
Chi-quadrato normalizzato	0,07%
p-value	97,88%
Indice V di Cramer	2,66%

Tabella 6 – sintesi delle statistiche del test Chi-quadrato

Alla luce di quest'ultima analisi ricaviamo che i fondi che impiegano soggetti che hanno competenze di tipo specialistico non adottano un approccio piuttosto che un altro, ma semplicemente potrebbero utilizzare queste figure in due momenti differenti del processo di investimento, in linea con le considerazioni effettuate da S. Gifford. I fondi *Hands-off* potrebbero impiegare queste figure nella valutazione della società e dunque nella fase di screening, mentre i fondi con approcci attivi potrebbero utilizzare soggetti con competenze specifiche anche nella gestione dell'operatività d'impresa, e dunque garantendo alla partecipata un supporto di tipo tecnico.

Sintetizzando quanto emerso dagli studi, si evince che i fondi passivi tendono ad allocare parte del loro tempo nella ricerca delle imprese su cui effettuare gli investimenti e, come indicato dai risultati del test chi-quadro, si concentrano soprattutto su settori ad alto livello di conoscenze specifiche. Al contrario, i fondi *Hands-on*, sulla base delle evidenze campionarie, tendono ad avere un portafoglio bilanciato e, inoltre, dedicano una parte minore del loro tempo alla fase di selezione, allocando invece buona parte del tempo nella fase di gestione dell'investimento. Nessuna evidenza statistica è stata riscontrata invece nella composizione dell'organico: entrambe le tipologie di fondi impiegano professionisti che possiedono conoscenze specifiche; tuttavia, potrebbero utilizzare queste competenze in momenti differenti della fase d'investimento.

Capitolo Quinto

Caratteristiche dell'operatività e le strategie *buy and build*

5.1 Introduzione all'analisi

Se nel capitolo quattro si sono analizzati i fondi e le loro caratteristiche, la presente sezione si propone di approfondire le singole operazioni di investimento. L'obiettivo sarà quello di ricavare la seconda dimensione della matrice strategico-gestionale: l'indirizzo strategico.

I paragrafi 5.2 e 5.3 si concentreranno sulla composizione del campione, soffermandosi sulle soglie dimensionali delle imprese *target* e sul settore di appartenenza. Verranno inoltre esaminati alcuni aspetti del contesto fondamentali per comprendere la natura e la peculiarità dell'operatività, individuando: l'*holding period* medio, le modalità di *origination* e le forme di disinvestimento adottate.

Successivamente, nel paragrafo 5.4, l'attenzione sarà rivolta in modo specifico alle strategie di tipo *buy and build*, ricostruendo per ciascun caso: il settore di appartenenza, la scala dimensionale prevalente, e le principali caratteristiche dell'operazione. Cercheremo inoltre di comprendere le finalità strategiche delle acquisizioni, guardando all'intensità di diversificazione riponendo particolare attenzione sia alla geografia quanto al settore dell'*add-on*.

5.2 Le caratteristiche dell'impresa

5.2.1 SUDDIVISIONE SETTORIALE

La prima forma di analisi settoriale è stata condotta mediante la suddivisione del campione in base ai settori BvD forniti dalla banca dati ORBIS. A seguito dell'estrazione dei dati per le imprese presenti all'interno del campione, è stata effettuata la suddivisione delle imprese tra i seguenti settori:

- Prodotti chimici, farmaceutici: fabbricazione di prodotti chimici di base, fertilizzanti e biotecnologie, raffinazione del petrolio e prodotti derivati;

- Produzione di macchinari industriali: costruzione di macchinari per applicazioni industriali, inclusi macchinari agricoli;
- Industria alimentare e del tabacco: produzione di alimenti trasformati, bevande e prodotti del tabacco;
- Industria tessile e dell'abbigliamento;
- Metallurgia e prodotti in metallo: produzione di metalli base, prodotti e strutture metalliche;
- Industria del legno: lavorazione del legno, produzione mobili, articoli in legno e derivati (carta, cartone);
- Altre attività manifatturiere;
- Prodotti in cuoio, pietra e vetro;
- Produzioni di mezzi di trasporto: veicoli a motore, rimorchi, semirimorchi, aeromobili e navi;
- Commercio all'ingrosso: vendita all'ingrosso di beni di consumo e industriali;
- Commercio al dettaglio: vendita al dettaglio di prodotti quali generi alimentari e abbigliamento, elettronica di consumo (...);
- Servizi alle imprese: servizi di professionali di consulenza;
- Comunicazioni: servizi ed infrastrutture per la telecomunicazione, trasmissione dati e media;
- Servizi bancari, assicurativi e finanziari;
- Software per computer: sviluppo e produzione di software, inclusi servizi di consulenza informatica.

A seguito della distinzione settoriale si è individuata all'interno del campione una forte presenza investimenti nel comparto manifatturiero. I settori preponderanti risultano essere: "prodotti chimici e farmaceutici", settore che rappresenta il 20% del campione; "Produzione di macchinari industriali" per il 14,8%; ed infine "l'industria alimentare e del tabacco" per il 13,5%; più modesto invece l'investimento nei servizi. I tre settori, complessivamente, rappresentano circa il 50% del totale delle operazioni considerate. La distribuzione settoriale del campione è rappresentata in *figura 6*.

SUDDIVISIONE SETTORIALE DEL CAMPIONE

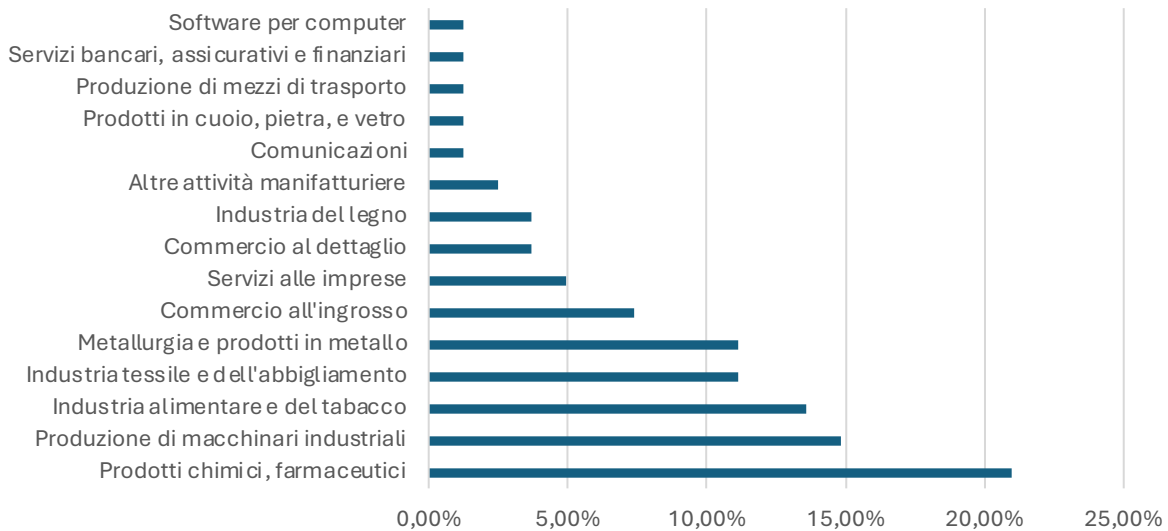


Figura 6 – Nostre elaborazioni, distribuzione settoriale del campione (dati ORBIS)

5.2.2 DIMENSIONALITÀ DELLE PARTECIPATE

Evidenziati i risultati della distribuzione settoriale del campione, passiamo ora ad esaminare alcune metriche dimensionali delle imprese, che ci consentono di individuare l'ordine di grandezza delle partecipate. Si considererà in questa fase dell'analisi l'anno precedente rispetto all'ingresso del fondo, così da poter apprezzare valori di bilancio che non siano ancora soggetti agli effetti derivanti dagli interventi del fondo. Questa logica ci permetterà di definire la soglia dimensionale su cui si concentrano gli investimenti da noi esaminati (figure 7 e 8).

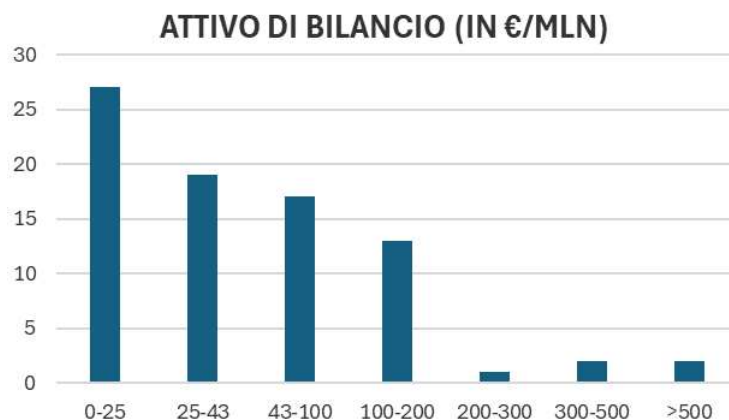


Figura 7 – Nostre elaborazioni, distribuzione del totale attivo in t-1 (dati AIDA)

Andando ad indagare sulla dimensionalità, abbiamo utilizzato come prima metrica della nostra analisi il totale attivo (*figura 7*). Buona parte del campione è ricompreso nella fascia 0 – 25 €/mln, consistenti anche le fasce 25-43€/mln e 43-100 €/mln e 100-200€/mln, sensibilmente minore l’acquisizione di partecipazioni in imprese di grandi dimensioni.

Allo stesso modo abbiamo valutato la distribuzione del fatturato per classi, anche in questo caso si denota, come prevedibile, un’asimmetria negativa nella distribuzione (*figura 8*).

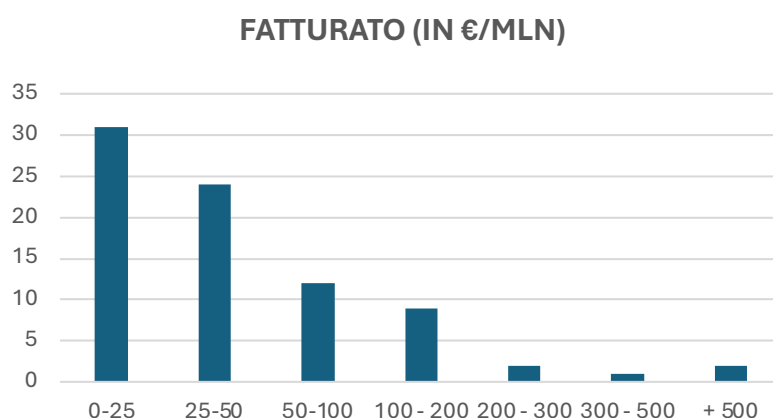


Figura 8 – Nostre elaborazioni, distribuzione del Fatturato in t-1 (dati AIDA)

Oltre alle dimensioni economico-patrimoniali un ulteriore aspetto, rilevante a comprendere il profilo delle imprese, riguarda la struttura occupazionale. Si è così valutato il numero di dipendenti, prevedendo due insiemi: il primo avente all’interno le imprese con dipendenti nell’intervallo da 0 a 250 unità (che ricomprende il 79,6% delle imprese), il secondo individua le imprese con 250 o più dipendenti, in questo caso troviamo il 20,3% delle aziende.

A seguito delle analisi preliminari appena condotte, valuteremo congiuntamente le classi con cui sono state suddivise le tre metriche permettendoci così di apprezzare l’ordine di grandezza delle imprese partecipate, ed inoltre, di distinguere rigorosamente le piccole-medie imprese, dalle grandi imprese, seguendo le soglie dimensionali stabilite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea. In particolare, si definiscono PMI, le imprese che rispettano contemporaneamente i seguenti requisiti:

- Un numero di occupati inferiore a 250 unità;
- Un fatturato annuo non superiore a 50 €/mln, oppure un totale di bilancio non superiore a 43€/mln.

Troviamo che: il 73,17% delle imprese campionate sono PMI, mentre solo il 26,83% ricade nella categoria delle grandi imprese.

5.3 Le caratteristiche dell'operazione

La seconda distinzione guarderà alle caratteristiche specifiche di ogni operazione, con l'obiettivo di esporre al lettore l'orizzonte temporale su cui è stata effettuata l'analisi.

Sarà successivamente individuata la distribuzione dell'*holding period*, ossia il periodo di tempo durante il quale l'investimento è stato detenuto dal fondo.

A seguito ci si soffermerà sulle modalità di *origination* delle operazioni, nonché a quelle di *exit*, e concluderemo con delle analisi specifiche per la strategia *buy and build* con l'obiettivo di individuare il livello di diversificazione, sia dal punto di vista geografico che settoriale.

L'orizzonte temporale preso in considerazione è di circa un decennio, con una forte concentrazione delle operazioni nel quinquennio 2015 – 2019 (*tabella 7*), mentre l'*holding period* si distribuisce maggiormente tra i due e i cinque anni. La media ponderata campionaria - del periodo di detenzione della partecipazione - è pari a circa tre anni e nove mesi (*tabella 8*).

Anno d'ingresso	Totale
2008	1
2011	1
2014	14
2015	20
2016	16
2017	12
2018	9
2019	8
2020	1

Tabella 7 – Nostre elaborazioni, Anno d'ingresso

Holding period (anni)	Totale
1	3
2	15
3	21
4	20
5	13
6	6
7	2
8	2

Tabella 8 – Nostre elaborazioni, Holding period

I dati sulla durata media delle operazioni risultano essere al di sotto della media di periodo (dati S&P) che è di circa cinque anni.

In termini di *deal origination* i dati sono allineati ai valori di periodo forniti dal *PE monitor* di Castellanza, che individua come il 73% delle opportunità d'investimento derivi da imprese private e familiari, mentre il 27% da *secondary buyout*, locuzione con cui ci si

riferisce ad una transazione in cui una società, precedentemente acquisita da un fondo di private equity, viene venduta ad un altro fondo. Il nostro campione individua un 70% di *origination* da imprese private e familiari mentre il 30% da *secondary buyout*, per un totale di 5,4 miliardi di *equity* iniettato (valore che comprende gli eventuali aumenti di capitale successivi all'ingresso).

Similmente, le modalità di disinvestimento rispecchiano i dati presentati dal sopracitato report S&P²¹, in questo caso la divisione è stata effettuata secondo le seguenti categorie:

- *Secondary Buyout*: transazione che individua una società, già controllata da un fondo private *equity*, venduta ad un altro fondo;
- *Trade Sale*: vendita dell'azienda ad un investitore strategico, solitamente si tratta di un'altra società;
- *Initial Public Offering (IPO)*: prima offerta pubblica delle azioni della società sul mercato azionario;
- *Management Buyout*: casistica in cui il *management interno* dell'azienda va ad acquisire la proprietà – o una quota di maggioranza – dell'impresa;
- *Write Off*: avviene quando l'azienda fallisce, va in liquidazione o le probabilità di rientro del capitale investito sono nulle, si ha così una svalutazione totale – o in alcuni casi parziale – dell'investimento.

Le modalità di disinvestimento delle operazioni campionate individuano una certa preponderanza delle *exit* tramite *Secondary Buyout* (53,7%) e *Trade Sale* (40,2%), successivamente *IPO* (2,4%) e *Management Buyout* (2,4%), e un solo caso di *Write Off* (1,2%). Il totale dei disinvestimenti, comprensivo dei dividendi distribuiti nell'*holding period*, è pari a 21,7 miliardi di euro.

5.4 Buy and build, evidenze campionarie

Come precedentemente esplicitato, la strategia *buy & build*, si realizza con l'acquisizione da parte di un operatore di *Private Equity* di una società *platform*, che realizzerà un

²¹ La ricerca S&P evidenzia delle modalità di exit spesso di tipo “*Trade Sale*” e “*Secondary Buyout*”, con IPO e MBO a ricoprire una posizione marginale, pur essendo le IPO solitamente molto redditizie, un report EY (“State of Private Equity Report Europe 2024 Review, marzo 2025”), evidenzia che il mercato borsistico italiano è caratterizzato da dimensioni ridotte, e che il processo di quotazione risulta ancora essere una procedura particolarmente complessa da perseguire. Per approfondimenti, consultare il testo riportato in sitografia.

percorso di crescita inorganica acquisendo altre società o rami d'azienda. Queste tipologie di acquisizioni vengono definite *add-on*.

È pienamente condiviso in letteratura che le operazioni che prevedono l'utilizzo di acquisizioni, tali da creare relazioni sinergiche con la società *platform*, permettano una redditività maggiore al momento del disinvestimento. In aggiunta, oltre ai miglioramenti riscontrabili sul piano operativo, i fondi sovente utilizzano il sistema delle acquisizioni per conseguire arbitraggi sui multipli, andando ad acquisire società dimensionalmente minori rispetto alla *platform* a valutazioni vantaggiose. Si viene a creare così un gruppo dimensionalmente maggiore che, al momento del disinvestimento, può essere valutato con multipli più elevati derivanti dalla maggiore dimensionalità.

Uno studio condotto da *Boston Consulting Group* (BCG)²² su un campione di 2.372 *deals* dal 1998 al 2012, ha dimostrato come le operazioni *private equity* che includono acquisizioni di *add-on* hanno sovraperformato le operazioni *standalone*, generando un IRR di circa l'8,5% maggiore rispetto a quest'ultime. La ricerca pone l'accento sulla capacità di questi *deals* di generare sinergie in termini operativi, andando a migliorare la marginalità grazie alla generazione di economie di scala e generando in media, nella fase di disinvestimento, un'espansione dell'*Equity Value*/EBITDA sostanzialmente maggiore rispetto alle imprese che sfruttano canali di crescita organica. In particolare, la ricerca evidenzia che, le operazioni *buy & build* che ottengono risultati superiori in fase di *exit* risultano condividere le seguenti caratteristiche:

- La *platform* è di piccole o medie dimensioni;
- È supportata da un fondo di *Private Equity* con esperienza nelle strategie di crescita di tipo inorganico;
- Opera in un settore a bassa crescita, bassa redditività e altamente frammentato;
- Effettua una o due acquisizioni;
- Gli *add-on* operano nel settore di riferimento della *platform*;
- Le strategie *buy and build* sono utilizzate per espandersi a livello internazionale.

Anche il *Private Equity monitor* dell'Università LIUC riconosce l'importanza di questa categoria di operazioni. Infatti, in una pubblicazione del 2022, l'istituto segnala come in

²² Per maggiori approfondimenti sulla ricerca, consultare in sitografia: "How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation" BCG, 19/02/2016.

Europa, quasi un'operazione di acquisizione su due si è costituita come *add-on*, considerando il decennio 2012 – 2022.

Date le premesse, e compreso il grado di diffusione tra i gestori di questa strategia, nel prosieguo andremo ad analizzare alcuni aspetti che riteniamo interessanti per valutare questa tipologia di operatività, comparando i risultati con le valutazioni condotte nei paragrafi 5.1 e 5.2. In principio, saranno esplicitate alcune statistiche descrittive per la strategia *buy & build*, successivamente verranno evidenziate le modalità di espansione, valutando la presenza di *deals* che rientrano in una strategia di diversificazione settoriale, raffrontando il settore delle società *target* con quello della *platform*. Ultimo approfondimento sarà dato dalla nazionalità dell'acquisita, allo scopo di identificare eventuali espansioni di tipo geografico. Alcune considerazioni sulla frammentazione del settore saranno effettuate nel capitolo successivo.

Le operazioni di acquisizione di *add-on* da noi censite sono 72, prevalentemente nei settori: dei prodotti chimici e farmaceutici, ITC, Produzione di macchinari industriali elettrici ed elettronici, Metallurgia e prodotti in metallo (*tabella 10*).

Alla luce dei dati a nostra disposizione, su 82 operazioni, 31 di esse hanno seguito una strategia di crescita inorganica costituendo così il 38% circa del totale dei *deals* censiti.

In termini di dimensionalità, su un totale di 21 grandi imprese censite dal campione, circa il 62% di esse (13) hanno perseguito strategie di crescita inorganica, mentre le restanti 18 erano piccole e medie imprese (ossia il 29% delle PMI).

SETTORE DELLA PLATFORM	NUMERO DI ADD-ON
Prodotti chimici, farmaceutici	21
Produzione di macchinari industriali, elettrici ed elettronici	12
ITC (Software per computer)	11
Metallurgia e prodotti in metallo	10
Industria del legno, dell'arredo e della carta	6
Servizi alle imprese	4
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	4
Industria alimentare e del tabacco	3
Industria tessile e dell'abbigliamento	1
Totale	72

Tabella 10 – Nostre elaborazioni, settore delle platform e numero di add-on da esse acquisiti

In linea con le *best practices* delineate dal report BCG, le imprese che hanno sfruttato canali di crescita inorganica, nel nostro campione, hanno acquisito una media di 2,29 *add-on*, con un valore minimo di 1 acquisizione e un valore massimo di 11 acquisizioni. Inoltre, per quanto concerne il periodo di detenzione delle partecipazioni, le strategie *buy and build* campionate hanno in media un periodo di detenzione di 4 anni, tre mesi in più rispetto alla media dell'intero campione. Tale differenza risulta contenuta e indica che l'integrazione di *add-on* non determina un significativo prolungamento del periodo di detenzione.

Passiamo ora a valutare le caratteristiche dell'espansione, grazie all'utilizzo di ORBIS ed AIDA, siamo risaliti al settore delle imprese acquisite dalla *platform*, potendo così valutare se ci fosse corrispondenza tra i settori della *platform* e dell'*add-on* valutando le forme di espansione e le eventuali tipologie di diversificazione.

Abbiamo individuato che il 68% degli *add-on* considerati, operava nello stesso settore della società *platform*, mentre il restante 32% in settori differenti. Un esempio è dato dalle forme di diversificazione settoriale nei servizi finanziari, che nel nostro campione acquisiscono società operanti nel segmento ITC. Frequente anche l'acquisizione di società operanti nella vendita all'ingrosso, nonché l'acquisizione di *add-on* nel settore dei Macchinari ed attrezzature, da parte di imprese operanti nella manifattura di prodotti chimici e farmaceutici.

Le forme di diversificazione sembrano pertanto essere di tipo verticale più che orizzontale, ad esempio, nel caso dei servizi finanziari, non di rado, si trovano a monte fornitori di tecnologie (ITC). Allo stesso modo, l'acquisizione sotto forma di *add-on* di società operanti nella vendita all'ingrosso risultano essere forme di integrazione a valle, che permettono di ampliare i canali di distribuzione a disposizione della *platform*.

Infine, per quanto concerne la geografia dell'espansione, troviamo al primo posto imprese italiane, con il 66,7% degli *add-on* costituito da aziende operanti sul territorio nazionale, a seguire il territorio Europeo (compresa la Gran Bretagna) nel 20,8% dei casi, seguono Stati Uniti, Cina e LatAm.

Buona parte delle acquisizioni all'estero riguardano, ancora una volta, il settore dei macchinari e delle attrezzature, ma diversamente per quanto visto sul territorio nazionale, alla diversificazione geografica si accompagna spesso quella settoriale. Dal nostro campione risulta una certa tendenza ad acquisire imprese operanti in settori differenti rispetto a quello della *platform*. Al contrario di quanto visto in precedenza,

infatti, le imprese che utilizzano forme di espansione geografica, in più di un caso su due, hanno acquisito *target* operanti in un settore differente rispetto a quello di riferimento della partecipata.

In conclusione, dai dati appena esposti ricaviamo che le imprese che utilizzano strategie di crescita di tipo inorganico tendono ad effettuare operazioni nel loro settore di riferimento concentrandosi maggiormente su *target* operanti sul territorio nazionale. Questa propensione al consolidamento domestico nello stesso settore è dettata probabilmente dalla ricerca di sinergie operative - come economie di scala e di scopo - e dalla possibilità di arbitraggio sui multipli. L'integrazione di aziende simili nello stesso contesto normativo e culturale rende infatti più semplice l'ottimizzazione dei processi e l'efficienza complessiva del gruppo. Alternativamente, le operazioni condotte oltreconfine mostrano una tendenza opposta, ovvero una maggiore diversificazione settoriale. Ciò potrebbe accadere poiché l'acquisizione di *add-on* in un contesto internazionale è spesso motivata dalla necessità di accesso a nuovi mercati e tecnologie specifiche non disponibili internamente o nel paese d'origine, come evidenziato in alcune ricerche di settore.²³ Sebbene comportino maggiori complessità e rischi, queste acquisizioni mirano a obiettivi di crescita strategica che giustificano una minore affinità settoriale rispetto alla *platform* domestica.

²³ Deloitte, in una sua pubblicazione “Cross-border M&A”, individua come motivi principali che spingono le imprese ad effettuare acquisizioni all'estero l'acquisizione di nuova proprietà intellettuale (27%) e l'accesso a nuovi canali di distribuzione (26%). L'acquisizione per aumentare la scala di produzione risulta essere il terzo fattore (25%).

Capitolo Sesto

Matrice strategico-gestionale

6.1 Matrice strategico-gestionale: collocazione delle operazioni

Dalle distinzioni effettuate rispettivamente nei capitoli quattro e cinque, si ha avuto modo di analizzare alcune peculiarità delle variabili dicotomiche oggetto di analisi.

In seguito alle distinzioni effettuate, si procederà a valutare il risultato conseguito a seguito dell'ingresso dei fondi, i quali segneranno il percorso di sviluppo dell'impresa nel processo di creazione di valore. Questo si traduce in una necessità da parte dei gestori del fondo - durante l'*holding period* - di individuare ed implementare dei fattori che permettano alla partecipata di generare virtuosismi in termini operativi, puntando così ad una maggiore efficienza, un miglioramento della marginalità e delle dimensioni, permettendo la creazione di valore nel breve-medio termine.

Inoltre, una delle sfide affrontate dai gestori, è riuscire ad ottenere questi risultati in un orizzonte temporale piuttosto limitato. Come individuato precedentemente, l'*holding period* medio delle operazioni campionate è stato di circa quattro anni, piuttosto breve se si considera l'entità dei cambiamenti richiesti in termini di processi, scala produttiva e strutture organizzative.

Per rispondere alla domanda del presente lavoro di tesi e dunque cercando di comprendere quali strategie potessero risultare più opportune per valorizzare l'investimento, si andrà a suddividere le operazioni in base alle scelte strategiche e gestionali, passando così alla compilazione della matrice presentata nel capitolo 1. Il posizionamento all'interno della matrice deriva dall'unione di due aspetti:

- Per gli approcci di tipo gestionale: andando a classificare le operazioni in base alla strategia del fondo che ha effettuato l'investimento, e dunque in base ai risultati dell'analisi condotta nel capitolo 4;
- Per le linee strategiche: classificando le operazioni in base ai risultati riportati nel capitolo 5. La collocazione è avvenuta seguendo la seguente logica: se l'impresa portafogliata ha effettuato operazioni di M&A, essa ricadrà nel quadrante "crescita

inorganica”, alternativamente, se l’azienda non ha condotto operazioni di questo tipo, sarà inserita nella categoria “crescita organica”.

Secondo quanto appena esposto, le operazioni campionate risultano essere così disposte:

HANDS-OFF		HANDS-ON				
LINEE INTERNE	DE WAVE S.R.L.	GIMATIC S.R.L.	PASTIFICIO DI CHIAVENNA S.R.L.	ICF S.P.A.	GOLDEN GOOSE S.P.A.	COLD LINE S.R.L.
	GELATO D'ITALIA S.P.A.	PRISMI S.P.A.	CAF S.P.A.	ROBERTO CAVALLI S.P.A.	DOC GENERICI S.R.L.	BUONA COMPAGNIA GOURMET S.R.L.
	RGI SPA	LISAPHARMA S.P.A.	LANIFICIO DELL'OLIVO S.P.A.	INTERNI S.P.A.	EOLO S.P.A.	LAMEPLAST S.R.L.
	GRUPPO LA PIADINERIA S.P.A.	SIAPAY S.R.L.	COLCOM GROUP S.R.L.	FITESA SULMONA S.R.L.	NUOVA CASTELLI S.P.A.	TRICOBIOOTOS S.P.A.
	C.B.G. ACCIAI S.P.A.	GIGLIO.COM S.P.A.	ALPHA TEST S.R.L.	BIOLCHIM S.P.A.	G.S.A. S.P.A.	TEXBOND S.R.L.
	ASCO FILTRI S.P.A.	SAMIA S.P.A.	SELEMATIC - S.P.A. - KOVERLUX S.R.L.	NTC S.R.L.	COMECER S.P.A.	S.B. SRL
	IRCA S.P.A.		ARTEBIANCA NATURA & TRADIZIONE S.R.L.	ITALCHIMICI S.P.A.	ACETUM S.P.A.	O.F.I. S.P.A.
			LUXY S.P.A.	CONTROLS S.P.A.	CARTON PACK S.P.A.	LA SUISSA S.R.L.
			CERVED GROUP S.P.A.		HARMONT & BLAINE S.P.A.	
LINEE ESTERNE	ITALMATCH CHEMICALS S.P.A.	PIBIPLAST S.P.A.	KETER ITALIA S.P.A.	AGRIFARMA S.P.A.	GADA ITALIA S.P.A.	DELTA MED S.P.A.
	FINPROJECT S.P.A.	TECNAMECCANICA S.P.A.	AMMEGA ITALIA S.P.A.	FEDRIGONI S.P.A.	SCRIGNO S.P.A.	FIMOTEC S.P.A.
	FIOCCHI MUNIZIONI S.P.A.	INALCA SOCIETA' PER AZIONI	TRIME S.R.L.	BUSINESS INTEGRATION PARTNERS S.P.A.	C.E.I. - COSTRUZIONE S.P.A.	DAINESE S.P.A.
	FANTINI GROUP VINI S.R.L.	IP CLEANING S.R.L.	NADELLA S.R.L.	LUTECH S.P.A.	DUPLOMATIC MS S.P.A.	FORNO D'ASOLO S.P.A.
	SAFIM S.R.L.	SURFACES TECHNOLOGICAL ABRASIVES S.P.A.	DEMETRA S.P.A.	CONCERIA PASUBIO S.P.A.	COROB S.P.A.	GARDA PLAST SPA
						PRIMAT S.P.A.

Matrice degli approcci strategico-gestionali: collocazione delle operazioni

Troviamo così:

- 21 operazioni nel quadrante *Hands-on* e *Buy & Build*
- 38 operazioni nel quadrante *Hands-on* e crescita organica
- 10 operazioni nel quadrante: *Hands-off* e *Buy & Build*
- 13 operazioni nel quadrante: *Hands-off* e crescita organica

Coerentemente con quanto già individuato nel capitolo 4, buona parte delle operazioni campionate risultano essere, per quanto concerne l'aspetto gestionale, all'interno della sezione *Hands-on*. Sul piano strategico invece le operazioni risultano essere più equamente distribuite, con una leggera prevalenza delle strategie di crescita per linee interne.

A partire dal paragrafo successivo saranno effettuate delle valutazioni che ci consentano di apprezzare le differenze tra le varie sezioni della matrice, cercando di individuare le strategie perseguite dai fondi nel processo di gestione delle partecipate.

6.2 Valutazione delle strategie e creazione di valore

I fondi di *private equity* hanno generato valore, nel loro portafoglio d'impresе mediante il ricorso a tre strumenti: l'accrescimento del fatturato e/o dei margini operativi, il *deleveraging* e l'espansione dei multipli. Andando ad individuare i motivi per cui questi elementi risultano essere di fondamentale importanza nel processo di valorizzazione dell'impresa, possiamo asserire che:

- Il miglioramento in termini operativi: crea valore mediante la crescita del fatturato generata, ad esempio: dallo sviluppo di nuovi prodotti, dall'espansione geografica e da una maggior capacità di saper sfruttare le leve di *pricing*, l'ampliamento dei volumi di vendita e l'incremento della produttività del capitale. Si agisce oltretutto sulla marginalità tramite la riduzione dei costi operativi – efficientando la produzione – e di distribuzione.
- Il *deleveraging*: crea valore mediante la riduzione dell'iniziale livello di *leverage* all'interno delle imprese partecipate dal fondo, si agisce così sul lato del passivo. L'approccio richiede che l'azienda sia in grado di produrre sufficienti flussi finanziari che possano essere destinati al servizio del debito.
- Espansione dei multipli: va ad incrementare il valore di mercato nel momento in cui l'impresa si rafforza creando i presupposti per una crescita sostenibile nel tempo, accompagnata da una strategia stabile e credibile, e riducendo il suo profilo di rischio. Un fattore importante da considerare nel processo di espansione dei multipli è dato dall'influenza che i fattori esogeni hanno su di essi, quali: le transazioni comparabili, multipli di settore, geografia, e più in generale l'ambiente macroeconomico.

La distinzione appena effettuata ci consentirà, in prima battuta, di valutare per ciascun quadrante la distribuzione settoriale, identificando eventuali prevalenze di specifici stili di gestione su determinati settori. Successivamente si procederà ad analizzare alcune metriche di bilancio che ci consentiranno di apprezzare le variazioni in termini di efficientamento operativo, di crescita nel giro d'affari e marginalità.

Successivamente si passerà ad individuare i livelli medi di *leverage* per ciascun quadrante, cercando di comprendere in termini aggregati l'evoluzione della leva finanziaria ed individuando così le eventuali differenze tra le strategie considerate.

Si passerà poi alla valutazione dei multipli, completando il quadro delle leve che permettono la creazione di valore, tramite delle statistiche che ci permettano di ottenere una panoramica sulle modalità di creazione di valore individuate.

Parallelamente, sarà effettuata un'analisi sul capitale umano, individuando l'eventuale variazione in termini di posti di lavoro creati ed efficienza dei lavoratori. Gli indicatori citati ci permetteranno di effettuare delle considerazioni valide non solo per il fondo, ma anche per gli altri *stakeholders*.

Si preverrà così al dato ultimo, che ci consentirà di stabilire quale delle strategie è riuscita a generare un maggior valore: l'IRR. Tramite questa metrica avremo la possibilità di definire se vi sono stili di gestione che permettano di generare un rendimento aggiuntivo, rispondendo così alla domanda posta dal presente lavoro di ricerca.

6.2.1 DISTRIBUZIONE SETTORIALE

La prima parte dell'analisi andrà ad evidenziare le strategie utilizzate in base al settore in cui operano le aziende partecipate. Come precedentemente individuato nel capitolo 4 le imprese che adottano approcci di tipo hands-off operano tendenzialmente in settori che richiedono un elevato grado di competenze specifiche, mentre gli operatori che operano secondo una logica attiva risultano avere un portafoglio più bilanciato. In questa sezione i risultati ricavati nel capitolo precedente sono stati ulteriormente approfonditi, evidenziando non solo l'approccio di *governance* ma anche le linee strategiche perseguite nei differenti settori.

La figura 9 ci permette di individuare alcune tendenze all'interno del campione, ad esempio, il settore dei "prodotti chimici, farmaceutici e petroliferi" è in buona parte concentrato nei portafogli di fondi che adottano approcci passivi che, a livello strategico, utilizzano prevalentemente un approccio di tipo *buy & build*. Differentemente, i fondi

attivi, per le operazioni da noi campionate, non sembrano seguire una linea strategica specifica.

SUDDIVISIONE SETTORIALE PER STRATEGIA

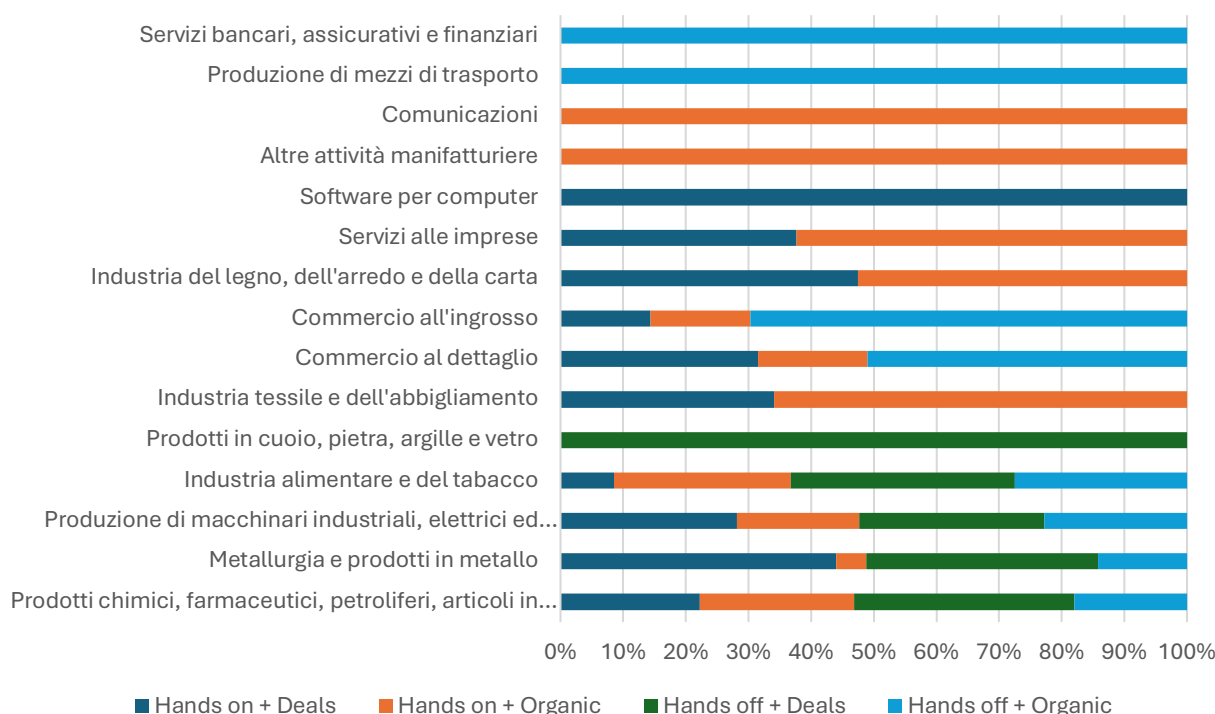


Figura 9 – nostre elaborazioni, distribuzione settoriale per quadrante

L'utilizzo di operazioni M&A per la creazione di valore è molto più evidente nel settore della "metallurgia e prodotti in metallo", in questo caso l'80% delle imprese operanti nel settore hanno acquisito *add-on* nel periodo di partecipazione del fondo.

Una possibile spiegazione della prevalenza nell'utilizzo di strategie *buy and build* potrebbe esser data dalla concentrazione del settore in cui opera l'impresa *target*. Uno studio condotto dall'università LUISS sulla concentrazione industriale in Italia dal 2013 al 2022 (L. BURELLI, 2024, p. 34 e ss.), basandosi sull'indice di Herfindahl-Hirschman (*HHI Index*)²⁴, individua come le *industry* quali: il farmaceutico (HHI: 583), l'agro farmaceutico (HHI:1001) e la fabbricazione di prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (HHI:1343), abbiano in media un valore HHI superiore rispetto a quello dell'industria metallurgica, in cui: siderurgia (HHI:486), trasformazione dell'acciaio (HHI:190), fonderie

²⁴ L' Herfindahl-Hirschman *index* è un indice che permette di misurare il grado di concorrenza presente in un determinato mercato. L'indice si ricava dalla somma dei quadrati delle quote di mercato, espressi in valore percentuale, detenute da ciascun agente. L'indice va da un valore minimo pari a 0, che individua un mercato estremamente frammentato, a un valore massimo di 10.000 che indica un monopolio. In letteratura valori dell'indice superiori a 1800 sono considerati propri di un settore molto concentrato, tra 1.000 – 1.800 moderatamente concentrato, e inferiori a 1.000 in mercati frammentati.

(HHI: 78), risultano operare in un mercato particolarmente frammentato e più in generale, dallo studio sopra citato, si evidenzia che le imprese dei segmenti di tipo HIT tendenzialmente operano in mercati più concentrati rispetto a MHT, MLT e LOT.

La scelta di strategie *buy & build* potrebbe quindi derivare anche dal grado di frammentazione settoriale come suggerito dalla ricerca BCG, cercando così di consolidare la posizione dell'impresa e guadagnare quote di mercato. Inoltre, le acquisizioni in mercati frammentati sono coerenti con strategie di *multiple arbitrage*, sfruttando il mercato M&A per aumentare velocemente la scala d'impresa, sfruttando così valutazioni più elevate al momento dell'*exit*.

6.2.2 PERFORMANCE OPERATIVE

L'investimento in capitale di rischio rappresenta un momento importante per il rafforzamento e la crescita delle imprese. Il supporto degli operatori di *Private Equity*, come precedentemente esplicitato, permette alle aziende di accedere ad una forma di capitale "paziente" e strategico, orientato non solo alle fasi iniziali dello sviluppo (*early stage*) ma nelle fasi di espansione e consolidamento dell'impresa. Il supporto prestato dagli investitori - come abbiamo già avuto modo di appurare nel capitolo 1 - non si limita a colmare il fabbisogno finanziario, ma apporta una serie di benefici e, talvolta, di competenze tecniche, che favoriscono: i processi di internazionalizzazione, l'accesso a nuovi mercati, e più in generale, l'implementazione di *best practices* aziendali. Queste forme di supporto si traducono spesso con l'adozione di strategie efficaci per la creazione di valore.

L'impatto del modello d'investimento adottato dai fondi di *Private Equity* non può che affiorare anche in quelle che sono le *performance* economiche. Le imprese supportate da questa tipologia di investitori mostrano, per un rapporto AIFI del giugno 2021, tassi di crescita medi superiori rispetto alle imprese di settore non partecipate.

A seguito di queste riflessioni, si è cercato di individuare mediante un'analisi cluster gruppi di imprese che, attraverso metriche di bilancio quali: CAGR del fatturato, CAGR del totale attivo, variazione dell'*EBITDA Margin* e del *Asset turnover*, hanno dimostrato di generare valore mediante l'accrescimento dei valori economico-patrimoniali nel periodo di detenzione della partecipazione e, alternativamente, valutare le casistiche in cui non si è riscontrato alcun miglioramento operativo.

La scelta degli indicatori sopra elencati deriva dalla composizione campionaria, infatti, considerando che:

- Le imprese operano in settori differenti e dunque hanno marginalità ed indici in generale, propri del settore di riferimento;
- Il periodo di detenzione della partecipazione varia per ogni operazione considerata;

Si è cercato un compromesso tra la tipologia di indicatori utilizzabili e la composizione del campione, che risulta essere caratterizzato da una certa eterogeneità, effettuando talvolta delle trasformazioni che potessero rendere quanto più possibile omogenee le misurazioni tra le varie imprese, si è così optato per i seguenti indici:

- Il CAGR del fatturato: indica lo sviluppo dal punto di vista commerciale, è stato scelto poiché riflette il tasso di crescita annuale composto dei ricavi e dunque ci consente di valutare anche operazioni che hanno *holding period* differenti.
- Il CAGR dell'attivo: evidenzierà l'evoluzione in termini patrimoniali, è stato inserito per logiche simili rispetto a quanto detto per il fatturato. Ci consentirà di ottenere un'idea generale del tasso a cui è avvenuta l'espansione del capitale circolante e fisso d'impresa.
- *Delta EBITDA Margin*: misura la variazione dell'efficienza operativa, evidenziando la variazione del margine operativo lordo nel tempo. Si è scelto di utilizzare questo indicatore in termini di differenza e non in termini assoluti poiché è strettamente legato al settore in cui opera l'impresa, rendendo poco significativo condurre analisi sul valore assoluto. Questa trasformazione ci permette di comprendere se e quanto è variata la marginalità operativa, riducendo gli effetti derivanti dall'eterogeneità settoriale.

L'indicatore è stato calcolato secondo la seguente:

$$\Delta \text{EBITDA Margin} = \left(\frac{\text{EBITDA}_T}{\text{Fatturato}_T} \right) - \left(\frac{\text{EBITDA}_{t-1}}{\text{Fatturato}_{t-1}} \right)$$

Dunque, andando a sottrarre il valore dell'*EBITDA Margin* nell'ultimo anno di partecipazione del fondo, al valore dell'*EBITDA Margin* all'anno precedente rispetto all'ingresso del fondo.

- *Delta Asset Turnover Ratio*: utile a comprendere il grado di efficienza nell'uso dell'attivo, anche in questo caso si va a ragionare in termini di differenze nell'*asset turnover ratio*. L'indicatore misura, nella sua forma originale, quanti euro di fatturato vengono generati da 100 euro di attivo, e dunque può essere una metrica che ci consente di valutare l'efficienza nell'uso degli *assets* nella generazione dei ricavi. La forte dipendenza di questo indicatore rispetto al settore ci ha spinto a leggerlo sempre sotto forma di variazione, similmente per quanto già fatto per l'*EBITDA Margin*. Questo ci consentirà di capire se gli investimenti nell'attivo risultino generare tassi di crescita dei ricavi proporzionali, o se vi è una perdita di efficienza.

A seguito della scelta degli indicatori da utilizzare, si sono estratti i dati di bilancio da AIDA, e successivamente, tramite il *software* RStudio si è passati ad effettuare l'analisi cluster, sfruttando l'algoritmo di *clustering K-means*, una tecnica di *machine learning* non supervisionata. La definizione di "non supervisionato" deriva dal fatto che: l'algoritmo esplora i dati senza conoscere in anticipo a quale gruppo appartiene ogni *data point*; dunque, il modello è utile al nostro scopo: ossia trovare degli schemi tra i vari dati, alternativamente non facilmente individuabili e, successivamente, categorizzare ogni impresa allo scopo di ottenere dei gruppi comparabili per le metriche sopra citate.

Il primo passo richiesto dall'analisi è la normalizzazione delle variabili considerate, questo passaggio è di fondamentale importanza in quanto la formazione dei gruppi avviene a seguito del calcolo della distanza euclidea tra il centroide, che rappresenta il punto che dimostra avere una distanza complessiva minore tra i vari *data point* del cluster, e i valori del *dataset*. Pertanto, operando con metriche eterogenee espresse su scale differenti, è necessario riscalarle le variabili considerate, in modo tale da avere dei dati che siano espressi in un'unità di misura comparabile.

Successivamente si è proceduto individuando il numero di *cluster* da creare, per questo scopo è stato utilizzato il cosiddetto *elbow method*, un sistema che - procedendo in maniera iterativa-, identifica il numero di cluster ottimale per l'applicazione del *K-means*, andando a creare un grafico che ci permette di comprendere fino a che punto l'aggiunta di valori *k*, e dunque di nuovi cluster, risulti essere efficiente. A seguito di questa prima analisi siamo arrivati a individuare un valore di tre cluster per i dati a nostra disposizione.

Obiettivo ultimo è il calcolo delle statistiche descrittive, quali il valor medio e la deviazione standard dei tre gruppi emersi dal *clustering* e, successivamente, valutare se i *cluster* in cui si identificano le *performance* medie migliori risultino essere associati a specifici quadranti della matrice strategico-gestionale, permettendoci di comprendere se determinati approcci concorrano a determinare risultati operativi superiori.

I risultati dalle medie, nonché la deviazione standard dei gruppi identificati è riportata in tabella 10 (dati depurati dagli *outliers*).

Cluster	Media CAGR Fatturato	Media CAGR Totale Attivo	Media Delta EBITDA Margin	Media Delta Sales to Assets
1	14,5%	51,3%	1,8%	-0,93
2	0,08%	16,6%	-12,9%	-0,50
3	11,4%	17,5%	0,7%	-0,15
	St. Dev. CAGR Fatturato	St. Dev CAGR Attivo	St. Dev Delta EBITDA Margin	St. Dev Delta Sales to Assets
1	11,6%	17,9%	5,6%	0,48
2	8,2%	13,9%	5,5%	0,33
3	9,6%	10,9%	5,8%	0,26

Tabella 10 – nostre elaborazioni, statistiche descrittive dei cluster

A seguito dei risultati appena presentati, andremo ad interpretare le tre categorie risultanti dal processo di *clustering*. In termini aggregati si evidenzia una crescita media generalizzata per quanto concerne il fatturato e l'attivo, mentre sia la variazione dell'*EBITDA Margin* che dell'*asset turnover* presentano valori misti.

L'interpretazione dei *cluster* è dunque la seguente:

- **Cluster 1:** crescita dell'attivo e del fatturato superiori, stabilità dei margini operativi e riduzione dell'efficienza dell'attivo. Questo cluster rappresenta, in termini medi, imprese in forte espansione sia in termini di attivo che di fatturato. La marginalità operativa presenta un leggero aumento, tuttavia è essenziale notare il valore della deviazione standard. Ultimo punto è dato dalla variazione dell'*asset turnover*, la forte crescita del fatturato non compensa ancora gli investimenti effettuati, indicando una perdita di efficienza. Rappresenta così imprese in forte

espansione che sacrificano una quota di resa dell'attivo per guadagnare in termini dimensionali.

- **Cluster 2:** crescita leggermente più contenuta dell'attivo rispetto al *cluster 1* e stagnazione del fatturato, inoltre vi è un peggioramento della marginalità operativa e una riduzione dell'efficienza dell'attivo. Queste aziende risultano aver ceduto alcuni punti percentuali in termini di marginalità operativa, con scarsi incrementi nel giro d'affari, anche in questo gruppo si rileva inoltre una perdita nell'efficienza dell'attivo.
- **Cluster 3:** in termini relativi, rispetto ai gruppi appena descritti, si evidenzia una elevata crescita del fatturato, e un incremento dell'attivo sostenuto, anche se non ai livelli del cluster 1. La marginalità operativa risulta essere stabile e vi è una perdita di efficienza sostanzialmente più contenuta rispetto agli altri gruppi considerati. Risultano imprese più bilanciate con tassi di crescita sostenibili, e marginalità sostanzialmente invariata.

Dunque, assoceremo ai *cluster 1* e *3* performance operative in miglioramento, pur considerando che la perdita di efficienza dell'attivo, sul gruppo 1, risulta essere particolarmente elevata. Alternativamente, il *cluster 2*, evidenzia delle performance stagnanti, e una forte perdita in termini di marginalità operativa, raggruppando così le imprese che hanno avuto, in termini relativi, le peggiori *performance* operative.

Per maggiore chiarezza espositiva riportiamo di seguito gli *output* grafici ottenuti tramite l'ausilio di RStudio, utilizzando grafici a violino che ci consentono di comprendere visivamente la distribuzione delle variabili all'interno dei *cluster* (*figura 10*):



Figura 10 – nostre elaborazioni, distribuzione delle performance operative per cluster

A seguito della suddivisione dei risultati operativi, si procederà ad associare la frequenza di ogni *cluster* ai quadranti della matrice strategico-gestionale, con l'obiettivo di evidenziare possibili correlazioni tra i risultati operativi e lo stile di gestione adottato nella singola operazione.

CLUSTER	HANDS ON & DEALS	HANDS ON & NO DEALS	HANDS OFF & DEALS	HANDS OFF & NO DEALS
1	23,81%	15,79%	20,00%	46,15%
2	23,81%	34,21%	20,00%	38,46%
3	52,38%	50,00%	60,00%	15,38%
SOMMA	100%	100%	100%	100%

Tabella 11 – nostre elaborazioni, distribuzione dei cluster per strategia

Procedendo ad interpretare i dati a nostra disposizione, le operazioni *Hands-on* accompagnate da deals, risultano maggiormente associate al cluster 3 (52%), il gruppo individuava aziende con livelli di crescita sostenibili e una stabilità nella marginalità operativa. Possiamo asserire che l'intervento attivo, combinato con operazioni sul

mercato M&A, favorisce un'accelerazione nello sviluppo d'impresa garantendo, in media, stabilità in termini di efficienza operativa.

Valutando la casistica in cui i fondi si approcciano con uno stile di *active ownership* ma non sfruttando le operazioni di finanza straordinaria, anche in questo caso emerge una forte concentrazione sul cluster 3 (50%). L'intervento attivo senza operazioni di M&A ha dimostrato di poter generare valore accrescendo la scala dell'impresa, senza necessariamente ricorrere alle acquisizioni, riuscendo inoltre a mantenere buone performance operative e una redditività stabile dell'attivo.

Tuttavia, osservando le imprese collocate all'interno del cluster 2 - che hanno sottoperformato in termini operativi - notiamo un elemento importante: le aziende ad alto contenuto tecnologico, tendono ad avere performance operative inferiori quando partecipate da fondi di tipo *hands on*, risultato molto interessante rispetto alle valutazioni compiute nel capitolo 3.

Un esempio è dato dal settore chimico, farmaceutico, che conta 19 aziende campionate: 7 di esse sono comprese nel cluster due, di cui 4 (60%) risultano essere partecipate da fondi attivi. Lo stesso risultato, si ritrova in modo più evidente nel settore dei macchinari industriali e prodotti e componenti elettronici (che abbiamo classificato come HIT/MHT), su 12 aziende campionate - di cui 5 partecipati da fondi di tipo *Hands-on* - 3 di esse rientrano nel cluster 2, mostrando ancora una volta performance operative molto modeste.

Si riscontrano risultati operativi soddisfacenti anche per i gestori passivi; tuttavia, un ruolo cruciale sui miglioramenti in termini operativi sembra essere giocato dalla presenza di operazioni M&A. Alternativamente lo stile di gestione passivo associato ad una crescita di tipo organico, è il quadrante che ha evidenziato il valore maggiore di operazioni nel *cluster 2*, che individua una stagnazione della crescita e un peggioramento della marginalità almeno nel breve termine.

Alla luce dei risultati analizzati, comprendiamo l'importanza delle operazioni di finanza straordinaria nel processo di creazione di valore, in linea con i risultati condivisi in letteratura. Ricaviamo inoltre che, il ruolo attivo del gestore risulti dare un solido contributo nell'aumento di scala dell'impresa, diminuendo il rischio di stagnazione, generando elevati tassi di crescita, e preservando la marginalità nell'*holding period*. Tuttavia, segnaliamo un elemento di importanza critica: alcune delle imprese

caratterizzate da elevate conoscenze specifiche, partecipate dai fondi attivi, risultano sottoperformare in termini operativi. Come individuato nei capitoli precedenti, la necessità di conoscenze assume un ruolo centrale nel processo d'investimento, non a caso in letteratura è stato più volte dimostrato come i fondi concentrati su poche *industries*, con un organico che avesse acquisito conoscenze ed esperienza nei settori di riferimento, riuscissero a conseguire risultati operativi superiori rispetto a fondi generalisti.

6.2.3 LA LEVA FINANZIARIA

Il ruolo della leva finanziaria è di cruciale importanza per la valorizzazione dell'investimento. In finanza aziendale vi sono molteplici studi sul corretto bilanciamento tra *Equity* e debito per la massimizzazione del valore aziendale, pensiamo alle teorie di Modigliani – Miller, ad esempio. Tuttavia, per quanto la letteratura abbia provato a dare delle risposte sul tema, risulta tuttora complesso riuscire ad individuare in maniera puntuale un *mix* efficiente di capitale proprio e di terzi nella struttura del passivo. È comunque ampiamente riconosciuto che l'uso strategico del capitale di debito concorra attivamente ad amplificare il ritorno per il capitale di rischio.

Essendo l'obiettivo ultimo di un fondo *PE*, la massimizzazione del rendimento e dunque la valorizzazione dell'*equity*, l'utilizzo della leva finanziaria è stato, e continua ad essere, una prassi ormai consolidata per i fondi operanti nel settore. Se comunemente l'incremento del debito finanziario è stato attribuito alle ormai ben note operazioni di *leveraged buyout* – in cui la leva finanziaria è utilizzata per l'acquisizione iniziale dell'impresa - teniamo a sottolineare che i fondi hanno sviluppato una moltitudine di strumenti di debito o assimilabili ad esso, che concorrono ad incrementare i livelli di *leverage*, alcuni esempi sono:

- *Mezzanine financing*: che si costituisce come una forma ibrida tra debito e capitale proprio, offrendo un tasso d'interesse più elevato rispetto al debito senior, in cambio di una subordinazione rispetto agli altri strumenti di debito.
- *PIK Notes (Payment in Kind)*: strumenti di debito che non prevedono un regolamento in contanti per il pagamento degli interessi, bensì l'emissione di ulteriori strumenti che possono essere sia di capitale che di debito.

Un'immediata spiegazione di come il debito possa concorrere ad aumentare il valore aziendale, può essere data utilizzando una metodologia di calcolo creata alla fine degli anni Ottanta dalla società di consulenza Stern & Stewart: l'*Economic Value Added* (EVA). L'interpretazione dell'EVA ci permette di valutare se l'impresa sta creando o distruggendo valore, risultati positivi sono associati ad una creazione di valore, alternativamente dati negativi avranno un'interpretazione opposta.

Dalla sezione di Borsa Italiana riguardante il calcolo dell'EVA, troviamo una trasformazione dello stesso che ci permette comprendere l'importanza del capitale di debito. Considerando la seguente:

$$E.V.A. = (r - c) * Capitale Investito$$

Dove:

- r : rendimento del capitale investito (NOPAT/capitale investito)
- c : WACC (costo medio ponderato del capitale)

L'interpretazione della formula, in linea teorica, è immediata. L'uso di debito per il *financing* del capitale investito, e dunque di capitale fisso più circolante, a parità di rendimento r - e dunque con incrementi proporzionali del NOPAT rispetto agli investimenti - contribuisce alla creazione di valore economico. Aggiungendo inoltre che, notoriamente il costo del debito è sensibilmente inferiore rispetto al costo dell'*Equity*, l'utilizzo di capitale di terzi concorre a ridurre il valore di c , ossia del WACC, generando anch'esso valore.

Stesse considerazioni possono essere fatte con altre modalità di valutazione, pensiamo ad esempio al metodo del *discounted cash flow* per la valutazione del valore d'impresa. Anch'esso è strettamente dipendente dai valori del WACC, e non solo, l'uso della leva finanziaria non andrebbe solamente a ridurre il costo del capitale, ma anche il peso della fiscalità, permettendo un efficientamento nella generazione di *cash flow* grazie allo scudo fiscale, che va ad abbattere l'imponibile tramite la detrazione degli interessi sul debito.

A seguito della contrazione di nuovo capitale di terzi, sarà compito del fondo ridurre la componente debitoria, conseguendo un contestuale aumento del valore dell'*equity* sul lato del passivo. Una rappresentazione ideale ed ipotetica dell'evoluzione del passivo in un'operazione di *private equity* è riportata nella figura successiva (figura 11).

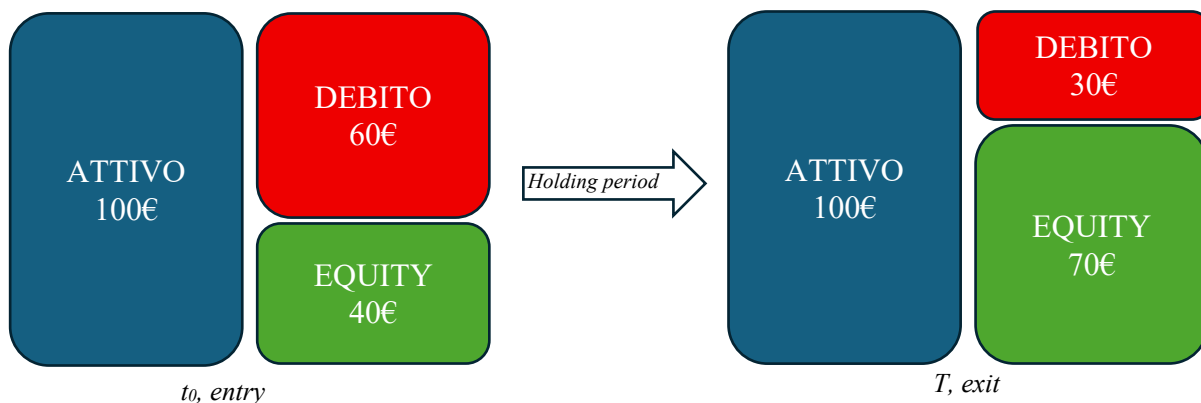


Figura 11 – nostre elaborazioni, esempio riduzione del leverage nell'holding period

A seguito delle premesse appena compiute abbiamo valutato, in termini aggregati, l'andamento del *leverage* delle aziende presenti nel campione utilizzando un orizzonte di quattro anni. Individuando con “-1” il valore dell'indice Debito/*Equity* nell'anno precedente rispetto all'ingresso del fondo, e successivamente analizzando i primi tre anni dalla data d'ingresso poiché, essendo gli *holding period* differenti, si costituisce una finestra che ci garantisce una buona disponibilità di dati, permettendoci di ottenere una statistica robusta (figura 12).

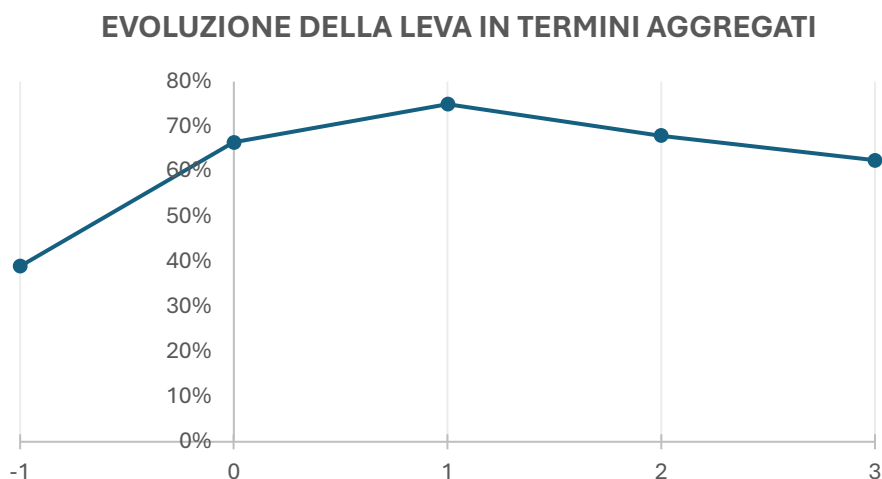


Figura 12 – nostre elaborazioni, variazione dell'indice Debt/*Equity* in un orizzonte di 4 anni, dati AIDA

Dalla figura 12 individuiamo un incremento sostanziale del debito, sia nell'anno d'ingresso del fondo che nel primo anno di detenzione della partecipazione, mentre nei periodi successivi vi è una chiara tendenza al *deleveraging*, coerentemente con l'operatività tipica dei *private equity*.

A seguito delle prime evidenze, ci siamo chiesti se, in relazione ai quadranti della nostra matrice, vi fossero differenze nel *leverage* e nel successivo processo di riduzione del capitale di debito.

Per comprendere in maniera visiva le differenze nella gestione della leva all'interno degli approcci della nostra matrice, si è sviluppato un *flowchart* rappresentativo di ogni quadrante che andasse ad evidenziare l'evoluzione del rapporto Debito / *Equity* preso in tre momenti differenti: al tempo $t-1$, e dunque nell'anno precedente rispetto all'ingresso del fondo, nella fase di massimo *leverage* durante l'*holding period*, e infine il processo di *deleveraging* fino all'anno di *exit*.

Questi dati ci permetteranno di far risaltare: la condizione iniziale della struttura del passivo delle imprese, le variazioni dell'indice (D/E) all'momento dell'ingresso del fondo, la fase di riduzione della leva, e infine la struttura del passivo nel momento della dismissione delle partecipazioni. Procedendo nella spiegazione seguendo un ordine per criteri gestionali, si nota come l'utilizzo del *leverage* e il successivo ammortamento del debito negli approcci di tipo *hands-on* ricopra un ruolo fondamentale (*figure 13 e 14*).

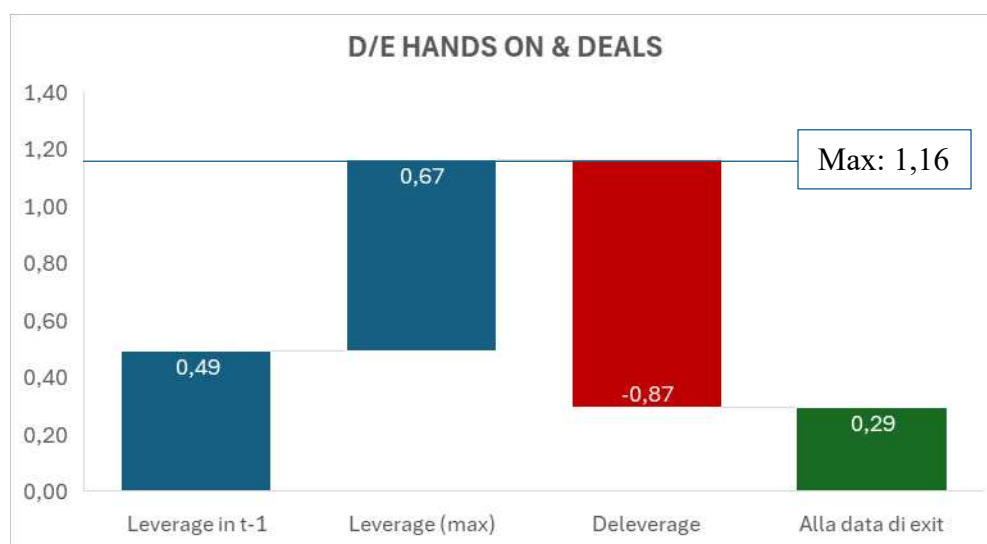


Figura 13 – nostre elaborazioni, variazioni dell'indice Debt/Equity per il quadrante Hands on & Deals, valori mediani, dati AIDA

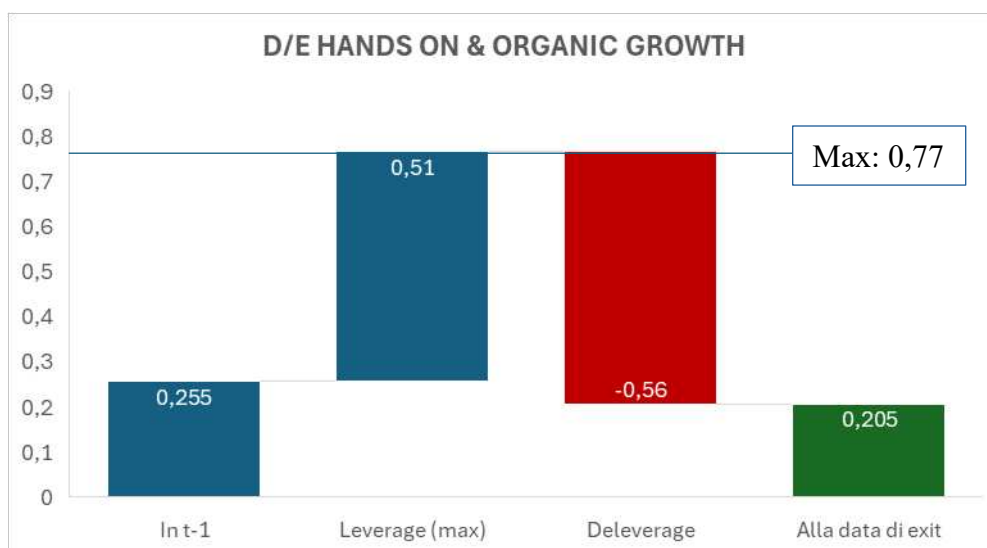


Figura 14 – nostre elaborazioni, variazioni dell'indice Debt/Equity per il quadrante Hands on & Crescita organica, valori mediani, dati AIDA

Le figure ci permettono di comprendere le strategie utilizzate sul piano della struttura del capitale. Il lettore potrà notare come, in media, il processo di *leverage* ha portato le imprese ad avere rapporti Debito / *Equity* più che doppi rispetto alla data antecedente all'ingresso del fondo. Inoltre, vi è una sostanziale differenza tra il valore massimo dell'indice nei *deals* che hanno perseguito una strategia di tipo *buy & build* (1,16) rispetto a strategie di crescita organica, che hanno visto valori medi di leva più contenuti (0,77). La ragione per cui vi è questa differenza nei valori massimi potrebbe risiedere sia nel maggior fabbisogno di capitale per conseguire le operazioni di M&A, sia per una certa convenienza nell'utilizzo del debito rispetto al capitale di rischio. Ad esempio, se un fondo volesse seguire una strategia *buy & build*, e necessitasse di nuovo financing per acquisire gli *add-on*, si ritroverebbe dinanzi alle seguenti scelte:

- effettuare un aumento di capitale: con conseguente necessità di nuovo *commitment* da parte del fondo, che non sempre potrebbe avere la liquidità necessaria a perseguire l'operazione. Inoltre, pur avendo disponibilità liquide, l'apporto di nuovo *equity* concorrerebbe ad incrementare la rischiosità dell'operazione, sbilanciando la struttura del passivo sul capitale di rischio.
- Trovare apporti di *equity* dall'esterno: questo permetterebbe una condivisione dei rischi ma diluirebbe la partecipazione.

- Utilizzare il capitale di debito: una forma di *financing* che permetterebbe *in primis* di reperire la liquidità necessaria all'acquisizione della società e, successivamente, non diluirebbe il capitale in quanto si andrebbe ad agire sul *leverage*, con la possibilità inoltre di incrementare il rendimento *dell'equity*.

Le evidenze riscontrate all'interno del campione derivano oltremodo dal periodo di analisi preso in considerazione. I tassi BCE per le operazioni di rifinanziamento, dal 2008 fino al 2022, si sono spinti a livelli mai raggiunti in precedenza, in un *range* che va dall'1% - nei primi anni dell'analisi - fino a valori dello 0%, rendendo l'utilizzo di capitale di debito particolarmente conveniente.

Parallelamente all'analisi condotta sul modello *Hands-on*, si sono sviluppate le medesime statistiche per la componente *Hands-off*. I risultati in questo caso delineano un comportamento analogo nella fase di *leveraging*, con le imprese che si avvalgono di canali di crescita per linee esterne aventi un rapporto di Debito / *Equity* più alto rispetto alle imprese che sviluppano il loro business con strategie di crescita organica. Tuttavia, una distinzione fondamentale - con dirette implicazioni sul risultato finale, e in linea con quanto già individuato dalla letteratura - è data dal grado di *deleveraging* a cui sono soggette le imprese partecipate da fondi passivi (*figure 15 e 16*).

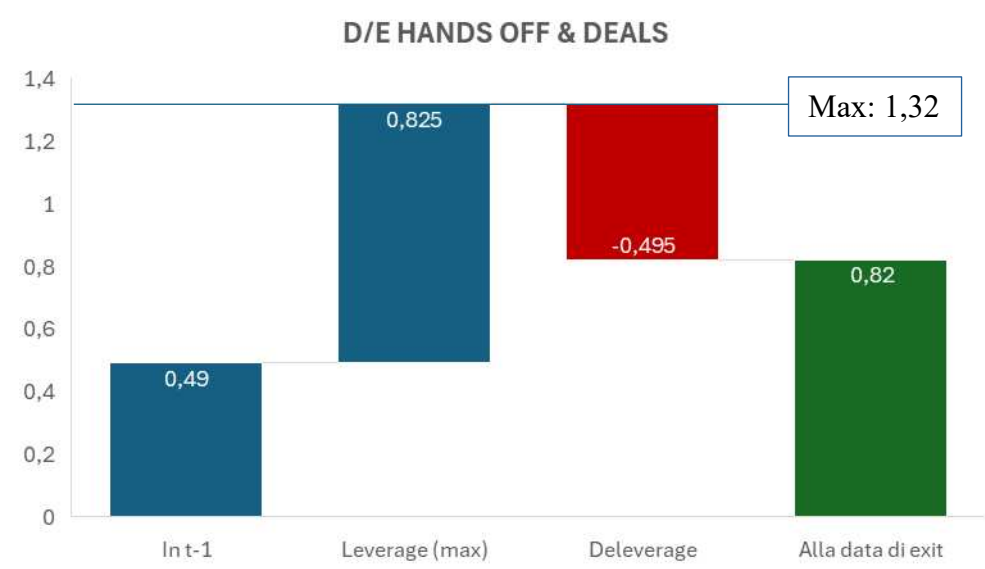


Figura 15 – nostre elaborazioni, variazioni dell'indice Debt/Equity per il quadrante Hands off & Deals, valori medi, dati AIDA

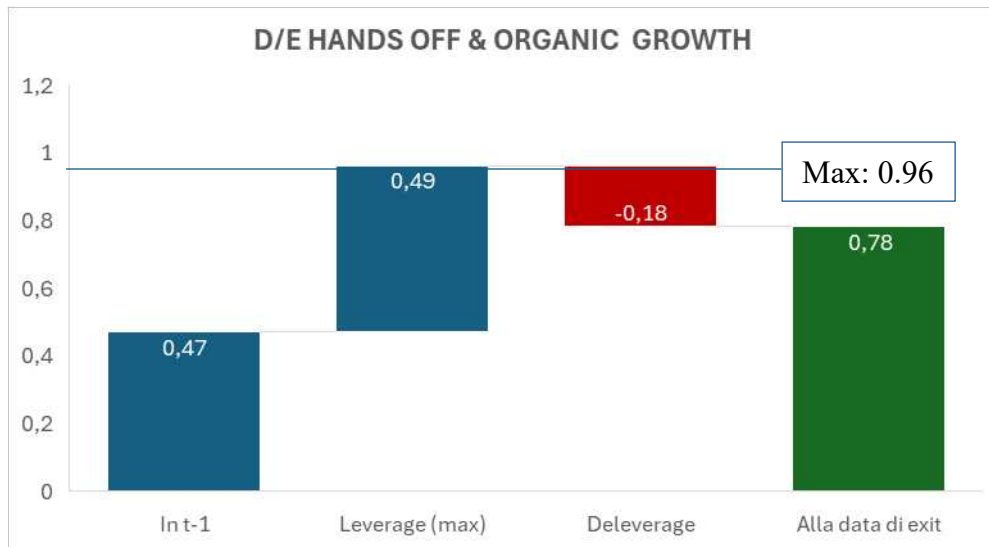


Figura 16 – nostre elaborazioni, variazioni dell'indice Debt/Equity per il quadrante Hands off & Crescita organica, valori medi, dati AIDA

Dalla lettura congiunta delle metriche fin qui riportate, possiamo trarre le seguenti similitudini tra i due approcci, ovvero: le imprese partecipate tendono in principio ad avere livelli di indebitamento piuttosto contenuti, in linea la prassi della tipologia d'investimento e che, in entrambi gli approcci gestionali, le imprese che hanno sfruttato canali di crescita organica hanno in genere livelli di *leverage* mediamente inferiore rispetto alle società che hanno perseguito la loro espansione mediante acquisizioni. Un'ultima ed importante distinzione risalta tra i modelli di *governance* passiva e attiva: vi è una significativa differenza di intensità nella fase di *deleveraging*.

Se nel modello *Hands-off*, in media, il rapporto Debito / *Equity* al momento del disinvestimento spesso risulta più alto rispetto ai livelli iniziali (t_{-1}), si può desumere che in media i piani di ammortamento del debito risultano essere poco invasivi. Alternativamente, le imprese campionate ricadenti nella categoria *Hands-on*, nella fase di *exit* risultano avere in media un *leverage* inferiore rispetto al periodo antecedente all'ingresso del fondo. Si desume che il servizio del debito di queste società sia caratterizzato da piani d'ammortamento particolarmente più aggressivi e accelerati, che richiedono *cash flow* sufficienti a sostenere il pagamento della quota capitale più gli interessi. Una critica lecita a questa osservazione potrebbe basarsi sull'uniformità o meno degli *holding period* tra approcci passivi ed attivi, tuttavia segnaliamo che: per le operazioni *Hands-on* la detenzione della partecipazione è di circa 3,76 anni, per la

casistica *Hands-off* in media è di 3,65 anni, il tutto si traduce in una differenza di circa due mesi; irrisoria, se comparata alla disuguaglianza dei risultati finora ottenuti.

Questa differenza non è rilevante solamente dal punto di vista finanziario, ma porta ad introdurre delle importanti considerazioni. A seguito degli studi condotti a fianco di W. Meckling sui problemi di agenzia del 1976 (di cui si è discusso nel capitolo 2), Michael C. Jensen nel 1986 nel suo studio "*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*" (M. JENSEN, 1986, p. 3) puntualizzava che: se l'eccessiva disponibilità di *cash flow* comporta la creazione di frizioni tra *management* ed azionisti - potendo il *management* usufruire dell'abbondante flusso di cassa per perseguire progetti subottimali - l'uso del debito all'interno della struttura del capitale "mitiga i costi di agenzia legati ai *free cash flow*, andando a ridurre la discrezionalità con cui il *management* va ad allocare i flussi stessi" (trad.). Successivamente anche S. N. Kaplan e P. Stromberg, nel loro studio del 2009 (S. N. KAPLAN, P. STROMBERG, 2009, p. 131 e 132), alla sezione "*Financial, Governance and Operational Engineering*" enfatizzano l'importanza dell'utilizzo del debito nella struttura del capitale per orientare il comportamento degli organi manageriali d'impresa. Essi dovranno assumere comportamenti anti-opportunistic, poiché "il *leverage* crea pressione sui *managers* che non potranno più sperperare la liquidità, in quanto dovranno far fronte al pagamento del capitale più gli interessi [...] data l'inflessibilità dei pagamenti richiesti dagli strumenti di debito" (trad.). Possiamo concludere, alla luce di questi studi che, la struttura del capitale non è una mera scelta nel panorama delle opzioni di *financing* – come d'altronde puntualizzato da M. Jackson nella sua critica al modello Modigliani Miller -, ma ha radici più profonde, che si estendono anche alla *corporate governance* a cui è richiesta la massima cautela nella gestione dei flussi di cassa per far fronte al servizio del debito.

Conseguenziale è l'asserzione che, da piani d'ammortamento del debito stringenti, derivi una maggiore pressione sugli organi di vertice che vedranno ancor di più ridotta la disponibilità dei flussi di cassa. Possiamo così concludere, alla luce delle evidenze empiriche e riscontrate in letteratura, che il modello *Hands-on* non implica solamente azioni dirette sugli organi di vertice, ma attua una costante pressione su di essi anche mediante la struttura del capitale, alternativamente le aziende censite come *Hands-off* risultano subire in misura minore questa tipologia di controllo, dato il minor grado di *deleveraging* a cui in media sono soggette.

In sintesi, la leva non rappresenta esclusivamente uno strumento di tipo finanziario, ma si pone come un vero e proprio meccanismo di disciplina manageriale, mitigando i comportamenti opportunistici, spingendo gli organi di vertice a perseguire progetti ad elevato valore aggiunto e, dunque, indirizzando le scelte di *governance* a perseguire un indirizzo orientato alla creazione di valore.

6.2.4 IL RUOLO DEI MULTIPLI

Si arriva infine all'ultimo elemento, cruciale nel processo di valorizzazione dell'investimento: i multipli. Premettendo che, quella dei multipli è una tipologia di valutazione particolarmente rapida e ampiamente utilizzata per l'analisi del valore d'azienda, le variabili che contribuiscono alla formazione degli stessi risultano essere invece frutto di una pluralità di elementi che rendono questo sistema tanto complesso quanto di facile applicazione.

In particolare, possiamo semplificare i *driver* che concorrono alla formazione dei multipli di mercato in tre categorie:

- **Macroeconomici:** dipendono dalle aspettative di crescita generale del PIL, dalla geografia, della fiducia dei consumatori, delle imprese, degli investitori, da un contesto regolamentare favorevole (...). Questi fattori dipendono dallo stato generale dell'economia, dal contesto legislativo e dalle aspettative di una pluralità di soggetti. Contesti favorevoli generano un'espansione dei multipli, in quanto vi è un miglioramento delle valutazioni derivanti da fattori, quali ad esempio: la rivalutazione al rialzo delle componenti dell'attivo, e condizioni di mercato favorevoli alla crescita delle imprese. Alternativamente, un *sentiment* opposto, implicherebbe una contrazione degli stessi, data l'incertezza generale del scaturente dal contesto macroeconomico.
- **Settoriali:** i settori caratterizzati da rapidi livelli di espansione e da elevati avanzamenti in termini tecnologici e alte barriere d'ingresso, spesso, sono caratterizzati da multipli più elevati. Questi fattori concorrono ad attirare l'interesse degli investitori, incrementando così le valutazioni.
- **Specifici:** in questo caso, la specificità, deriva sia dall'impresa in sé che dallo scenario competitivo che caratterizza la specifica transazione di acquisizione del controllo d'impresa. Se da un lato, performance operative superiori alla media, il grado di competitività nonché tutte le variabili peculiari dell'azienda, permettono

un'espansione dei multipli d'impresa; anche il livello d'interesse riposto dal mercato nei confronti dell'azienda è complice di una rivalutazione della stessa. Pensiamo al caso in cui due fondi siano interessati alla stessa società, questo potrebbe portare ad una "guerra" di rialzi sul valore d'impresa e, conseguenzialmente, al prezzo che il gestore è disposto a pagare per ottenere quote della stessa. Dunque, anche i fattori specifici della transazione concorrono a determinare il livello dei multipli.

Avendo chiarito la vastità di elementi che concorrono alla generazione dei multipli, nonché la loro importanza nella determinazione del valore, si è scelto - come ultimo elemento di analisi - la valutazione di un multiplo di tipo *asset-side*²⁵, che ci consentirà di definire, ancora una volta, il contributo apportato dallo stile di gestione, l'*Enterprise Value* / EBITDA.

Ci siamo approcciati a questa domanda andando a valutare la differenza dei multipli - in termini medi - dall'*entry* all'*exit* (tabella 12), in linea con le modalità di ricerca sul tema adottate da Goldman Sachs nella sua pubblicazione: "La nuova formula di creazione di valore per i Private Equity".

STRATEGIA	Avg. EV/EBITDA (Exit – Entry)
<i>Hands off & organic</i>	3,59
<i>Hands on & organic</i>	3,47
<i>Hands on & Deals</i>	2,18
<i>Hands off & Deals</i>	1,31

Tabella 12 – nostre elaborazioni, media delle differenze: $EV/EBITDA_{Exit} - EV/EBITDA_{Entry}$

Se in termini operativi, si è dimostrato che una strategia di tipo passivo affiancata a linee di crescita organica, aumentasse la concentrazione delle imprese nel cluster 2, identificativo di scarsi risultati operativi; in questo caso, individuiamo però un accrescimento superiore dei multipli.

Se l'espansione dei multipli non deriva sempre da una maggiore performance operativa d'impresa – dati i risultati del cluster - una delle ragioni a cui possiamo attribuire questo

²⁵ Vi sono due tipologie di multipli, *asset-side* ed *equity-side*. Se i primi tengono in considerazione il valore totale dell'impresa considerando al nominatore l'*Enterprise Value* – ossia la somma del valore di mercato dell'*equity* più il valore del debito, i multipli di tipo *equity-side* mettono in relazione il valore del capitale azionario (capitalizzazione di borsa per le imprese quotate) con elementi atti a rappresentare le performance della società.

risultato è data dal fattore settoriale. I fondi di tipo *Hands-off* come dimostrato nel capitolo 4, tendono ad avere portafogli particolarmente sbilanciati verso imprese ad alto contenuto tecnologico. Volendo selezionare i primi cinque settori, in termini di numerosità - individuati dal nostro campione - troviamo: prodotti chimici e farmaceutici, produzione di macchinari industriali, *food & beverages*, industria dell'abbigliamento, e settore metallurgico. Dalla divisione effettuata al paragrafo 5.2.1, che individuava la strategia utilizzata per settore, abbiamo constatato come le prime tre *industries*, in termini relativi, fossero in buona parte partecipate da fondi con strategie di tipo passivo, mentre settori quali l'abbigliamento e l'estrazione e lavorazione dei metalli si sono individuati maggiormente nei portafogli degli operatori *Hands-on*.

Tramite la banca dati curata dal Professore della "NY Stern University" A. Damodaran, ricaviamo che: nel decennio che va dal 2014 al 2024, il settore chimico-farmaceutico da una media di x10,16 EV/EBITDA passa a x12,36, con un incremento di x2,21 punti nel decennio, x10,26 punti sono guadagnati dal commercio all'ingrosso, spinto soprattutto dal successo delle imprese operanti nelle vendite *online*; infine, macchinari e componenti elettronici guadagnano x4,50 punti nello stesso periodo. Alternativamente, l'estrazione e la lavorazione dei metalli perdono -x1,26 EV/EBITDA nell'orizzonte temporale considerato, e l'abbigliamento guadagna un modesto x1,39.

Da questi dati si può desumere che l'espansione dei multipli sia in buona parte determinata dall'allocazione settoriale dei portafogli *private equity*; infatti, gestori più esposti ad imprese ad alto contenuto tecnologico, sono stati ricompensati da valutazioni di mercato più elevate.

Per quanto riguarda l'utilizzo di *deals*, invece, i valori medi di incremento dei multipli risultano essere inferiori rispetto alle strategie di crescita di tipo organica. Le ragioni individuate in questo caso possono essere di due tipi: una riguardante la dimensionalità d'impresa, essendo che l'utilizzo di strategie *buy & build* è frequente in imprese che godono di una certa dimensionalità e che dunque potrebbero già essere state acquisite a valori molto vicini a quelli medi di mercato. Una seconda ragione potrebbe esser data dalla non completa integrazione degli *add-on*, che ovviamente genererebbe un valore d'impresa inferiore; tuttavia, sarebbe necessario approfondire caso per caso le motivazioni dietro queste *performance*.

Ultima considerazione è data dal supporto di tipo attivo negli investimenti che hanno visto l'acquisizione di *add-on*, in questo caso la gestione attiva da parte del GP ha dimostrato, in

media, di generare un incremento di circa x0,9 EV/EBITDA nel periodo di detenzione. Ancora una volta si conferma l'importanza del ruolo della gestione attiva in operazioni complesse, quali quelle di scelta, gestione del *deal*, e integrazione dei *business post M&A*.

6.2.5 IL CAPITALE UMANO

A chiusura del paragrafo riguardante le *performance* d'impresa, come anticipato nell'introduzione, si vuole evidenziare l'impatto generato sul capitale umano dagli investitori di *Private Equity*.

Come già riscontrato in una ricerca AIFI, in collaborazione con "Mindful Capital Partners" del giugno 2023, si commetterebbe un'ingenuità a pensare che operazioni di questo tipo riguardino solamente la strutturazione di un piano industriale e l'iniezione di nuova finanza. Bensì, il processo che porta alla creazione di valore passa direttamente dalle persone coinvolte nelle società partecipate; nel tentativo di creare un circolo virtuoso che permetta lo sviluppo d'impresa tramite la creazione di nuovi posti di lavoro, la ricerca, e il successivo l'inserimento di nuove competenze in azienda. Lo studio sopra citato evidenzia che: i benefici non riguardino esclusivamente i GP e gli LP in sede di disinvestimento, ma di una pluralità di *stakeholder* coinvolti - direttamente ed indirettamente - dal processo di investimento del fondo.

I due punti su cui si farà luce nel prosieguo, vorranno evidenziare due risultati che riguardano:

- Lo sviluppo dell'organico d'impresa, e il corrispondente livello di produttività per dipendente;
- I cambiamenti riscontrati nelle funzioni manageriali, grazie alla funzione AIDA "*management events*", che segnala la sostituzione e l'aggiunta di nuove figure all'interno del Consiglio di Amministrazione.

In termini aggregati, il nostro campione d'impresе censisce 16.175 dipendenti al tempo t_{-1} , con una crescita del personale nel *holding period*, del 68%, portando il numero complessivo di lavoratori a 27.205 al momento del disinvestimento.

Dai dati a nostra disposizione è riscontrabile un forte contributo delle strategie di *governance* attiva al risultato sopra esplicitato (*figura 17*).

INCREMENTO NR. DIPENDENTI

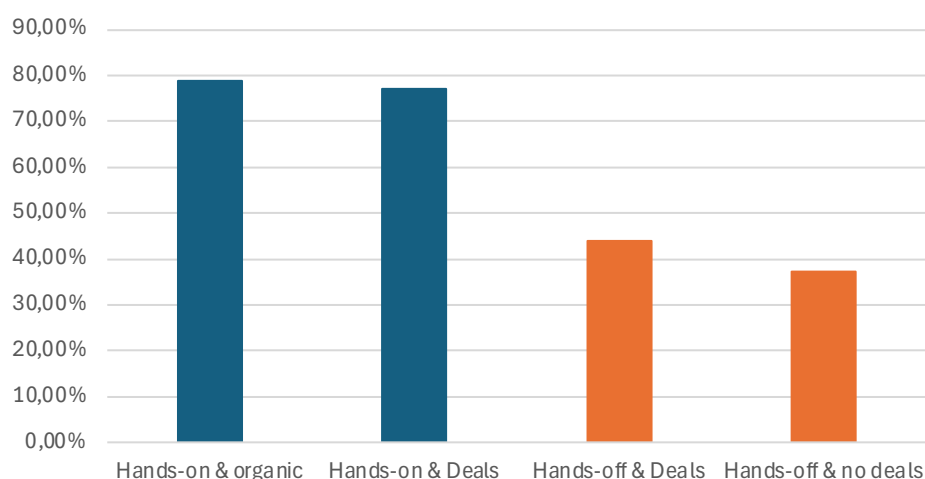


Figura 17 – nostre elaborazioni, incremento medio del numero di dipendenti da t-1 fino all'exit

La gestione attiva ha contribuito ad un incremento del numero medio di dipendenti di circa l'80% per le strategie di crescita organica e di un valore poco dissimile per le linee di crescita esterne. La gestione passiva ha invece evidenziato un incremento medio di circa la metà rispetto a quanto visto per gestioni *Hands-on*. Settorialmente sono i servizi ad aver visto il maggior incremento, primeggiano infatti i servizi bancari-assicurativi e finanziari, e di consulenza alle imprese; seguono commercio al dettaglio, industria tessile e prodotti chimici e farmaceutici.

Per quanto concerne invece l'incremento di produttività, nel periodo di detenzione delle partecipate, il fatturato medio per dipendente è cresciuto di circa il 2,4%.

L'incremento dei dipendenti e del livello di produttività segnala una crescita di tipo sostenibile, orientata al lungo periodo, e dunque rappresenta un vantaggio duraturo di cui godrà l'impresa anche nel momento successivo al disinvestimento. I risultati ottenuti sono particolarmente in linea con quanto evidenziato dalla ricerca AIFI, che sottolinea inoltre l'incremento medio del costo per dipendente, dato dai servizi di formazione e piani di *welfare* a favore dei dipendenti. Si riscontra inoltre un forte incremento della presenza di donne nell'organico, soprattutto sul piano manageriale.

Altra evidenza campionaria riscontrata è data dai “*management events*” medi del campione. AIDA permette di estrarre le variazioni avvenute nel management, che abbiamo avuto cura di selezionare dal momento di ingresso del fondo fino alla data di *exit*. I risultati individuati ci segnalano come buona parte delle azioni sul *management* provengono da fondi che utilizzano approcci di tipo attivo; in media i fondi *Hands-on*

agiscono sulle componenti del management con una frequenza di 6,8 componenti sostituiti o aggiunti nel Consiglio di Amministrazione. Alternativamente, in media, queste modifiche avvengono con una frequenza di 4 componenti sostituiti o aggiunti nel periodo di detenzione dai fondi *Hands-off*. Il risultato è in linea con quanto ci attendevamo, ossia che i gestori attivi siano più propensi alla modifica dei componenti del CdA. Questi cambiamenti spesso riguardano la figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione (36% dei casi), del Presidente del Collegio Sindacale (28% dei casi), nonché dell'Amministratore Delegato (nel 25% dei casi).

6.3 Il rendimento ottenuto, Matrice strategico-gestionale

Si perviene infine all'ultima evidenza empirica emersa dal presente lavoro di analisi: il valore medio del tasso interno di rendimento (IRR) associato alle operazioni che compongono i quadranti della matrice.

L'IRR rappresenta il tasso di attualizzazione tale per cui il valore attuale netto di un progetto è pari a zero. È dunque una misura che consente di individuare la redditività di un investimento ed è comunemente associato al costo del capitale, valutazione utile a comprendere se intraprendere o meno il progetto.

Se in finanza aziendale è tendenzialmente comparato al WACC, individuando così se la remunerazione delle fonti risulti essere inferiore, pari o superiore rispetto al potenziale beneficio economico da esse finanziato; alternativamente, nel campo del *Private Equity*, un investitore, può comparare il valore del IRR al costo-opportunità associato al capitale investito, o più precisamente all'*hurdle rate*²⁶.

Il calcolo avviene mediante la seguente:

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCO_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

Dove FCO_t rappresenta i flussi di cassa (in entrata ed in uscita) generati nel generico anno t , con n che rappresenta l'orizzonte temporale dell'investimento.

²⁶ Tasso di rendimento minimo accettabile dall'investitore. Spesso, si pone l'*hurdle rate* pari alla performance media di un benchmark. È considerabile come una sorta di costo-opportunità che deriva dal non investimento in una asset class che genera un rendimento medio pari all'*hurdle rate*

Alla luce delle evidenze riguardanti le modalità di creazione di valore, riportate nel paragrafo 5.2, concludiamo cercando di fornire una risposta al presente lavoro di analisi, ossia quale strategia è riuscita a generare un rendimento superiore nell'*holding period*, offrendo degli spunti in ottica di valutazione *ex-ante* delle opportunità di investimento. Si è proceduto ad individuare la ripartizione dell'IRR in modo tale da valutare la tipologia di distribuzione, cosicché si potesse procedere ad utilizzare delle statistiche che garantissero dei risultati robusti (figura 18).

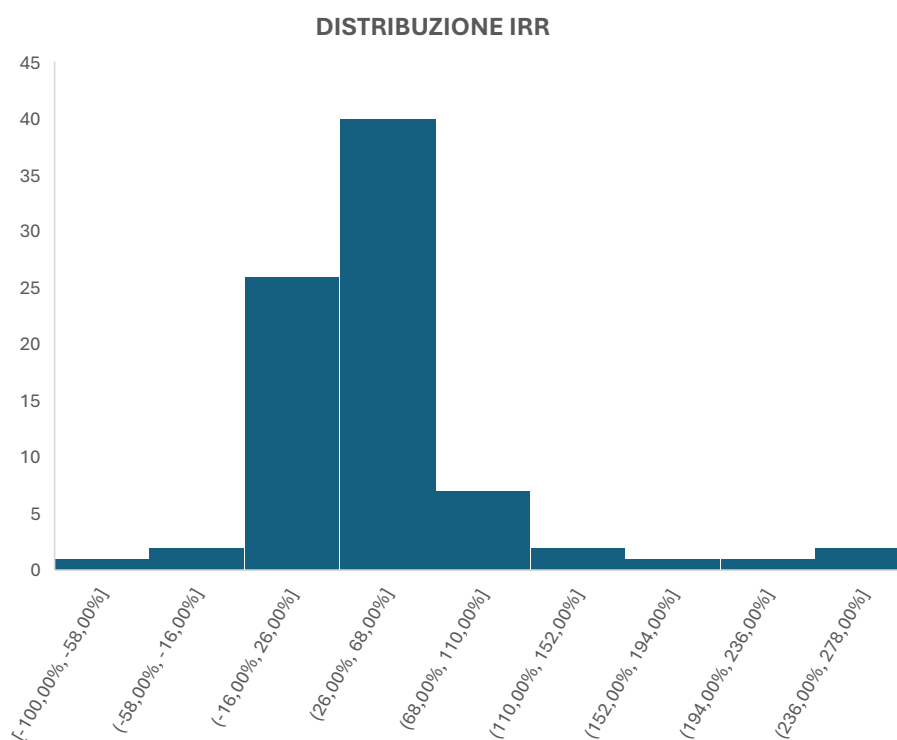


Figura 18 – nostre elaborazioni, distribuzione dell'IRR (TIR) delle operazioni campionate

La distribuzione risulta essere non-normale, con una certa asimmetria positiva (*skew* 4,78, *media*>*mediana*) motivo per cui sarà più opportuno utilizzare - ancora una volta - valori mediani: che possano dare una rappresentazione più veritiera data la minore influenza sulla statistica delle code della distribuzione.

Per le medesime ragioni sopra riportate, utilizzeremo per valutare la dispersione la MAD ossia la *median absolute deviation*, essendo più indicata rispetto alla deviazione standard nel caso in cui si operi con valori estremi e con distribuzioni non-normali. La MAD è calcolata tramite la seguente:

$$MAD = \text{mediana}(|x_i - \text{mediana}|)$$

Dunque, rappresenta il valore mediano del vettore delle differenze assolute tra ciascun valore x_i e la mediana del vettore di riferimento, nel nostro caso i valori dell'IRR per singola strategia.

A seguito del calcolo delle statistiche menzionate, possiamo procedere a collocare i valori all'interno della matrice strategico-gestionale, potendo così valutare i risultati derivanti dall'utilizzo delle strategie considerate.

	HANDS-OFF		HANDS-ON	
LINEE INTERNE	Mediana	33,09%	Mediana	29,56%
	MAD	28,20%	MAD	12,99%
	Max	151,49%	Max	245,41%
	Min	-0,84%	Min	-100%
	Loss	7,69%	Loss	7,89%
LINEE ESTERNE	Mediana	37,49%	Mediana	41,97%
	MAD	17,38%	MAD	14,34%
	Max	90,37%	Max	161,26%
	Min	1,82%	Min	1,48%
	Loss	0%	Loss	0%

Le statistiche individuate ci permettono così di poter fare alcune considerazioni finali:

Strategie Hands-on e crescita inorganica: le più performanti

La combinazione di approcci di *active ownership* e crescita inorganica hanno dimostrato di essere le più efficaci. Si è generato un IRR mediamente superiore, con una dispersione dei risultati contenuta. Come evidenziato nella sezione 5.2, la generazione di rendimento deriva da:

- Miglioramento dei risultati operativi nel 75% dei casi analizzati;
- Ampio uso della leva e successivo *deleverage* aggressivo;
- Incremento medio del multiplo pari a x2,18

Strategie Hands-off e crescita inorganica

In questo caso la generazione di IRR è inferiore rispetto agli approcci che prevedono uno stile di *governance Hands-on*. Tuttavia, rispetto alle strategie di crescita organica e *active*

ownership risultano generare un rendimento maggiore. I risultati aggregati, letti dal punto di vista delle linee strategiche, permettono di confermare le evidenze presenti in letteratura ossia: la crescita inorganica ha tendenzialmente sovraperformato le operazioni che non hanno previsto l'acquisto di *add-on* nel periodo di detenzione della partecipazione. Si segnala che la dispersione dei dati risulta essere superiore di circa il 3% rispetto ai fondi attivi.

Strategie Hands-on e crescita organica: IRR inferiore ma dispersione minore

Gli approcci di tipo attivo, accompagnati da modelli di crescita organica, hanno generato un IRR tendenzialmente inferiore rispetto a tutte le altre strategie.

Tuttavia, hanno dimostrato di avere livelli di dispersione attorno alla mediana inferiore rispetto agli altri quadranti. In termini operativi il 65% delle imprese campionate ha ottenuto un'espansione dei margini operativi, accompagnate da una crescita dell'attivo e fatturato; un buon livello di *deleverage* e una buona espansione dei multipli.

Strategie Hands-off e crescita inorganica: alta dispersione dei rendimenti

Seppur si individua un IRR superiore di circa 3 punti percentuali rispetto al quadrante *Hands-on* e crescita organica, la dispersione del rendimento generato contribuisce ad aumentare il rischio associato all'investimento. Il livello di *median absolute deviation*, dai dati a nostra disposizione, è pari al 28,2%, un valore più che doppio rispetto alla strategia sopra citata. In questo caso, le leve di valore analizzate hanno riscontrato miglioramenti in termini operativi nel 61% dei casi, livelli di *deleverage* più contenuti, e una forte espansione dei multipli, derivante dall'allocazione settoriale di portafoglio in settori di tipo specialistico, associata in letteratura (ed analizzata nel capitolo 3) ai fondi con approcci di *governance* passiva.

A seguito dei risultati analizzati possiamo confermare che, le strategie di tipo *buy and build* tendono a sovraperformare le strategie di crescita organica, generando in media livelli di IRR superiori. Allo stesso modo, l'apporto della *governance* nel caso di strategie di crescita per linee esterne ha mostrato valori di IRR superiori di circa 3 punti rispetto a strategie passive.

Alternativamente, il ruolo della governance attiva nelle strategie di crescita organica non si è manifestato con livelli di IRR maggiori, ma tramite una minore dispersione del risultato conseguito.

Conclusioni

Il presente lavoro di tesi si è proposto di indagare sulla complessa relazione tra le scelte di *governance* e le linee strategiche nell'ambito degli investimenti *Private Equity*. Sfruttando un approccio matriciale che coniugasse le dimensioni oggetto di analisi, si è cercato infine di individuare quali strategie consentano a un'impresa di esprimere pienamente il suo potenziale in termini di valore.

Poniamo le basi del lavoro di analisi a partire dal primo capitolo, fornendo al lettore una rapida panoramica del contesto normativo e storico. Da quest'ultimo ricaviamo come, sin dalla strutturazione della prima operazione di *Private Equity* condotta da ARDC, si compresero le potenzialità di tale operatività. I rendimenti ottenuti dagli investitori generarono delle *performance* nettamente superiori rispetto a quelle offerte in media dal capitale di rischio quotato, grazie a: un considerevole miglioramento delle *performance* operative, un rapido impatto sulla dimensionalità d'impresa e, conseguentemente, generando risultati particolarmente importanti sia sul piano delle performance dell'investimento che sull'economia reale, favorendo lo slancio all'innovazione e alla creazione di poli di eccellenza – come nel caso di *Digital Equipment Corporation*.

Il ruolo dei fondi *Private Equity* si è quindi dimostrato, fin dalle sue origini, di fondamentale importanza per una moltitudine di *stakeholder*. Tuttavia, questi virtuosismi derivano da una serie di scelte complesse che i GP sono tenuti ad affrontare. Scelte che, nel presente lavoro, abbiamo suddiviso in due macrocategorie ritenute centrali nel processo di creazione di valore: la *governance* e le linee strategiche.

La prima dimensione dello studio inizia dalla revisione della letteratura in tema di governo societario, condotta nel capitolo 2, e si concentra su un tema centrale della letteratura economica nonché di fondamentale importanza per i fondi *Private Equity*: la separazione tra proprietà e controllo. Gli studi di M. Jensen e W. Meckling identificarono le frizioni derivanti da strutture societarie basate su un sistema delegativo dei poteri decisionali, sottolineando i costi causati dal disallineamento degli interessi tra principale (azionista) ed agente (*management*). Sebbene, in prima istanza si possa asserire che tali costi possano essere mitigati attraverso il ricongiungimento tra proprietà e controllo, anche questa soluzione non sarebbe esente da ulteriori criticità. I settori ad elevato contenuto tecnologico necessitano di soggetti che possiedano elevate competenze specifiche. Dunque, la sostituzione dei componenti di vertice con soggetti possessori di

conoscenze generaliste (come assunto nel caso dei GP), al fine di ridurre le frizioni derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, genererebbe un maggior rischio di effettuare scelte di governo subottimali. I fondi, avendo piena coscienza di queste problematiche hanno sviluppato degli strumenti atti a mitigare, almeno parzialmente, i disallineamenti tra i soggetti rappresentati la proprietà e quelli delegati del controllo; tuttavia, come evidenziato da Goffman nella sua critica al sistema contrattualistico, non sempre le relazioni contrattuali sono degli strumenti sufficienti a scongiurare comportamenti opportunistici nelle *agency relationship*, poiché lasciano spazio all'agente di aggirare le regole pattuite tramite contratto per ottenere vantaggi personali non dichiarati.

- Comprendendo che queste frizioni non possono essere eliminate nella loro interezza, e che i sistemi contrattuali non garantiscono una piena copertura dai comportamenti opportunistici, vi sarà la necessità da parte del fondo di compiere una scelta, ossia: assumere un atteggiamento attivo (*Hands-on*) mitigando così parte dei costi nella separazione tra proprietà e controllo ma sostenendo i costi di trasmissione delle conoscenze.
- Utilizzare un approccio passivo (*Hands-off*), delegando il potere decisionale a chi detiene le competenze necessarie alla gestione d'impresa evitando costi di transazione, ma esponendosi alle frizioni derivanti dalla delega del potere decisionale.

A partire da tali premesse teoriche, una delle analisi empiriche condotte ha consentito di rilevare una relazione statisticamente significativa tra il grado di coinvolgimento del fondo ed il livello di specializzazione tipica del settore. Gestioni di tipo *Hands-off* hanno dimostrato di collocarsi in settori ad elevato livello di specializzazione, dove la necessità di competenze specifiche rende necessaria la delega dei poteri decisionali.

Alternativamente, portafogli più bilanciati si sono riscontrati in gestioni di tipo *Hands-on*, in cui le conoscenze generiche, comunemente attribuite ai *General Partners*, possono essere sufficienti allo scopo.

Se dunque il primo asse analitico ha riguardato la struttura del governo societario nonché le implicazioni in termini di allocazione settoriale ad esso connesso, altrettanto centrale nel processo di creazione di valore – nonché secondo elemento della nostra analisi – è il

ruolo delle scelte strategiche, che definiscono così i percorsi di sviluppo e il posizionamento competitivo dell'impresa partecipata.

Si è posta particolare enfasi sulle strategie *buy and build*, ormai da tempo particolarmente apprezzate dai fondi *Private Equity*. Dalle evidenze empiriche abbiamo potuto apprezzare l'intensità di diversificazione perseguita dalle *platform*, nonché la dimensionalità delle stesse. Si è appurato che buona parte delle grandi imprese (60%) sfrutta linee strategiche di tipo esterno e che, tendenzialmente, questa tipologia di acquisizioni avviene nello stesso settore, costituendosi di fatto come forma di integrazione orizzontale; tuttavia, non sono infrequenti le integrazioni sul piano verticale. Alternativamente le imprese che hanno effettuato acquisizioni all'estero presentano livelli d'intensità di diversificazione nettamente superiori, derivanti non solo dalla geografia dell'*add-on*, ma anche dalla diversa specializzazione delle acquisite. Infatti, buona parte delle operazioni analizzate effettuate oltreconfine hanno visto l'integrazione di imprese operanti in settori affini o differenti rispetto alla *platform*, sottolineando come l'espansione geografica possa essere un valido strumento nell'accesso a nuove tecnologie e risorse.

Risulta oltremodo evidente – in linea con quanto emerso dalla letteratura – che le strategie di tipo *buy and build* sono spesso condotte in settori particolarmente maturi e frammentati (individuati tramite lo studio dell'indice di concentrazione settoriale HHI), in cui l'acquisizione di quote di mercato risulta più facilmente realizzabile tramite il *takeover* di imprese concorrenti. Oltretutto, una maggiore frammentazione settoriale implica una ridotta dimensionalità delle imprese, creando così condizioni favorevoli per la creazione di gruppi industriali di maggiore dimensione che possano generare non solo sinergie operative, ma beneficiare dell'ampliamento dei multipli associato ad una maggiore scala e solidità percepita in fase di disinvestimento.

A seguito della costituzione delle due dimensioni oggetto di studio, si è proceduto a popolare la matrice strategico-gestionale, evidenziando come l'operatività *Hands-on* accompagnata da linee di crescita organiche sia prevalente nel campione. Questo risultato suggerisce un approccio orientato al controllo diretto delle partecipate, con una preferenza per lo sviluppo interno rispetto all'espansione tramite acquisizioni, sebbene quest'ultima scelta rimanga centrale nei casi di imprese caratterizzate da una maggiore dimensionalità.

Completata la ricostruzione delle determinanti strategiche e gestionali, l'analisi si concentra sulla valutazione dei singoli quadranti della matrice, valutando gli elementi

cardine della creazione di valore, quali: gli aspetti operativi, la leva finanziaria e l'espansione dei multipli.

Con riferimento ai risultati operativi, si è studiato, tramite analisi cluster, in che misura le scelte strategico-gestionali abbiano influenzato le metriche economico-patrimoniali, utilizzando come metriche di riferimento: la crescita del fatturato e dell'attivo; l'efficientamento operativo, studiato tramite un'analisi dell'*EBITDA margin*; e la produttività dell'attivo, valutando le variazioni dell'*asset turnover ratio*.

Abbiamo individuato che, sui quattro quadranti analizzati, si sono evidenziati miglioramenti generalizzati delle performance operative, in cui si è individuata una forte crescita del fatturato e dell'attivo. L'*EBITDA margin* ha guadagnato in media fino a un punto e mezzo nell'*holding period*, specialmente nelle imprese partecipate da fondi attivi che utilizzano strategie di tipo *buy and build* (miglioramenti rilevati nel 76% dei casi). Alternativamente, si è riscontrato un maggiore rischio di ottenere *performance* operative stagnanti nel caso in cui il fondo utilizzi un approccio di *governance* passivo con linee strategiche di tipo organico (38% dei casi).

A seguito della prima analisi si è valutato il contributo della leva finanziaria. Si è accertato, come prevedibile, che i fondi che utilizzano linee di crescita esterne sviluppino nel periodo di detenzione della partecipazione un livello medio di *leverage* superiore rispetto alle imprese che crescono tramite canali interni. Tuttavia, i risultati interessanti di questo paragrafo non sono esauriscono esclusivamente alle considerazioni di carattere finanziario ma si spingono alla governance, coerentemente con gli studi di Michael Jensen del '86. Infatti, i fondi *Hands-on*, empiricamente, hanno dimostrato di seguire piani di ammortamento del debito sensibilmente più aggressivi rispetto agli operatori passivi. Questa forma di pressione sui *cashflow* era stata studiata dal sopra citato studio di M. Jensen, che individuava come il principale avesse la possibilità di aumentare il controllo sull'agente riducendo i flussi di cassa liberi a disposizione dello stesso tramite l'utilizzo del debito - data l'inflessibilità dei pagamenti richiesti dal servizio del debito stesso - mitigando così il sorgere di comportamenti opportunistici dati dal grande quantitativo liquidità a disposizione, e costringendo gli organi di vertice ad utilizzare i flussi disponibili per perseguire esclusivamente progetti d'investimento ritenuti redditizi.

Infine, si conclude analizzando l'evoluzione dei multipli per singolo quadrante, e in questo caso sarà oggetto di attenzione il settore di riferimento. Come studiato nel capitolo quattro, le strategie di *governance* spesso sono utilizzate con riferimento al settore

d'interesse del fondo. Abbiamo visto come gli operatori *Hands-off* fossero più propensi ad acquisire partecipazioni in fondi ad elevato livello tecnologico, e da questa scelta sono stati ricompensati tramite un'espansione superiore dei multipli.

L'espansione in questi settori è evidente anche sui mercati di borsa, che nell'ultimo decennio hanno premiato soprattutto le imprese operanti in settori *growth*, spesso caratterizzati da elevate competenze specifiche (*tech.* chimico-farmaceutico). Espansione che non sempre è stata accompagnata da miglioramenti operativi dell'impresa, ma che abbiamo ritenuto, in alcuni casi, essere legata all'*appeal* del settore.

L'unione di questi tre elementi è stata sintetizzata dai risultati ottenuti in termini di IRR, che hanno premiato le strategie di crescita inorganica accompagnate da uno stile di gestione *Hands-on*, mentre risultati inferiori si sono individuati nelle gestioni di tipo attivo ma accompagnati da uno stile di crescita organico. Tuttavia, si è notata una maggiore variabilità dei risultati quando si sono utilizzati approcci di tipo *hands-off*, evidenziando come le gestioni attive possano contribuire a generare una maggiore stabilità dei rendimenti.

Possiamo concludere da quanto analizzato che dalla nostra analisi emerge chiaramente come l'intervento attivo sia un fattore critico nella creazione di valore. In particolare, quando abbinato a strategie *buy and build*, esso ha generato rendimenti superiori, supportato dalla comprovata capacità dei fondi di selezionare ed integrare efficacemente gli *add-on*. Per contro, le strategie di crescita organica, pur beneficiando del supporto gestionale dei *General Partners*, hanno registrato una sottoperformance di oltre 10 punti percentuali.

Alcune considerazioni sono sorte anche dagli approcci di tipo *Hands-off*. In particolare, la delega decisionale si è dimostrata valevole quando applicata ai segmenti *high-tech* generando risultati in termini di IRR soddisfacenti, pur dimostrando una dispersione dei risultati molto maggiore rispetto ai casi *Hands-on*. Inoltre, queste valutazioni risentono in buona parte di una forte espansione dei multipli a livello settoriale avvenuta nell'ultimo decennio, che ha consentito di trainare le valutazioni.

Concludendo la nostra analisi, si vuole lanciare un monito riguardo l'attuale contesto instabile in cui si ritrovano le nostre economie. In uno scenario macroeconomico quale quello odierno con un costo del debito più alto e livelli di incertezza che non delineano un percorso chiaro per i futuri cambiamenti di tasso, a cui si accompagna una compressione

dei multipli di valutazione, il ruolo dei *General Partners* diventa critico. Il solo acume finanziario per la generazione di rendimento non sarà più sufficiente, bensì si necessiterà di una maggiore attenzione alle componenti operative, tramite una crescita sostenibile del fatturato e dei margini, che possano compensare la compressione dei multipli mantenendo così gli standard di rendimento attesi dagli investitori. Sarà dunque compito dei gestori dimostrare una profonda capacità nella creazione di valore a livello operativo, andando oltre la mera ottimizzazione finanziaria e scelta settoriale, per garantire una forma di resilienza degli investimenti in questo nuovo e sfidante panorama di mercato.

Pertanto, il presente lavoro si pone così come strumento di riflessione per una pluralità di soggetti: per i gestori, volendo enfatizzare l'importanza delle diverse componenti nella generazione di rendimento; per gli investitori, come strumento per valutare le strategie messe in atto dai fondi e per stabilire *ex-ante* le capacità di generazione di rendimento data dalle diverse strategie; e per gli imprenditori, che desiderano comprendere gli effetti derivanti dall'ingresso nel capitale di rischio da parte dei fondi d'investimento.

Il lavoro non vuole essere esaustivo su tutti i fronti analizzati, bensì delineare un quadro che permetta di comprendere le diverse peculiarità e i cambiamenti apportati da questa tipologia d'investimento. Pertanto, i successivi lavori di ricerca potrebbero analizzare più a fondo i fenomeni del coinvoglimento gestionale da parte dei GP, approcciandosi direttamente ai gestori tramite questionari o interviste, al fine di ampliare la letteratura su un tema tanto importante quanto ancora poco coperto dalla ricerca. Ulteriore domanda potrebbe sorgere dalle differenze di rendimento ormai note, tra le strategie *buy and build* e crescita organica. Quest'ultima, infatti, non richiede operatività sul mercato M&A e, in periodi di valutazioni elevate potrebbe rivelarsi più conveniente da perseguire, sarebbe così interessante comprendere quale impatto hanno le condizioni di mercato e i cicli di valutazione sul rendimento relativo di queste strategie.

Appendice metodologica:

SINTESI DELLE DICHIARAZIONI DEI FONDI UTILI ALLA SCELTA DEL CRITERIO GESTIONALE:

Fondo	Dichiarazioni
21 INVEST SPA	Active ownership: "lavoriamo con le aziende fornendo supporto e assistenza per far raggiungere i loro obiettivi di crescita, tramite supporto strategico umano e organizzativo" la società dichiara inoltre di supportare società che operano in mercati frammentati operando tramite platform-strategy, con l'obiettivo di espandere l'impresa anche in termini geografici, la società dichiara inoltre di strumenti per aumentare il livello di digitalizzazione all'interno delle partecipate come ulteriore leva di creazione del valore. Hands-on.
Alcedo SGR	AIFI sottolinea come Alcedo abbia sviluppato una capacità d'investimento basata non esclusivamente sull'apporto finanziario, ma anche e soprattutto "sulla capacità di instaurare stretti rapporti di partnership con gli imprenditori e i manager", il fondo dichiara sul suo sito di intervenire direttamente nella strategia di mercato promuovendo il riposizionamento competitivo d'azienda. Hands-on.
Alto Partners	Utilizza strategia basata focalizzata "sullo sviluppo attraverso un attento monitoraggio delle società in portafoglio[...] promuove attivamente iniziative di consolidamento settoriale sfruttando il solido background industriale e l'ampia rete di contatti", "Alto partners fornisce supporto alle società collaborando attivamente con le società e con il management team al fine di perseguire il piano di crescita". Hands-on
Ambienta SGR	La strategia si focalizza sulla scelta di imprese in forte crescita utilizzando come leve "il Rafforzamento organizzativo, Consolidamento settoriale, Crescita internazionale e integrazione ESG", il fondo dichiara di offrire incentivi agli imprenditori e al management team senza sostituirsi nelle funzioni di controllo, ma fornendo, ove necessario, consulenze di tipo finanziario e industriale. L'approccio risulta dunque essere poco "invasivo" dal punto di vista delle scelte operative d'impresa. Hands-off.
AGIC Capital	Tramite quote maggioritarie, l'obiettivo è la crescita mediante approcci, definiti da AGIC stesso di tipo hands-on. L'approccio è riscontrabile da alcuni dei punti d'interesse sottolineati dalla strategia d'investimento, come specifici KPI per il monitoring del management, la scelta di nuovo

	organico da inserire all'interno delle partecipate, la definizione di nuove linee strategiche e mercati e il miglioramento delle performance mediante l'implementazione di strategie di pricing e l'ottimizzazione della cost structure. Hands-on.
Aksia Group SpA	Aksia Group adotta un approccio attivo, intervenendo attivamente nella crescita e trasformazione delle aziende in portafoglio. Costruisce poli aggregativi combinando crescita organica e acquisizioni strategiche, supportando il passaggio da realtà familiari a leader di mercato. Collabora strettamente con imprenditori e management, rafforzando i team attraverso un network di professionisti qualificati e contribuendo direttamente alla gestione operativa. L'obiettivo è promuovere uno sviluppo sostenibile, integrando principi ESG nella governance e nei processi aziendali, massimizzando i rendimenti finanziari e l'impatto positivo su persone e ambiente. Hands.on.
Ardian	Il fondo dichiara di utilizzare una strategia di tipo fiduciario, cercando di aiutare l'imprenditore nella ricerca di nuovi clienti e nell'espansione cross-border, oltretutto il fondo cerca di allineare le pratiche d'impresa ai principi ESG. In termini di azione sul management, il fondo è caratterizzato da una forte diversificazione dal punto di vista settoriale, dichiarando di non voler entrare nelle scelte operative di ognuna delle partecipate, ma di apportare delle competenze generaliste, ed inoltre di non estendere il suo ambito d'azione oltre i canonici benefit apportati dai fondi PE. Hands-off.
Armonia SGR	Il fondo crea valore attraverso "il consolidamento delle PMI attive principalmente in settori di eccellenza produttiva [...] tipici del made in Italy", Armonia persegue lo sviluppo delle aziende target mediante azioni mirate a rimuovere situazioni di stallo alla crescita: cambio generazionale, mancanza di un management con adeguata esperienza e capacità, mancato apporto di capitali e mancata promozione di operazioni di aggregazione e fusione. Il fondo dichiara di collaborare attivamente con le partecipate per lo sviluppo e la crescita del business.
Astorg Partners SA	Il fondo dichiara di avere un coinvolgimento diretto nelle imprese partecipate, agendo solo sui settori che vengono pienamente compresi e sostenendo il management team tramite la partecipazione alle decisioni strategiche e tramite la proposta di iniziative di miglioramento. Il fondo dichiara inoltre di concentrarsi su poche aziende, avendo così tempo e risorse da dedicare a ciascuna impresa portafogliata.
Augens Capital	Agisce da partner costruttivo per imprenditori e team di management, instaurando rapporti di fiducia basati su trasparenza e governance solida. "Combiniamo la nostra esperienza finanziaria e strategica con le capacità operative

	dei manager per generare opportunità di investimento di successo. Al centro del nostro modello c'è l'attrazione e lo sviluppo di talenti, ritenuti elemento chiave per sbloccare il pieno potenziale delle aziende. In concreto, supportiamo le imprese nella transizione verso una gestione professionale, introducendo best practice di governance, facilitiamo operazioni di M&A mirate a consolidare il settore o fare acquisizioni strategiche e promuoviamo l'internazionalizzazione del business"
Azimut Libera Impresa	La realtà si propone di investire in realtà promettenti, intermediando il risparmio dei sottoscrittori Retail tramite operazioni di tipo Equity financing, in realtà già strutturate. La società non dichiara di intervenire direttamente nell'operatività d'impresa, ma cerca di mitigare la rischiosità degli investimenti mediante la strutturazione di portafogli molto diversificati.
Apax Partners	Le target sono imprese operative nei settori: Tech, Services e Internet/Consumers. Apax investe in settori high-growth selezionati per valore e potenziale di consolidamento. Con un'offerta che spazia dai buyout tradizionali al growth capital, passando per strategie di debito e veicoli quotati, l'approccio di Apax è fortemente hands-on: collaborano fianco a fianco con i management team per pianificare e realizzare trasformazioni operative, digitali e strategiche, mantenendo sempre elevati standard di governance e integrando criteri ESG in ogni fase del processo d'investimento.
Bain Capital LP	L'obiettivo primario risulta la crescita dell'impresa, mediante l'espansione in nuovi mercati e nuovi prodotti. Bain, apporta esperienze e risorse a supporto del management, tramite l'ampliamento del suo network e l'attuazione di strategie di tipo B&B. Viene dichiarato che il fondo ha creato un portafoglio in cui impiega soggetti che godono di professionisti con esperienza operativa e strategica, che operano a fianco del management team.
B4 Investimenti SGR	B4 Investimenti adotta un approccio fortemente hands-on, intervenendo accanto agli imprenditori e ai loro management team non solo con capitale ma anche con competenze manageriali e un ampio network di professionisti. B4 si pone come vero "business partner": definisce piani di sviluppo condivisi, affianca le aziende nella crescita organica e nell'implementazione di best practice, guida i processi di internazionalizzazione e promuove operazioni di aggregazione tramite M&A. In ogni fase – dalla scelta delle strategie di mercato all'esecuzione concreta dei progetti – B4 collabora attivamente con gli stakeholder aziendali, garantendo un coinvolgimento operativo che massimizza il potenziale di ciascuna PMI e ne sostiene la

	trasformazione in realtà strutturate e competitive a livello globale.
CDP Equity	CDP Equity opera in modo ibrido, ossia interviene sulle scelte di governance, tuttavia dichiara una forte strategia "delegante" per le operazioni di business, e dunque opera più come partner finanziario che come partner operativo. L'ingresso nella governance è giustificato se visto come forma di garanzia dal punto di vista dell'azionista. Tuttavia, in termini relativi l'approccio le finalità di CDP sembrano essere di tipo hands-off rispetto ai gestori analizzati.
Charme Capital Partners SGA SpA	Charme Capital Partners adotta un modello hands-off: una volta perfezionata l'operazione di buy-out o growth capital, il fondo affida piena autonomia decisionale e gestionale ai team interni delle società partecipate, intervenendo solo per definire la strategia a lungo termine e garantire la coerenza con gli obiettivi di value creation. Nei casi recenti, ad esempio, Charme ha mantenuto i manager responsabili dell'implementazione dei piani industriali—dalla riorganizzazione delle linee produttive all'adozione di sistemi ERP—limitando il proprio intervento operativo quotidiano alla supervisione dei principali indicatori di performance e al supporto nelle decisioni straordinarie di M&A. Questo approccio consente alle aziende di preservare la continuità operativa e la motivazione del management, mentre Charme monitora a distanza lo sviluppo delle metriche chiave e interviene solo per riallineare la strategia in caso di deviazioni significative.
Charterhouse Development Capital Ltd	Charterhouse Capital Partners è uno dei più antichi fondi europei di private equity, attivo dal 1934 con uffici a Londra, Milano e Parigi. Investendo principalmente in società mid-market occidentali (Enterprise Value tra €100 M e €500 M) nei settori consumer, healthcare, industrials e servizi, Charterhouse si distingue per un coinvolgimento operativo diretto. Nei deal recenti — ad esempio l'ingresso in Two Circles a inizio 2024 o l'acquisizione di ESTYA lo scorso mese — il team ha lavorato gomito a gomito con i management interni non solo per definire i piani strategici (M&A, internazionalizzazione), ma anche per supportare l'implementazione di sistemi ERP, ottimizzare la supply chain e rafforzare i controlli di qualità. Questo livello di intervento concreto nelle fasi esecutive dimostra come Charterhouse adotti un chiaro approccio hands-on, convinta che solo un affiancamento operativo continuo possa sbloccare trasformazioni profonde e sostenibili nelle aziende partecipate
Chequers Capital	Charterhouse Capital collabora attivamente con i management team delle aziende in portafoglio. Interviene concretamente nella definizione di piani di trasformazione,

	ottimizzando processi come digitalizzazione e M&A. Inoltre, supporta l'operatività quotidiana migliorando le performance tramite interventi su sistemi ERP e supply chain. Il tutto evidenzia una forte forma di coinvolgimento
Clessidra SGR	Clessidra opera in stretta collaborazione con gli imprenditori ed il management delle società in portafoglio al fine di perseguire il piano di crescita condiviso in tutte le fasi del processo di gestione degli investimenti. Gli obiettivi sopra esposti vengono perseguiti tramite l'inserimento di nuove figure manageriali nelle società partecipate a supporto degli imprenditori, coinvolgimento nella gestione operativa della partecipata, e nell'ideazione di una policy ESG. Hands-on.
Cronos Capital Partners	Cronos basa le sue partecipazioni su business espandibili con un forte orientamento alle esportazioni, il loro investment memorandum dichiara un approccio di tipo proattivo nelle aziende partecipate e un ruolo attivo all'interno della governance. Le operazioni si svolgono tendenzialmente con l'acquisizione di quote di maggioranza.
CVC Advisers Ltd	CVC Advisers, come parte del gruppo CVC Capital Partners, adotta generalmente un approccio "hands-on". La società si impegna attivamente nella gestione e nel supporto operativo delle aziende di portafoglio, collaborando strettamente con i team di management e i fondatori per ottimizzare le performance e attuare strategie di crescita. CVC è nota per essere coinvolta nelle operazioni di M&A, nel miglioramento delle pratiche aziendali e nell'internazionalizzazione delle aziende in cui investe, il che suggerisce un approccio diretto e pratico, piuttosto che passivo. Questa visione è supportata da dichiarazioni presenti nei materiali di CVC, che enfatizzano l'importanza di "guidare la crescita" e "costruire valore" attraverso il coinvolgimento attivo con le aziende di portafoglio e il rafforzamento delle capacità manageriali
DeA Capital	DeA Capital si configura come un gestore di asset alternativi con approccio hands-off, focalizzato sulla gestione di fondi di private equity, private credit e real estate per investitori istituzionali. Non interviene nella gestione operativa quotidiana delle aziende partecipate, ma si limita a fornire capitale, supporto strategico e governance mettendo al servizio competenze generaliste (come dichiarato dalla società). Il suo modello si basa su creare valore attraverso la gestione professionale degli investimenti piuttosto che attraverso il controllo operativo diretto.
Equilybra Capital Partners	Adotta un approccio di tipo hands off, la strategia di investimento si basa sullo screening di PMI che presentano solidi fondamentali e un valore intrinseco inferiore rispetto alla media di settore, la partecipazione è solitamente di

	minoranza, risultando così un partner più finanziario che operativo.
Gradiente SGR	Gradiente adotta un approccio hands-on, collaborando attivamente con imprenditori e management per sostenere la crescita strategica delle aziende partecipate. L'intervento avviene tramite una presenza attiva nei Consigli di Amministrazione, supporto nelle scelte straordinarie e inserimento di figure chiave, sempre su basi di governance condivisa. Il fondo investe in PMI solide e redditizie, evitando operazioni di turnaround o venture capital, con un processo strutturato che va dall'analisi iniziale al monitoraggio operativo e alla gestione dell'exit.
Green Arrow Capital	L'obiettivo del fondo è l'investimento in settori altamente frammentati tramite l'acquisizione di quote di maggioranza, con l'obiettivo di investire sull'attivo fisso e intervenendo sulla struttura finanziaria e organizzativa. Il fondo dichiara esplicitamente di avere un approccio di tipo "active ownership", coniugando le strategie di business con obiettivi ESG.
HAT Sicaf SpA	HAT si definisce come un partner che estende il suo commitment ben oltre il solo supporto finanziario, cercando di creare valore tramite condivisione del piano industriale e mediante la condivisione con l'imprenditore di una linea di sviluppo che sia sostenibile e d'impatto. Il focus dei suoi investimenti si basa sul settore IT, pur non essendo presenti (per linkedin) soggetti che hanno precedentemente avuto formazione nel campo STEM
H.I.G. European Capital Partners LLP	Pur seguendo una moltitudine di strategie, H.I.G. dichiara di seguire un approccio di tipo hands on, sottolineando un supporto di tipo finanziario, operativo e strategico. Il capitale umano messo a disposizione ha "una sostanziale esperienza nel campo operativo, consulting, finanziario e tecnologico". I materiali presenti sul sito HIG sottolineano il forte coinvolgimento che essa assume nelle partecipate, la presenza di STEM all'interno dell'organico, rapportato con una serie di partecipazioni, lasciano intendere siano necessarie competenze di tipo specifico per l'espletamento dell'attività operativa e dunque risultano coerenti con la tipologia di approccio ipotizzato
Iniziativa Gestione Investimenti SGR SpA	IGI lavora con un network di contatti che hanno assunto posizioni di gestione diretta in un'ampia categoria di settori, il punto di forza che IGI dichiara di avere è dunque l'esperienza professionale maturata da alcuni componenti del Team in qualità di manager. Tale fattore permette a IGI di "stabilire relazioni efficaci e dirette con le società target". Il focus è sull'industria manifatturiera. L'approccio sembra così essere pienamente di tipo hands-on

InvestCorp	L'approccio di Investcorp è hands-on, con un coinvolgimento diretto e attivo nel supporto strategico e operativo delle aziende in portafoglio. Si concentra su diversi aspetti chiave per favorire la crescita e il miglioramento delle performance delle aziende, come l'espansione organica attraverso la crescita delle linee di servizio e l'ottimizzazione delle vendite. Inoltre, Investcorp pone particolare attenzione sulle fusioni e acquisizioni, puntando su acquisizioni strategiche e sull'ottimizzazione post-acquisizione. Il fondo si impegna anche a rafforzare il management delle aziende investite, aggiungendo talenti e expertise per migliorare l'efficacia delle operazioni, e ad aumentare le capacità infrastrutturali delle imprese, con particolare focus sui sistemi IT e sulla trasformazione digitale. Infine, il team di Investcorp è supportato da una rete di esperti esterni, i cosiddetti Advisory Directors, che offrono consulenze strategiche, aiutano a identificare nuove opportunità, migliorare il flusso di cassa e fornire leadership strategica a livello operativo e di consiglio di amministrazione.
Lone Star Global Acquisitions Ltd	Lone Star ha un approccio hands-on. Il fondo si concentra sul miglioramento operativo e strategico delle aziende in portafoglio, con un coinvolgimento attivo nella gestione. Lone Star interviene in modo significativo nella ristrutturazione e nel miglioramento delle performance finanziarie delle imprese, monitorando attivamente le operazioni e supportando la gestione aziendale. Il loro approccio include modifiche strategiche, ottimizzazione operativa e implementazione di miglioramenti nei settori chiave per accelerare la crescita e la redditività delle aziende investite.
NB Renaissance Partners Holdings Sarl	Il focus sembra essere sul supporto strategico a lungo termine e sull'innovazione nei prodotti d'investimento, piuttosto che su interventi diretti nelle operazioni aziendali quotidiane o nella ristrutturazione del management. Per questo motivo, seppur il modello di partnership e l'approccio al lungo termine possano sembrare orientati a un coinvolgimento diretto con i clienti, non si evince un vero e proprio approccio hands-on che comporti l'attività operativa quotidiana o cambiamenti nel management delle società in cui si investe. Il modello descritto sembra più hands-off, con una forte attenzione alla gestione strategica e al supporto tramite l'intelligenza collettiva dell'organizzazione, senza interventi invasivi nella gestione interna delle società target.
One Equity Partners	One Equity si propone una forma di investimento di tipo proprietario-strategico, con obiettivo la creazione di valore mediante la condivisione della vision e delle scelte operative

	condotte insieme all'imprenditore. Il fondo mira all'espansione del business mediante strategie di Buy and Build, e affianca l'impresa nel suo processo di crescita e internazionalizzazione, curando la scelta delle linee strategiche e la selezione dell'organico, anche sotto il punto di vista manageriale. La strategia risulta focalizzarsi molto sul piano operativo e dunque di tipo hands-on
Permira Ltd	Permira dichiara di sostenere le società nel processo di crescita mediante un approccio basato su una partnership con il management, al fine di accrescere le performance operative del business. Uno dei punti particolarmente enfatizzati dalla scheda di presentazione è dato dalla esperienza che il capitale umano di Permira vanta nei settori target del fondo, volendo evidenziare le competenze specifiche che possono essere messe a disposizione dell'impresa nel momento di ingresso di Permira nel capitale. L'approccio risulta così basato non solo sull'apporto di benefit e capitale, bensì su un affiancamento a livello operativo.
Progressio SGR	Progressio adotta un approccio hands-on, intervenendo attivamente al fianco delle PMI italiane: accompagna la crescita organica e guida le operazioni di M&A, rafforza l'organizzazione manageriale, implementa progetti di sostenibilità e digitalizzazione e si avvale di relazioni strette con imprenditori, advisor e manager che vantano esperienza nei settori di riferimento. Questa costante partecipazione operativa testimonia un coinvolgimento diretto e pratico, tipico di un modello hands-on.
Redfish Longterm Capital SpA	RF adotta un approccio hands-off: entra come socio di minoranza lasciando all'imprenditore la piena gestione operativa, assume il ruolo di "wise partner" offrendo supporto strategico tramite un board seat e advisory, e coordina gli aspetti di pianificazione e sviluppo (in particolare le attività di M&A internazionale), senza però intervenire nelle decisioni quotidiane o nel day-to-day dell'azienda.
Searchlight Capital Partners LP	Searchlight Capital Partners adotta un approccio hands-on, fondato sul lavoro a fianco dei management team per trasformare operazioni complesse in opportunità di crescita sostenibile. La loro "Driving Transformative Value Creation" combina una profonda conoscenza delle industry ed expertise sul lato operativo, intervenendo attivamente nell'integrazione post-deal e nell'ottimizzazione dei processi aziendali. In passato, hanno destinato centinaia di milioni di dollari a miglioramenti operativi—ad esempio un investimento da 2,0 miliardi per potenziare rete e servizi in un'acquisizione da 1,35 miliardi—dimostrando un coinvolgimento diretto nella realizzazione di piani di crescita e nell'aumento delle performance delle portfolio

	companies. Questo livello di intervento conferma che Searchlight non è un semplice fornitore di capitale, ma un partner operativo.
Vertis SGR	Vertis SGR adotta un approccio hands-on nel suo operato di private equity e venture capital. La società si concentra su investimenti in progetti di ricerca, spin-off universitari, startup e PMI, con un'attenzione particolare all'innovazione e al Made in Italy. Attraverso i suoi fondi, Vertis SGR non si limita a fornire capitale, ma partecipa attivamente allo sviluppo delle aziende in portafoglio. Questo coinvolgimento si manifesta nella collaborazione con i team di gestione delle aziende per implementare strategie di crescita, migliorare la governance e promuovere l'adozione di pratiche sostenibili. Inoltre, Vertis SGR integra criteri ESG (Environmental, Social and Governance) nei processi decisionali e operativi, dimostrando un impegno concreto nella creazione di valore a lungo termine. In sintesi, l'approccio di Vertis SGR è caratterizzato da un coinvolgimento diretto e proattivo nelle aziende in cui investe, supportandole non solo finanziariamente ma anche strategicamente e operativamente.
Wise Equity SGR	Wise Equity adotta un approccio decisamente hands-on. Il fondo investe principalmente in PMI italiane con forte potenziale di crescita, intervenendo direttamente a livello strategico e operativo. Dopo l'investimento, affianca strettamente il management delle partecipate, contribuendo allo sviluppo di piani industriali, alla crescita organica, all'espansione internazionale e a operazioni di M&A. Il team di Wise Equity lavora attivamente al rafforzamento della struttura manageriale, all'ottimizzazione dei processi e al miglioramento della governance aziendale. La loro filosofia non è quella di essere meri fornitori di capitale, ma di agire come veri partner industriali, supportando le aziende nella creazione di valore sostenibile. Numerose operazioni concluse dal fondo confermano questo stile operativo, così come le dichiarazioni pubbliche dei suoi partner.
	Xenon Private Equity adotta un approccio prevalentemente hands-off. Sebbene il team fornisca un supporto strategico e assista il management nella definizione della strategia e nell'identificazione delle aree di miglioramento, non si sostituisce mai al management nelle decisioni operative

Xenon Private Equity	quotidiane. Loro forniscono assistenza e capacità analitiche, ma le decisioni relative all'implementazione del piano e le scelte operative quotidiane rimangono sotto la responsabilità del management e degli imprenditori. Xenon si impegna a rispettare l'autonomia delle aziende in cui investe, concentrandosi sul supporto a livello strategico piuttosto che sulla gestione diretta delle operazioni quotidiane. Questo approccio lo rende chiaramente hands-off, pur mantenendo un coinvolgimento significativo nelle scelte strategiche e nell'indirizzare la crescita a lungo termine.
Xyence Capital SGR SpA	Xyence Capital adotta un approccio hands-on. La società di gestione del risparmio non si limita a essere un investitore passivo, ma svolge un ruolo attivo nel supportare la crescita delle aziende in cui investe. Il team di Xyence fornisce supporto operativo, strategico e manageriale alle aziende partecipate, in particolare nei settori delle scienze della vita, dove l'esperienza del fondo è fondamentale per favorire l'innovazione e lo sviluppo. In sintesi, Xyence si impegna direttamente nella gestione delle sue partecipazioni, con l'obiettivo di accelerare il loro successo e migliorare il valore complessivo dell'investimento.
Apheon	Apheon adotta un approccio hands-on nel private equity. La società si distingue per un coinvolgimento attivo nella gestione delle aziende in portafoglio, collaborando strettamente con i team di management per guidare la crescita e la trasformazione. Questo approccio si manifesta attraverso l'assunzione di partecipazioni di maggioranza, l'implementazione di strategie di crescita organica e l'esecuzione di acquisizioni addizionali, con l'obiettivo di consolidare e professionalizzare le operazioni aziendali. Apheon enfatizza la partnership con imprenditori e manager, fornendo capitale paziente e know-how industriale per preparare le aziende al futuro. Questa strategia ha portato a una significativa espansione del portafoglio, con oltre 200 acquisizioni addizionali e una solida presenza in settori chiave come salute, servizi, consumo e industrie di nicchia.

DIVISIONE DEI SETTORI IN SPECIFICI E GENERALISTI SECONDO IL CRITERIO EUROSTAT/OCSE:

INDUSTRY	TIPO
Pharmaceutical Preparation Manufacturing	Specifica
Custom Computer Programming Services	Specifica
Computer Systems Design and Related Services	Specifica
All Other Professional, Scientific, and Technical Services	Specifica
Power, Distribution, and Specialty Transformer Manufacturing	Specifica
Motor and Generator Manufacturing	Specifica
Measuring, Dispensing, and Other Pumping Equipment Manufacturing	Specifica
Industrial and Commercial Fan and Blower and Air Purification Equipment Manufacturing	Specifica
Heating Equipment (except Warm Air Furnaces) Manufacturing	Specifica
Metal Heat Treating	Specifica
Metal Coating, Engraving (except Jewelry and Silverware), and Allied Services to Manufacturers	Specifica
Electroplating, Plating, Polishing, Anodizing, and Coloring	Specifica
Ball and Roller Bearing Manufacturing	Specifica
Speed Changer, Industrial High-Speed Drive, and Gear Manufacturing	Specifica
Phosphatic Fertilizer Manufacturing	Specifica
Fertilizer (Mixing Only) Manufacturing	Specifica
Nonwoven Fabric Mills	Specifica
Ship Building and Repairing	Specifica
All Other Miscellaneous Chemical Product and Preparation Manufacturing	Specifica
Chemical Manufacturing	Specifica
Toilet Preparation Manufacturing	Specifica
All Other Miscellaneous General Purpose Machinery Manufacturing	Specifica
Ornamental and Architectural Metal Work Manufacturing	Specifica
Other General Purpose Machinery Manufacturing	Specifica
Credit Bureaus	Specifica
Nondepository Credit Intermediation	Specifica
Business to Business Electronic Markets	Specifica
Drugs and Druggists' Sundries Merchant Wholesalers	Specifica
Other Management Consulting Services	Specifica
Polystyrene Foam Product Manufacturing	Specifica
Metal Window and Door Manufacturing	Specifica
Wholesale Electronic Markets and Agents and Brokers	Specifica
All Other Telecommunications	Generalista
Leather and Hide Tanning and Finishing	Generalista
Florists	Generalista
Pet and Pet Supplies Stores	Generalista
Furniture Stores	Generalista
All Other Home Furnishings Stores	Generalista
Retail Bakeries	Generalista
Commercial Bakeries	Generalista
Cookie and Cracker Manufacturing	Generalista

Dry Pasta, Dough, and Flour Mixes Manufacturing from Purchased Flour	Generalista
Nonchocolate Confectionery Manufacturing	Generalista
Chocolate and Confectionery Manufacturing from Cacao Beans	Generalista
Confectionery Manufacturing from Purchased Chocolate	Generalista
Cut and Sew Apparel Contractors	Generalista
Men's and Boys' Cut and Sew Apparel Manufacturing	Generalista
Women's, Girls', and Infants' Cut and Sew Apparel Manufacturing	Generalista
Other Cut and Sew Apparel Manufacturing	Generalista
Apparel Accessories and Other Apparel Manufacturing	Generalista
Furniture and Related Product Manufacturing	Generalista
Collection Agencies	Generalista
Other Miscellaneous Durable Goods Merchant Wholesalers	Generalista
Other Miscellaneous Nondurable Goods Merchant Wholesalers	Generalista
Mayonnaise, Dressing, and Other Prepared Sauce Manufacturing	Generalista
Spice and Extract Manufacturing	Generalista
Animal Slaughtering and Processing	Generalista
All Other Miscellaneous Manufacturing	Generalista
Business Support Services	Generalista
Electronic Shopping and Mail-Order Houses	Generalista
Paper (except Newsprint) Mills	Generalista
Paint manufacturing	Generalista

Bibliografia:

- [1] (A. GERVASONI, F. L. SATTIN, 2020) - A. GERVASONI, F. L. SATTIN, Private Equity e Venture Capital, GueriniNext, 2020.
- [2] (S. E. PRATT, 1982) - S. E. PRATT, How to raise Venture Capital, Scribner, 1982.
- [3] (S. CASELLI, G. NEGRI, 2018) - S. CASELLI, G. NEGRI, Private Equity and Venture Capital in Europe, Academic Press, 2018.
- [4] (B. LELEUX, *et al.*, 2015) - B. LELEUX, H. VAN SWAAY, E. MEGALLY, Private Equity 4.0: Reinventing Value Creation, Wiley, 2005.
- [5] (Y. SINGH, M. REDDY, J. M. ZHU, 2024) - Y. SINGH, M. REDDY, J. M. ZHU, Life Cycle of private equity investments in physician practices; an overview of private equity exits, Health Affairs Scholar, 2024.
- [6] (V. ACHARYA, J. FRANKS, H. SERVAES, 2024) - V. ACHARYA, J. FRANKS, H. SERVAES, Private Equity: Boom and Burst?, London Business School, 2007.
- [7] (F. HAYEK, 1945) - F. HAYEK, The use of Knowledge in Society, The American Economic Review, 1945.
- [8] (M. JENSEN, W. MECKLING, 1995) - M. JENSEN, W. MECKLING, Specific and general knowledge and organizational structure, Journal of Applied Corporate Finance, 1995.
- [9] (E. GOFFMAN, 1969) – E. GOFFMAN, Strategic Interaction, University of Pennsylvania Press, 1969.
- [10] (M. JENSEN, W. MECKLING, 1976) - M. JENSEN, W. MECKLING, Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure, Jurnal of Financial Economics, 1976.
- [11] (J. G. MARCH, H. A. SIMONS, 1958) - J. G. MARCH, H. A. SIMONS, Organizations, Wiley, 1958.
- [12] (C. JUNGWIRTH, P. MOOG, 2004) - C. JUNGWIRTH, P. MOOG, High-techs or low-techs – hands-off or hands-on?, Venture Capital, 2004.
- [13] (P. GOMPERS *et al.*, 2016) - P. GOMPERS, S. N. KAPLAN, V. MUKHARLYAMOV, What do private equity firms say they do?, Journal of Financial Economics, 2016.
- [14] (Y. DURMAZ, A. ILHAN, 2015) - Y. DURMAZ, A. ILHAN, Growth Strategies in Businesses and A Theoretical Approach, International Journal of Business and Management, 2015.

- [15] (E. NIKOSKELAINEN, M. WRIGHT, 2007) - E. NIKOSKELAINEN, M. WRIGHT, The impact of corporate governance mechanism on value increase in leveraged buyouts, *Journal of Corporate Finance*, 2007.
- [16] (V. ACHARYA, *et al.*, 2013) - V. ACHARYA, O. GOTTSCHALG, M. HAHN, C. KEHOE, Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, *Review of Financial Studies*, 2013.
- [17] (R.F. BRUNER, 2004) - R.F. BRUNER, *Applied Mergers and Acquisitions*, Wiley, 2004.
- [18] (S. GIFFORD, 1997) - S. GIFFORD, Limited Attention and the Role of the Venture Capitalist, *Journal of Business Venturing*, 1997.
- [19] (L. BURELLI, 2024.) - L. BURELLI, La concentrazione industriale in Italia, Università LUISS, 2024.
- [20] (M. JENSEN, 1986) - M. JENSEN, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 1986.
- [21] (S. N. KAPLAN, P. STROMBERG, 2009) - S. N. KAPLAN, P. STROMBERG, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 2009.

Sitografia:

AIFI:

<https://www.aifi.it/it/venture-capital-aifi>

ARDC:

https://en.wikipedia.org/wiki/American_Research_and_Development_Corporation

DEC, *Nineteen Fifty-Seven To The Present, 1975:*

https://bitsavers.org/pdf/dec/Books/DEC_1957_To_The_Present_1978.pdf

Statista – number of private equity deals in europe by country:

<https://www.statista.com/statistics/892097/number-of-private-equity-deals-in-europe-by-country/>

Invest Europe, “H1 Activity 2024”:

https://www.investeurope.eu/media/b4eha4ke/20241108_invest-europe_h1-activity_2024.pdf

Private equity firms face pressure as dry powder hits record 2.59\$/Tn:

<https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2023/12/private-equity-firms-face-pressure-as-dry-powder-hits-record-2-59-trillion-79762227>

Statista, Private Equity EV/EBITDA multiples in U.S. 2023:

<https://www.statista.com/statistics/892488/enterprise-value-to-ebitda-in-europe-the-middle-east-and-africa-by-sector/#:~:text=EBITDA%20multiples%20have%20fluctuated%20significantly,and%202023%2C%20reaching%2012.3x.>

McKinsey, Bridging private equity’s value creation gap:

<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/bridging-private-equitys-value-creation-gap>

McKinsey, The organic path to growth:

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20Fifty%20The%20organic%20path%20to%20growth/McKinsey-Quarterly-Five-Fifty-The-organic-path-to-growth.ashx>

Caselli, Private Equity e Venture Capital:

<https://www.coursera.org/learn/private-equity>

S&P Global, European private equity holding periods extend as exit activity slumps:

<https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2023/9/european-private-equity-holding-periods-extend-as-exit-activity-slumps-77643308>

LIUC: Private equity monitor:

<http://www.privateequitymonitor.it>

EY: State of Private Equity (PE) Report Europe 2024 Review:

<https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/de-de/newsroom/2025/03/ey-state-of-pe-report-europe-2024.pdf>

How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation:

<https://www.bcg.com/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build>

Economic Value Added (EVA): cos'è e come si calcola:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>

Damodaran NY Stern Data: EV Multiple by sector - EU Region:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html

AIFI, MCP: Valorizzare il capitale umano. La leva del private capital:

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=7r486479q6J16CI525H3W6p4v72q1f>