

IL MERCATO ITALIANO DEI BUY OUT: UN'ANALISI DAL 1998 AL 2004

Francesco Bollazzi, Marco Soldati

1. Premessa
2. L'analisi del mercato italiano
 - 2.1. Gli investimenti
 - 2.2. Le tipologie di imprese target
 - 2.3. La leva finanziaria
 - 2.4. Gli operatori e la raccolta
 - 2.5. I disinvestimenti
 - 2.6. I risultati
3. I possibili sviluppi futuri

1. Premessa

Questo studio ha come oggetto d'analisi la recente evoluzione del mercato dei buy out in Italia a partire dal 1998 fino al 2004. L'intervallo di tempo considerato è sicuramente molto interessante e significativo in quanto comprende al suo interno tre diverse fasi che ha attraversato questo mercato negli ultimi anni. In particolare si parte dagli anni 1998, 1999 e 2000 (in parte) che segnano il punto di massima espansione di questo "giovane" mercato; il 2001 è poi l'anno in cui si manifesta in pieno la crisi (che ha colpito tutto il mondo economico e finanziario) per poi arrivare al 2002 e al 2003 in cui si notano dei timidi segnali di ripresa. L'analisi si conclude infine, con i recenti dati del 2004 che mostrano segni discordanti rispetto alla tendenza positiva riscontrata nel 2003.

L'analisi è stata svolta cercando di analizzare questo mercato in ogni suo aspetto in modo da avere una visione completa di tutte le componenti che entrano in gioco quando si parla di operazioni di buy out.

A tal scopo il *paper* nel secondo capitolo si divide in sei punti: l'analisi degli investimenti (numero, ammontare, etc.), lo studio delle aziende target (zone geografiche, settore, grandezza, etc.), l'analisi del grado di leva finanziaria, gli operatori e la raccolta, l'analisi dei disinvestimenti e, in ultimo, i risultati che sono stati riscontrati per queste operazioni.

I dati utilizzati in questo paper sono principalmente di fonte AIFI, eccezion fatta per il paragrafo dell'analisi delle aziende target, dove al fine di svolgere un'analisi più approfondita è stato scelto di utilizzare i dati del PEM (Private Equity Monitor).

2. L'analisi del mercato italiano

2.1. Gli investimenti

L'analisi del mercato italiano dei *buy out* è particolarmente interessante, in quanto si tratta del segmento del mercato del private equity che più si è sviluppato in questi ultimi anni.

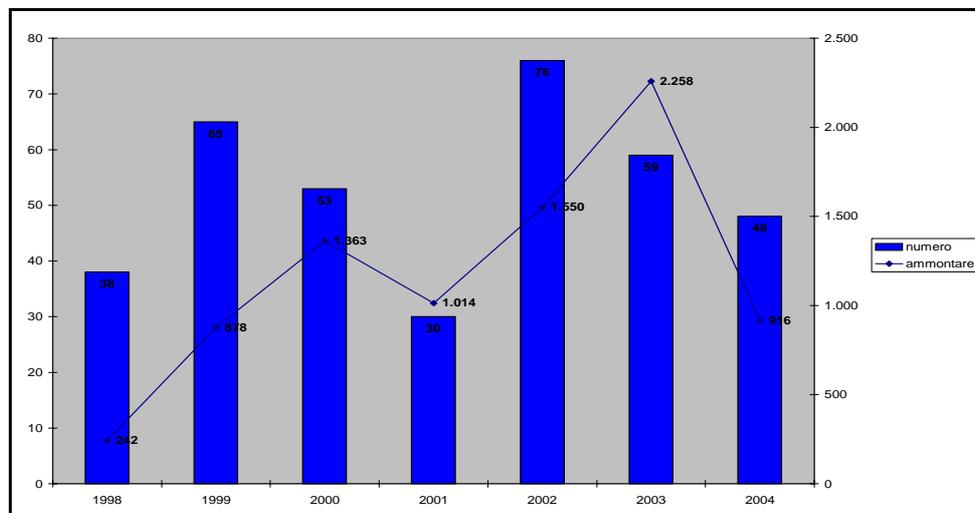
Gli ultimi dati disponibili, relativamente al 2004, mostrano come quest'ultimo anno sia stato particolarmente difficile per il mercato italiano dei *buy out*: il livello degli investimenti ha infatti raggiunto solo i 916 milioni di Euro (ovvero il livello più basso degli ultimi cinque anni)

Il 2003, invece, ha rappresentato per il mercato del private equity un anno decisamente positivo, in quanto è stato raggiunto un livello record di investimenti pari a oltre 3.000 mln. di Euro, con un incremento rispetto al 2002 del 15,5%. Anche a livello di numero di operazioni d'investimento è possibile cogliere questo trend positivo con un aumento del 12% rispetto al 2002 (si è infatti passati da 301 a 336 operazioni nel 2003).

Particolarmente importante per questa crescita del mercato del private equity italiano è sicuramente lo sviluppo e la crescente importanza che ha conosciuto il settore dei *buy out* (si veda figura 1.1). A livello di ammontare investito, infatti, i *buy out* hanno raggiunto nel solo 2003 la cifra record di 2.258 mln. di Euro rappresentando una quota del 74% dell'intero mercato del private equity (figura 1.2). La restante parte del mercato è occupata principalmente dagli interventi di *expansion capital*, che occupano il 19% del mercato (anche se in forte calo rispetto agli anni precedenti), e in misura marginale dagli investimenti in *early stage* (2%) e dagli investimenti nel *replacement capital* (5%).

E' interessante notare da questo grafico come gli investimenti in *buy out* siano cresciuti notevolmente in questi ultimi anni passando dal 30% circa del 1998, al 45% del biennio 2000/2001, fino ad arrivare al 74% nel 2003, mentre per le altre tipologie di operazioni si è registrato una lenta ma costante contrazione del mercato, in quanto sono passate dall'occupare circa il 70% del mercato nel 1998 all'attuale 26% rimanente del mercato.

Figura 1.1 – Evoluzione mercato buy out (numero ed ammontare in milioni di Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

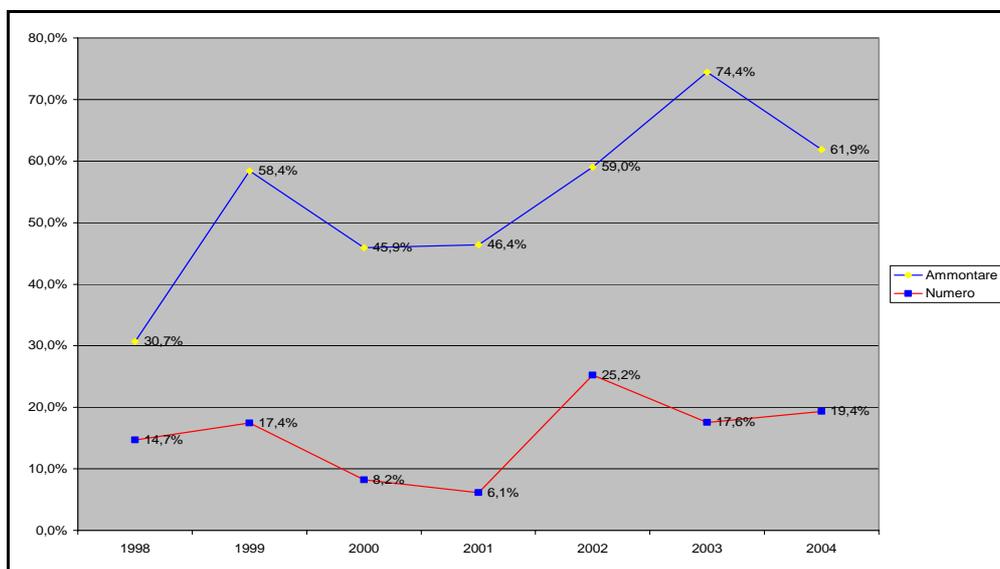
Tale diminuzione è però vera solo in termini percentuali, in quanto in termini assoluti, nel periodo di tempo considerato, l'andamento è stato diverso: per quel che riguarda l'*early stage* si è verificata una diminuzione passando da 103 milioni di Euro nel 1998 agli attuali 59; nel segmento dell'*expansion* si è invece verificato un aumento in quanto si è passati dai 300 milioni di Euro del 1998 ai 583 del 2003; infine per le operazioni di *replacement capital* la situazione è rimasta abbastanza costante (145 milioni nel 1998, 134 nel 2003).

Il 2004, infine, si è mostrato in controtendenza facendo registrare una diminuzione della quota dei *buy out* sul totale degli investimenti: si è infatti passati dal 74% del 2003, al recente 62% dell'ultimo periodo.

Guardando invece l'evoluzione del mercato in base al numero di operazioni effettuate per ciascuno dei segmenti di mercato, si nota come il segmento dei *buy out* occupi una quota decisamente inferiore rispetto a quella occupata a livello di ammontare; questo elemento evidenzia come il peso specifico delle operazioni di *buy out* è decisamente più elevato rispetto a quello delle altre operazioni in quanto l'ammontare medio che viene investito è decisamente superiore.

Come già accennato, è anche interessante analizzare come stia variando il peso percentuale delle operazioni di *buy out* a livello di numero e di ammontare. Guardando sempre la figura 1.2, si può notare come la forbice che si è creata tenda ad aumentare col passare del tempo, e questo trend non fa altro che confermare l'idea che le operazioni di *buy out* si stiano sempre di più concentrando in un numero contenuto di operazioni, ma sicuramente di grandi dimensioni.

Figura 1.2 – Peso percentuale dei *buy out* per numero e ammontare



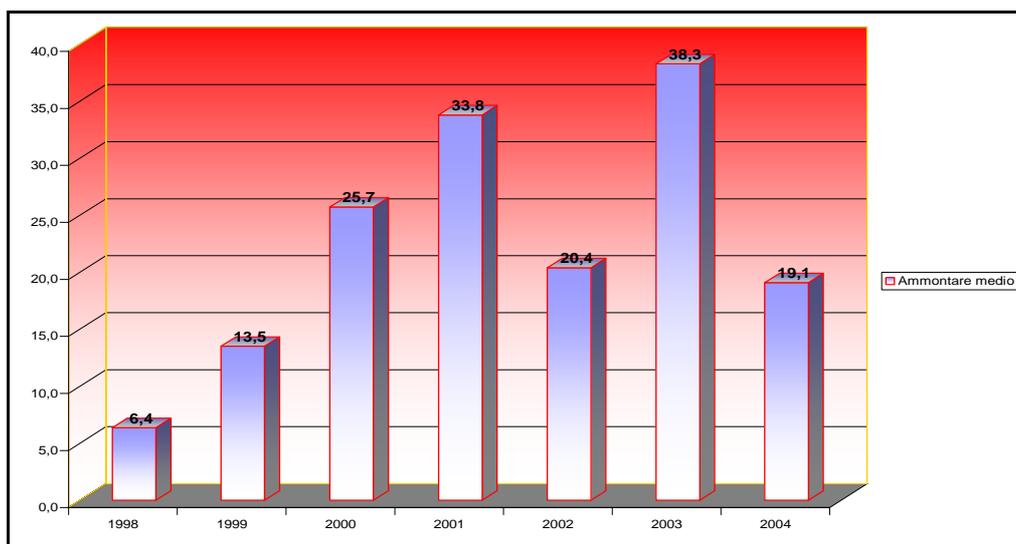
Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Questa tesi trova conferma se si va ad osservare il grafico relativo all'investimento medio in ogni operazione di *buy out* che è stata effettuata (figura 1.3). Il grafico mostra infatti un andamento chiaro e preciso con una crescita netta che si è manifestata dal 1998 ad oggi, con l'unica eccezione se si guarda al 2002, anno in cui si è verificata una netta diminuzione dell'ammontare medio investito.

Rispetto al 2002, il 2003 si è caratterizzato per un netto aumento dell'ammontare medio investito, raddoppiando di fatto il dato dell'anno precedente. Questo fatto è però dovuto principalmente a un grande numero di *mega deals*¹ che sono stati messi in atto nella seconda parte del 2003.

Per quel che riguarda il 2004, si nota una forte diminuzione dell'ammontare medio investito. Questo dato nasce dal fatto che il 2004 è stato un anno in cui sono stati registrati pochissimi *mega deals* (a differenza del 2003) e questo ha causato una forte contrazione a livello di ammontare medio investito.

Figura 1.3 – Investimento medio nelle operazioni di *buy out* (in mln. Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

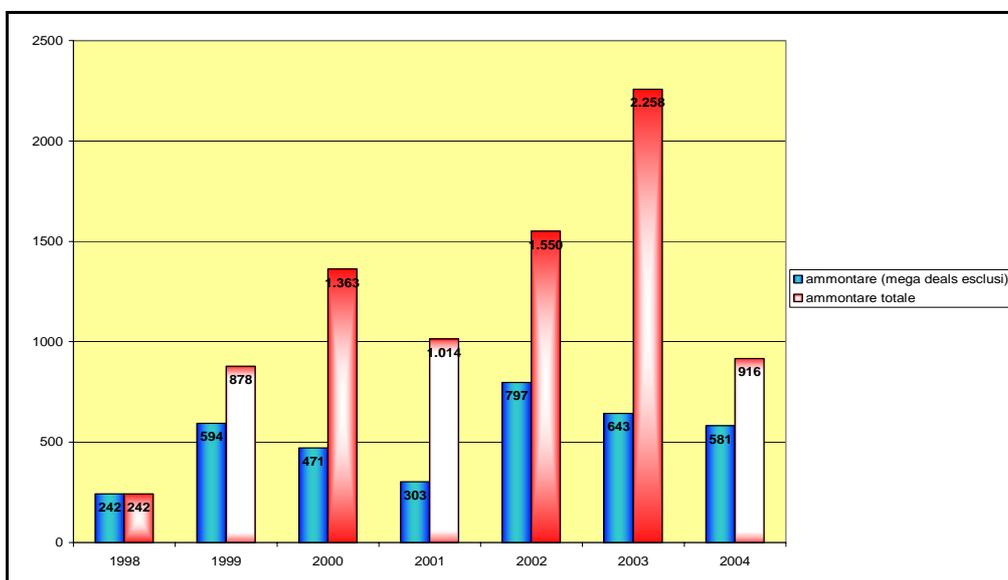
Al fine di dare uno sguardo più completo ed indicativo della situazione del mercato, occorre quindi andare ad analizzare i dati del mercato dei *buy out* “normalizzati”, ovvero escludendo i *mega deals* (si veda figura 1.4); solo in questo modo otterremo una visione di quello che è il reale andamento di questo segmento di mercato.

Il grafico 1.4 mostra chiaramente l'importanza che le grandi operazioni hanno avuto sul totale degli investimenti. E' interessante vedere come nel 1998 la totalità degli investimenti sia stata destinata ad operazioni di piccola o media dimensione, mentre a partire dal 1999 i *mega deals* abbiano preso grande importanza. Significativo è il dato del 2003, in cui su 2.268 milioni di Euro investiti in totale nelle operazioni di *buy out*, solo il 28% di questi (ovvero 643 milioni di Euro) siano gli investimenti esclusi i *mega deals*. Questo dato spiega chiaramente i risultati che avevamo già intuito dal grafico 1.3: l'aumento costante dell'ammontare medio investito è dovuto solamente all'aumentare delle grandi operazioni di *buy out*; il trend degli investimenti di piccola/media dimensione nel periodo di tempo considerato non è invece molto costante: all'aumento netto e deciso degli anni 1998 e 1999, ha seguito una diminuzione degli investimenti dovuta alla congiuntura economica sfavorevole negli anni 2000 e 2001; una decisa ripresa nel 2002 ha confermato i segnali positivi che arrivavano da tutto il mercato del private equity, mentre nel 2003 si è riscontrata una diminuzione che va in contrasto con l'andamento positivo del mercato.

Si nota inoltre che la differenza tra l'ammontare investito compresi i *mega deals* e quello esclusi i *mega deals* è in netto e costante aumento, in quanto l'elevato grado di concentrazione degli investimenti² mostra chiaramente come con il passare del tempo la maggior parte dell'ammontare investito totale è concentrato in pochissime ma enormi operazioni.

Il 2004 però segna il ritorno ad un livello di investimenti in *mega deals* molto contenuto: notiamo infatti la presenza di due sole operazione di grandi dimensioni, ma non tali da segnare in positivo l'andamento degli investimenti in questo ultimo anno. Questo dato non fa altro che confermare le tesi espresse in precedenza: gli investimenti in *mega deals* rappresentano l'ago della bilancia nel mercato dei *buy out*. Due dati consentono di chiarire meglio questo concetto: se prendiamo il livello di investimenti esclusi i *mega deals*, la diminuzione tra il 2003 e il 2004 è stata del 10%; se invece consideriamo il mercato dei *buy out* nel suo totale, la diminuzione nel 2004 è stata del 60%.

Figura 1.4 – Confronto tra investimenti totali e esclusi i *mega deals* (in mln. Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

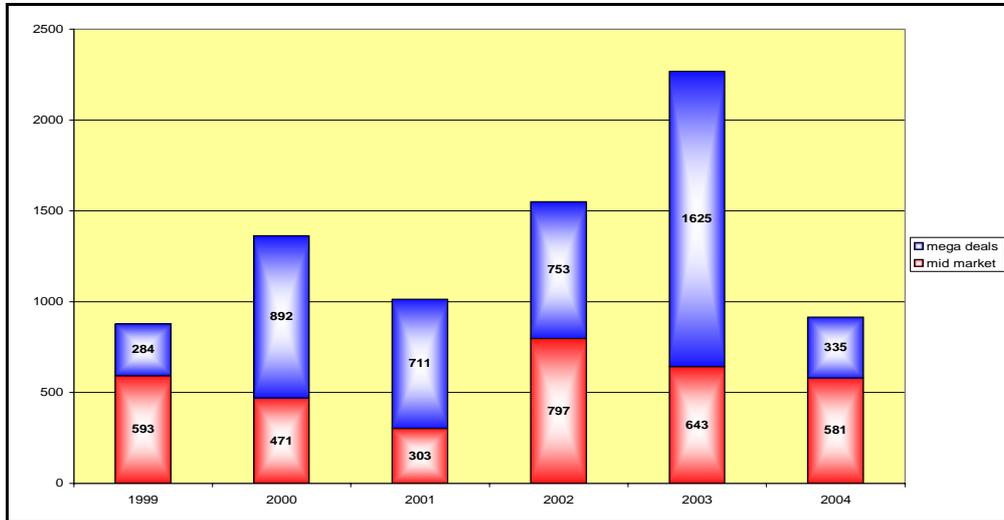
E' possibile vedere chiaramente questi aspetti andando ad analizzare il grafico 1.5 che mostra chiaramente il rapporto tra gli investimenti nei *mega deals* e quelli nel cosiddetto *mid market*, ovvero gli investimenti inferiori ai 150 milioni di Euro.

Come si può chiaramente vedere i *mega deals* hanno mantenuto un livello costante (intorno ai 700/800 milioni di Euro) negli anni 2000, 2001 e 2002; ciò che è variato in quegli anni è stata la diminuzione del *mid market* che partendo dai 593 milioni di Euro nel 1999 è progressivamente diminuito fino ai 303 milioni del 2001 (anno che si è verificata la crisi maggiore del mercato del private equity). Il 2002 ha quindi segnato una ripresa forte e netta del *mid market* che è aumentato del 163% rispetto all'anno precedente.

Questa ripresa, legata al superamento della crisi che si era notata nel biennio 2000/2001, è stata dovuta principalmente a tre fattori³:

- L'approvazione della riforma del diritto societario, ed in particolare dell'articolo 2501 – Bis che, per la prima volta, ha riconosciuto la legittimità delle operazioni di *leveraged buy out* nel nostro ordinamento al verificarsi di determinate condizioni.

Figura 1.5 – Rapporto tra investimenti in *mega deals* e *mid market* (in mln. Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

- L'aumento dei processi di dismissione di attività non strategiche perseguiti dai grandi gruppi industriali alle prese con profondi processi di riorganizzazione e di riduzione del debito.
- Una maggiore propensione, da parte di alcuni imprenditori di estrazione "familiare", alla cessione della propria attività ad operatori di *private equity*.

Tutti questi fattori hanno notevolmente contribuito al rilancio degli investimenti nel segmento dei *buy out*, che ha poi conosciuto nel 2003 il suo livello massimo in tema di ammontare totale investito.

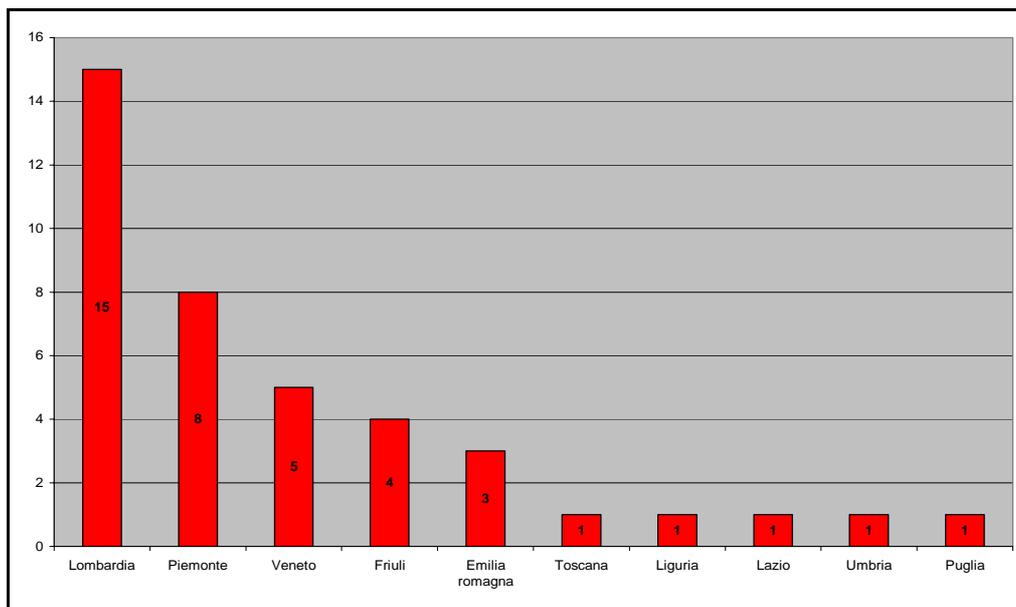
2.2. Le tipologie di imprese target

Dopo aver analizzato quali sono le caratteristiche del mercato a livello degli investimenti, è interessante svolgere un attento studio sulle caratteristiche delle imprese target nelle quali gli investitori istituzionali hanno deciso di riversare i loro capitali.

A livello di zona geografica di appartenenza, si è riscontrato un netto predominio delle imprese situate nel nord del paese, con una percentuale nel solo 2003 dell'82,5% degli investimenti⁴, segue il centro Italia con il 15%, ed infine il Sud con una percentuale del 2,5% degli investimenti⁵.

Entrando più nel dettaglio di questa statistica è possibile vedere dal grafico 2.1 la distribuzione degli investimenti a livello di regione.

Figura 2.1 – Distribuzione geografica degli investimenti nel 2003



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

Come si può vedere la Lombardia domina la scena in questa particolare graduatoria confermando di essere la regione italiana in cui vengono effettuati il maggior numero di investimenti sia a livello di *buy out*, ma anche a livello di mercato totale del private equity; questo risultato dipende direttamente dal fatto che la Lombardia rappresenta la regione italiana in cui sono presenti il maggior numero di realtà industriali. Guardando il grafico si nota come le altre regioni che occupano una posizione di rilievo sono il Piemonte, il Veneto, il Friuli e l'Emilia che rappresentano le alternative principali agli investimenti nell'area lombarda. A livello numerico le altre regioni non esprimono dei risultati significativi, con un unico investimento nel sud Italia rappresentato da un'impresa pugliese.

Tale panorama, come detto, è abbastanza simile alla realtà del mercato italiano del private equity in generale, ed è anche abbastanza rappresentativo della situazione che si era riscontrata negli anni precedenti non avendo notato variazioni degne di nota.

Il motivo alla base di ciò è molto semplice, in quanto la localizzazione degli investimenti nei *buy out* segue quella che è la localizzazione delle imprese italiane, che si concentrano nella maggior parte nel nord Italia (principalmente in Lombardia), mantengono un buon numero (anche se molto distante da quello del Nord) nel Centro Italia, mentre presentano numeri assolutamente deficitari nelle regioni del Meridione per tutta una serie di ragioni economiche, politiche, sociali e geografiche che non ne hanno favorito lo sviluppo⁶.

Passiamo ora ad analizzare le dimensioni delle aziende target. Per fare ciò è sembrato opportuno studiare almeno due dimensioni in modo da avere un quadro più completo della situazione. Le dimensioni che sono state prese in considerazione sono il numero di dipendenti dell'azienda e il suo fatturato⁷.

Per quel che riguarda il 2003 l'analisi dei dati fa capire come non ci sia una particolare categoria di azienda target a dominare la scena. Si nota infatti come le aziende target che sono state oggetto di *buy out* siano piuttosto diversificate tra di loro per quel che riguarda il numero di dipendenti.

La tipologia di azienda più interessata dalle operazioni di *buy out* è quella delle imprese con più di 500 dipendenti, il che conferma la tendenza di questa particolare tipologia di operazione di preferire le aziende che hanno già raggiunto una certa dimensione e di conseguenza possono godere, in teoria, di una maggiore stabilità soprattutto a livello di produzione di flussi di cassa⁸.

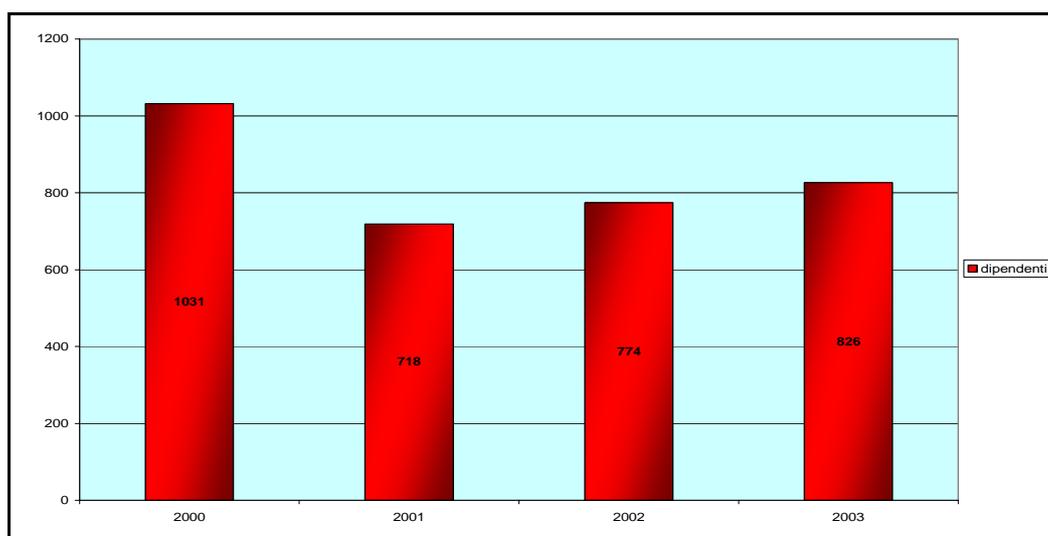
E' invece interessante vedere l'evoluzione che ha avuto questa caratteristica delle aziende target nel tempo; per fare questo si è scelto di creare un grafico con l'evoluzione dei dipendenti medi dell'azienda target. Il dato in sé non è particolarmente significativo, ma è invece utile studiare l'andamento che ha avuto questo dato nel tempo per capire le tendenze del mercato.

Come si evince dalla figura 2.2, l'anno 2000 è quello che presenta il valore più elevato; questo fenomeno è spiegabile con il fatto che per la prima volta, nel 2000, i mega deals hanno avuto un peso importante sul mercato dei *buy out*, andando a rappresentare più della metà del totale degli investimenti (per ammontare) in *buy out*⁹. La crescente importanza di queste operazioni di grossa dimensione ha appunto causato il grande picco che ha registrato il grafico in questione per l'anno 2000. Negli anni seguenti si è avuta una riduzione per l'anno 2001, causata appunto da una riduzione delle operazioni di grande dimensione, mentre nei successivi anni si è riscontrata una crescita costante, sintomo della ripresa del mercato ed in particolare delle grandi operazioni.

La tendenza sembra quindi essere quella di un aumento lento e graduale delle dimensioni delle aziende target, a conferma dell'interesse da parte degli investitori istituzionali di imprese che sono sempre più stabili e già ben avviate.

E' poi interessante andare a confrontare i dati ottenuti per il mercato dei *buy out* con quelli relativi all'intero mercato del private equity: è sufficiente prendere in considerazione i dati relativi a due periodi¹⁰, per capire come ci siano sostanziali differenze a livello di dimensioni delle aziende target: ad esempio, nell'anno 2000 il 74% delle imprese target aveva un numero di dipendenti inferiore ai 200 ed il dato saliva all'89% se si considerava il 2001.

Figura 2.2 – Dipendenti medi delle aziende target



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

E' chiaro come la differenza tra il mercato dei *buy out* e quella delle altre tipologie di operazione sia molto elevata; la spiegazione è tuttavia molto semplice: le operazioni che riguardano il finanziamento della fase di avvio (*Early Stage*) e di sviluppo (*Expansion*) sono rivolte appunto ad aziende che sono nella fase iniziale del loro ciclo di vita e quindi presentano organici molto più contenuti a quelli delle aziende target di operazioni di *buy out* che solitamente sono invece nel pieno della loro fase di maturità.

Come già detto è però importante verificare altre caratteristiche per poter esaminare da diversi punti di vista la questione del dimensionamento delle aziende oggetto di *buy out*. La scelta è ricaduta sull'analisi del fatturato delle imprese target.

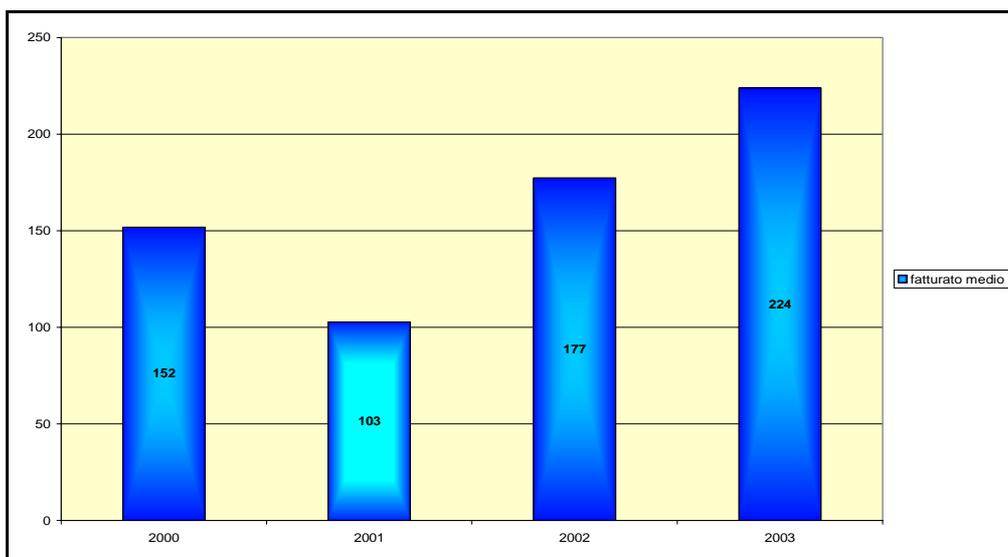
I dati relativi al 2003 mostrano come le maggior parte delle operazioni di *buy out* si siano concentrate su imprese di medie dimensioni; il 36% delle imprese analizzate presenta infatti un fatturato compreso tra i 25 e i 100 milioni di Euro, che uniti al 28% delle imprese con fatturato compreso tra i 100 e i 500 milioni di Euro, formano un 64% di imprese con fatturato di media dimensione (in alcuni casi tendente alla grande dimensione). Solo il 13% delle imprese mostra un fatturato superiore ai 500 milioni di Euro; questo dato è indicativo del fatto che le grandi operazioni hanno un peso percentuale molto importante se si analizza l'ammontare investito, ma a livello di numero di operazioni non rappresentano un dato significativo. C'è infine un 23% di operazioni che presentano un fatturato inferiori ai 25 milioni di Euro; queste aziende, chiaramente di piccole dimensioni, testimoniano l'importanza che ancora oggi hanno queste tipologie di imprese (spesso a conduzione familiare) nella realtà industriale italiana. E' chiaro però che quando si parla di ammontare investito, l'importanza che queste piccole realtà avevano in termini di numero di operazioni diminuisce rapidamente.

Per analizzare l'evoluzione che questa dimensione ha avuto nel tempo (si veda grafico 2.3) si è scelto di andare a studiare l'evoluzione che ha mostrato negli ultimi anni il fatturato medio delle aziende oggetto di *buy out*.

Il grafico mostra un primo picco nell'anno 2000, per poi decrescere rapidamente nell'anno seguente. Il 2001, infatti, rappresenta il punto più basso del periodo di tempo considerato a conferma della crisi che ha riscontrato il segmento dei *buy out* in quell'anno. Il 2002 presenta quindi una netta ripresa del fatturato medio (70% in più rispetto al 2001), e la tendenza è quella di un aumento costante anche per quel che riguarda il 2003, anno in cui le grandi operazioni hanno fatto segnare un record per quel che riguarda l'ammontare investito.

Osservando bene questo grafico si può notare come il suo andamento presenti molte analogie con quello analizzato in precedenza (Dipendenti medi delle aziende target – figura 2.2); in entrambi i grafici, infatti, partendo dall'anno 2000 in cui si registra un buon livello sia per quel che riguarda i dipendenti medi, sia per il fatturato medio, si passa all'anno 2001 che per entrambi i grafici rappresenta il punto di minimo. Si passa poi ad una ripresa nell'anno 2002 che viene confermata anche nel successivo anno (2003).

Figura 2.3 – Evoluzione del fatturato medio delle aziende target



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

Queste analogie confermano la bontà dell'analisi svolta e delle considerazioni fatte finora: per quel che riguarda le dimensioni delle aziende target la tendenza è quella di un leggero ma costante aumento delle dimensioni delle imprese, in modo da sfruttarne la solidità già acquisita. E' lecito quindi aspettarsi anche per il futuro la conferma di questo *trend* unita alla sempre maggiore importanza che avranno i *mega deals* sul totale degli investimenti nel mercato dei *buy out*.

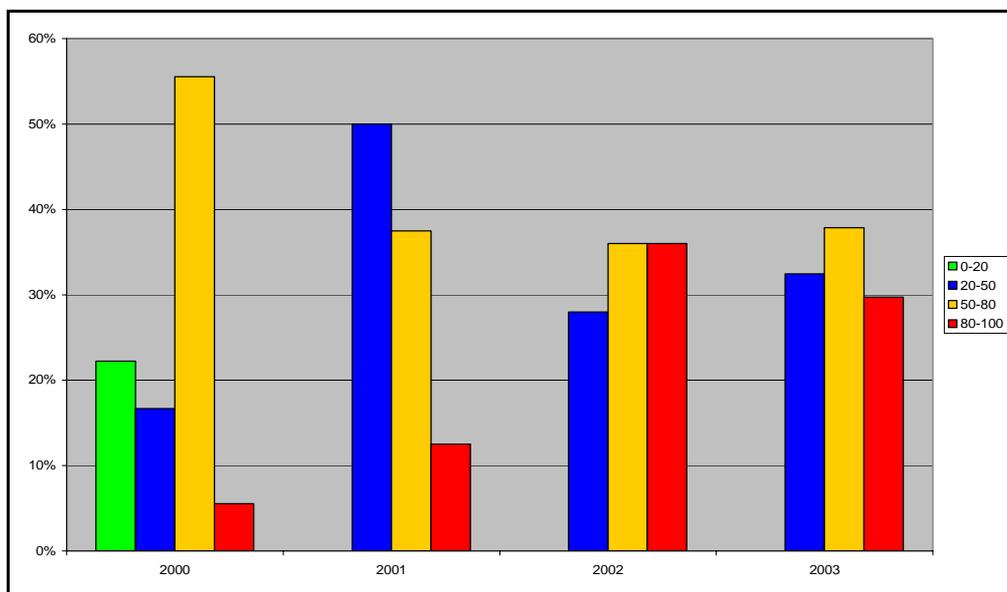
Dopo aver analizzato gli aspetti relativi al dimensionamento delle aziende target, è ora interessante andare a studiare il comportamento degli investitori istituzionali nei loro confronti, ed in particolare le decisioni in merito alla quota di capitale che ne hanno acquisito.

Per quel che riguarda il 2003, è possibile osservare dal grafico 2.4, come la maggior parte degli investitori abbia deciso di assumere una partecipazione di maggioranza nelle imprese target: sommando infatti il 38% delle operazioni che hanno presentato l'acquisto di una quota compresa tra il 50 e il 70% a quelle delle partecipazioni con quota superiore all'80%, si ottiene un 68% di operazioni nelle quali gli investitori hanno deciso di acquisire il controllo della società in quanto lo ritenevano la via migliore per poter favorire la creazione di valore nell'impresa che avrebbe consentito poi nel momento della dismissione di ottenere il *capital gain* più elevato possibile. Inoltre, l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza consente all'investitore di poter gestire al meglio la fase del disinvestimento in quanto ha la possibilità di scegliere il modo e i tempi di dismissione a seconda delle proprie esigenze. Il 32% delle operazioni ha riguardato l'acquisizione di partecipazioni che prevedevano una quota inferiore al 50% ma comunque superiore al 20% (si tratta cioè di partecipazioni in cui l'investitore può esercitare una notevole influenza sulla vita dell'azienda), mentre non è stata registrata nemmeno una operazione che prevedeva l'acquisto di una quota di partecipazione inferiore al 20%¹¹.

Per quel che riguarda l'evoluzione delle strategie relative alla scelta della quota di partecipazione da acquisire, è possibile osservando la figura 2.4 notare alcune caratteristiche; in primo luogo si può notare come la percentuale di partecipazioni con quota superiore all'80% sia aumentata notevolmente nel corso

di questi quattro anni, assestandosi intorno al 30% del totale delle partecipazioni nel biennio 2002/2003 in forte ascesa dal 6% registrato nel 2000 e al 13% del 2001. E' interessante notare poi che all'interno del 30% del 2003 e del 36% del 2002 la maggior parte delle operazioni prevedevano l'acquisto del totale del capitale sociale delle aziende target, il che evidenzia una tendenza in atto negli ultimi anni da parte degli investitori istituzionali ad effettuare operazioni in cui possono avere il controllo totale delle operazioni.

Figura 2.4 – Evoluzione della percentuale di quota acquisita



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

Osservando ancora il grafico si può notare come nel periodo di tempo considerato la fascia che va dal 50 all'80% abbia mantenuto un'importanza notevole registrando negli ultimi tre periodi una percentuale vicina al 40%, a conferma delle considerazioni espresse in precedenza riguardo all'importanza nelle operazioni di buy out di acquisire partecipazioni in cui l'operatore possa avere il controllo dell'operazione.

In entrambi i quattro anni considerati, infatti, sommando le percentuali delle due fasce che prevedono l'acquisto di una partecipazione di maggioranza (la fascia 50-80 e quella 80-100), si ottiene una percentuale superiore al 50% delle operazioni effettuate, con l'eccezione del 2001 in cui tale percentuale si è assestata proprio al 50% anche a causa del rallentamento che ha subito il mercato in quell'anno. Nel 2002 e nel 2003, invece, tale somma è cresciuta fino a raggiungere circa il 70% delle operazioni considerate.

Dal grafico 2.4 è possibile poi notare come la fascia 20-50 abbia mantenuto nel periodo di tempo una buona percentuale, con un picco nel 2001 in cui ha raggiunto il 50% delle operazioni per poi ritornare ad avere valori più "normali" (intorno al 30%) nei successivi due periodi.

In ultima analisi la fascia che prevedeva una quota inferiore al 20% ha riscontrato delle operazioni nel solo 2000, a conferma che nelle operazioni di *buy out*, l'acquisto di una quota di capitale molto piccola non è consigliata a causa della difficoltà di gestire l'operazione in sé, ma soprattutto per le difficoltà che comporta in sede di disinvestimento.

Un tema molto interessante che merita di essere preso in considerazione è l'analisi dell'origine dell'operazione, quella che viene comunemente definita *deal origination*.

A tal riguardo è possibile vedere dal grafico 2.5, come nel 2003 più del 50% delle operazioni (esattamente il 52,5%) abbiano avuto la stessa origine: Family & Private. Tale tipologia di origine prevede il trasferimento della proprietà delle aziende da soci familiari che intendevano disimpegnarsi, a nuovi soci per successione imprenditoriale e riassetto di pacchetti di controllo. E' questa, come si capisce anche dal grafico in esame, l'origine più diffusa nelle operazioni di *buy out* italiane, in quanto i problemi legati alle successioni familiari sono all'ordine del giorno nella realtà industriale italiana.

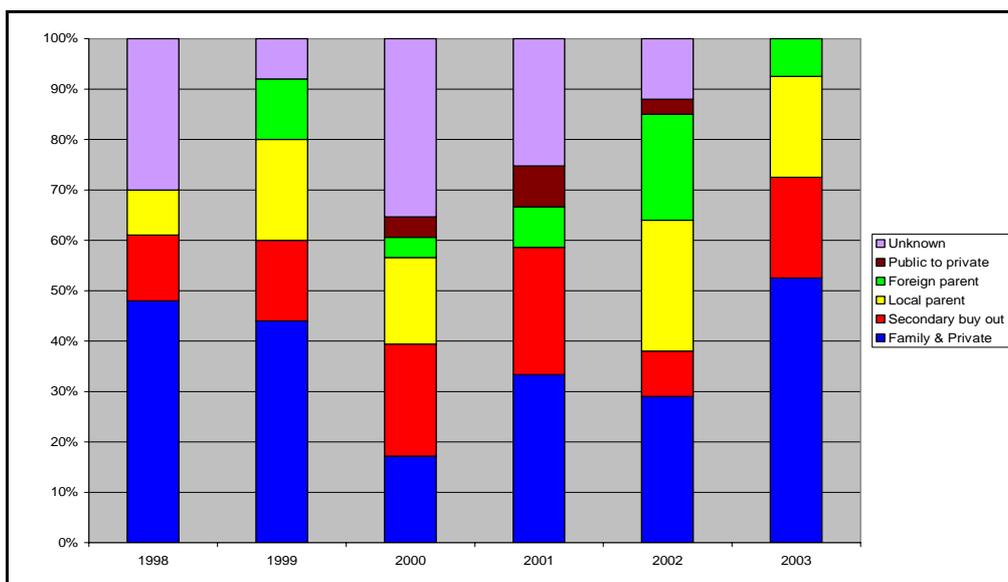
Il grande numero di imprese di piccola – media dimensione, la maggior parte delle quali a conduzione familiare o enormemente legate ad una figura imprenditoriale molto forte, ha fatto sì che una delle possibili soluzioni al problema di garantire la continuità aziendale una volta venuta a mancare la figura che l'ha garantita per anni, fosse proprio il ricorso ad operatori specializzati in grado di rilevare la proprietà dell'impresa e di assicurare tutte le risorse finanziarie, strategiche ed organizzative che avrebbero permesso all'impresa di aumentare il proprio valore.

Dal grafico si nota poi che il 20% delle operazioni è legato alla dismissione di rami di aziende nazionali (*local parent*) ed una uguale percentuale viene riscontrata nelle operazioni di *secondary buy out*, ovvero la cessione della partecipazione da parte di un investitore istituzionale ad un altro investitore istituzionale. Il restante 7,5% è occupato dalle cessioni di divisioni di imprese non italiane (*foreign parent*). E' interessante notare come una buona fetta del mercato (27,5%) sia rappresentata da operazioni che prendono origine dalla dismissione di rami aziendali (nazionali e stranieri); questo dato testimonia il momento difficile che sta attraversando l'economia nazionale e non, in quanto dimostra come le imprese in questo momento preferiscano ottenere quella liquidità di cui tanto hanno bisogno decidendo di cedere quelle attività che non ritengono strategiche e che distolgono energie importanti dal proprio *core-business*.

Guardando l'andamento di questi dati a partire dal 1998 si nota come le problematiche legate alla successione familiare hanno mantenuto una notevole importanza in questi anni con una percentuale minima del 17% nel 2000 a cui ha fatto seguito una pronta ripresa che ha portato tale modalità ad occupare circa il 30% negli anni 2001 e 2002 per poi registrare un livello massimo del 52,5% nel 2003.

La cessione di rami aziendali (italiani e stranieri) ha acquisito importanza con il passare del tempo eccezion fatta per il 2001, anno in cui i valori registrati da questa tipologia di origine sono stati molto bassi¹² (*Local parent* 0%, *Foreign parent* 8%), mentre nell'anno successivo le due modalità hanno fatto registrare congiuntamente il 47% delle operazioni, confermandosi una delle principali cause nelle operazioni di *buy out*.

Figura 2.5 – Evoluzione della *deal origination* in Italia



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

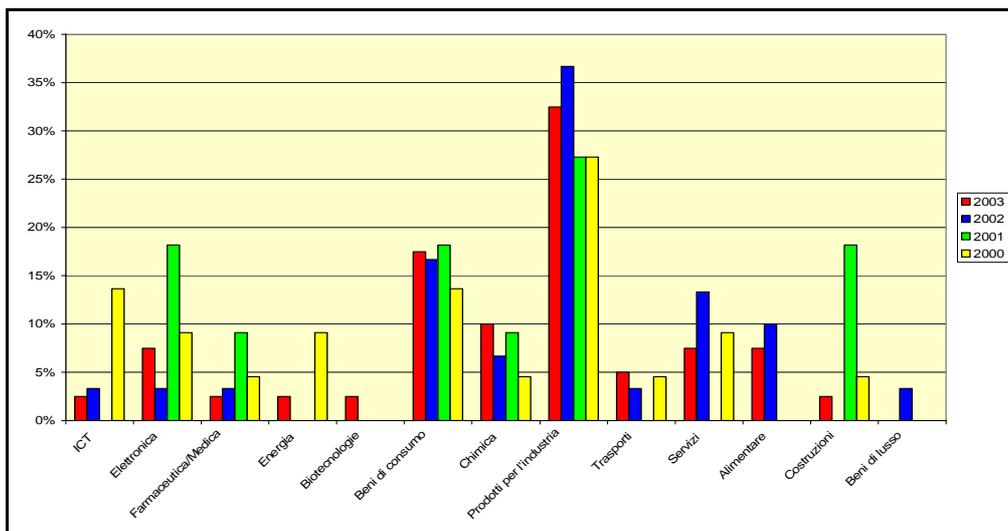
Si riscontra infine una percentuale molto modesta negli anni 2000, 2001 e 2002 di operazioni *Public to Private*, ovvero di opportunità di acquisizioni di aziende quotate al fine di toglierle dal listino di Borsa e ristrutturarle, che hanno fatto registrare nel triennio indicato percentuali comunque inferiori al 10%. L'ultima annotazione riguarda una serie di operazioni, presenti in tutti gli anni considerati tranne il 2003, in cui non è stato possibile risalire all'origine dell'operazione.

A livello di analisi delle imprese target delle operazioni di *buy out*, particolarmente interessante risulta essere lo studio del settore di appartenenza di queste imprese.

Per quel che riguarda il 2003 è possibile notare, osservando la figura 2.6, come una particolare importanza nel mercato dei *buy out* è rivestita dai prodotti destinati all'industria¹³ che occupano il 33% del mercato, seguiti ad una buona distanza dalle imprese che producono beni di consumo che si fermano però al 18%.

Come si può vedere dal grafico, questi due settori sono quelli che negli ultimi anni si sono dimostrati più costanti; i prodotti destinati all'industria, infatti hanno mantenuto una quota intorno al 30% del mercato con una punta del 37% nel 2002, mentre le imprese produttrici beni di consumo si sono attestate intorno al 15% del mercato.

Figura 2.6 – Settore di appartenenza delle imprese target (2000-2003)



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

Eccezion fatta per questi due settori si riscontra un andamento piuttosto altalenante di tutti gli altri settori¹⁴; degni di nota sono però i settori della chimica che a partire dal 2000 hanno mostrato un trend piuttosto positivo raggiungendo il 10% del mercato nel 2003 e anche il settore dei servizi (soprattutto di tipo finanziario) che anche loro negli ultimi anni si sono attestati intorno al 10% con una punta massima del 13% raggiunta nel 2002.

E' visibile invece una graduale perdita di importanza per quel che riguarda i settori dell'elettronica e dell'ICT (*Information & Communication Technology*).

Gli altri settori che hanno ottenuto quote di mercato positive in più di un esercizio ma comunque di dimensioni ridotte sono il settore delle costruzioni, quello alimentare (che negli ultimi due anni ha fatto registrare quote vicine al 10%) e quello dell'industria medica e farmaceutica che ha mantenuto quote costanti nell'arco dei quattro anni considerati ma comunque mai superiori al 5% del mercato.

Cercando di decifrare i risultati ottenuti si può dire che l'evidenza empirica conferma quanto delineato in via teorica, in quanto è possibile riscontrare che la maggior parte delle operazioni sono dirette in settori che non prevedono grandi investimenti per mantenere la propria quota di mercato (si pensi ad esempio ai settori ai cui le tecnologie cambiano molto rapidamente ed i prodotti hanno un ciclo di vita molto limitato), infatti il settore con la quota maggiore è quello dei prodotti destinati all'industria seguito dai beni di consumo (di diverso genere).

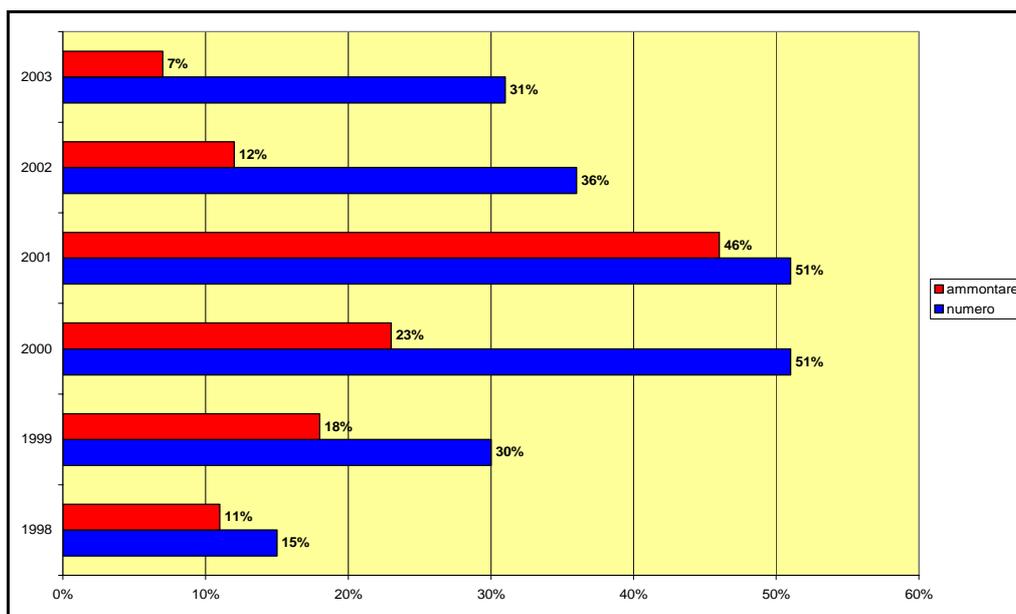
Quote di mercato molto basse vengono riservate ai settori quali l'elettronica, il settore delle ICT, industria chimica, farmaceutica, biotecnologia, etc. Il motivo è molto semplice: investire in imprese che necessitano grossi investimenti per poter mantenere e/o guadagnare quote di mercato comporterebbe un rischio eccessivo per le operazioni di *buy out* notoriamente finanziate facendo ampio ricorso allo sfruttamento della leva finanziaria per poter ottenere un *capital gain* elevato. I flussi di cassa che l'impresa produce dopo l'acquisto della partecipazione devono essere infatti destinati alla restituzione dei capitali di terzi che erano stati utilizzati per l'acquisto della partecipazione. E' quindi molto difficile per

un investitore riuscire ad ottenere un *capital gain* elevato se investe in imprese che hanno bisogno di continui investimenti.

Anche a livello di mercato totale del private equity si nota però una contrazione del mercato per quel che riguarda le imprese ad alta tecnologia (figura 2.7).

Il grafico mostra un andamento molto preciso, con una fase di espansione di operazioni riguardanti le imprese tecnologiche fino al 2001, anno in cui è stato raggiunto il valore massimo sia in termini di numero di operazioni (51% del mercato), sia in termini di ammontare investito (ben il 46%). Da quel momento in avanti però, si può notare un netto ridimensionamento che soprattutto a livello di ammontare investito ha visto la quota delle imprese *high tech* ridursi progressivamente fino ad ottenere il 12% degli investimenti nel 2002 e solo il 7% nel 2003. A livello di numero di operazioni la riduzione non è così marcata: infatti dal 51% del 2001 si è passati al 36% del 2002 per poi raggiungere il 31% nel 2003. Questi dati confermano il fatto che le operazioni riguardanti imprese ad alta tecnologia difficilmente possono essere di grosse dimensioni. Nel solo 2003, infatti, a fronte del 31% delle operazioni effettuate si riscontra solo il 7% dell'ammontare investito, il che pone l'accento sulla natura di queste operazioni: si tratta inevitabilmente di piccoli *start-up* tecnologici o comunque di imprese ancora nella fase di avvio, ma certamente non si tratta di grosse imprese che hanno già raggiunto la loro maturità.

Figura 2.7 – Peso percentuale imprese *high tech* sul totale del mercato



Fonte: AIFI

2.3. La leva finanziaria nelle operazioni di buy out

L'utilizzo della leva finanziaria è molto diffuso a livello delle operazioni di *buy out* e grande importanza al fine del successo dell'operazione va attribuita alla scelta della migliore struttura finanziaria dell'impresa, ed in particolare proprio alla scelta del miglior rapporto debito/equity.

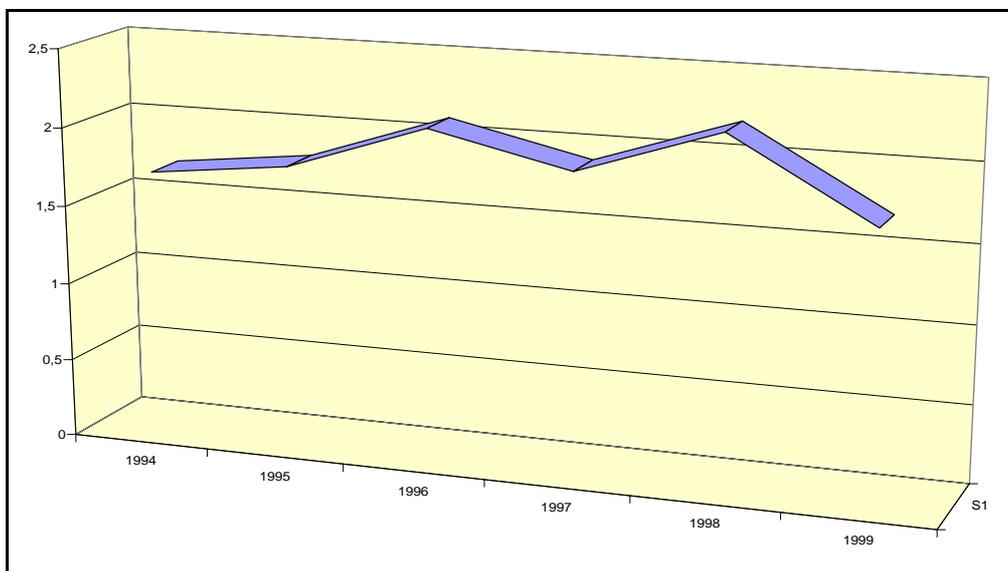
Se guardiamo ai dati storici disponibili in tema di leva finanziaria si può notare come la tendenza nella seconda metà degli anni Novanta (figura 3.1) sia stata quella di aumentare progressivamente il rapporto di indebitamento in modo da sfruttarne tutti i vantaggi correlati. Tale aumento ha portato il livello di leva finanziaria a crescere passando dall'1,7 del 1994 al 2,2 del 1998 che rappresenta il livello di indebitamento medio più alto che sia mai stato registrato in Italia relativamente alle operazioni di *buy out*.

A partire dal 1999, si può però notare una netta inversione di tendenza che ha portato il rapporto debito/equity a ridursi fino all'1,7%. Tale diminuzione può essere imputata ad una serie di fattori tra i quali il manifestarsi degli effetti tassazione privilegiata per le imprese con un livello di leva minore; il rialzo dei tassi di interesse che, anche se modesto, ha reso meno conveniente il ricorso all'indebitamento e non per ultimo la presenza sul mercato di una notevole liquidità da parte di investitori di capitale di rischio alla ricerca di rendimenti sempre più elevati¹⁵.

La tendenza che si era evidenziata già nel 1999 viene confermata anche nel corso del 2000, sebbene i dati disponibili siano solo a livello europeo¹⁶, con un grado di leva medio pari a 1,1. Le ragioni di questa tendenza al ribasso anche a livello europeo sono del tutto simili a quanto già specificato per il mercato italiano aggiungendo che a livello europeo (ma anche italiano) si nota una tendenza da parte degli investitori a ricercare rendimenti sempre più elevati e a scegliere di investire in operazioni di *buy out* di dimensioni sempre più grandi.

A partire dal 2001 si registra poi una leggera inversione di tendenza, con un incremento nell'andamento del rapporto debito/equity che passa a 1,19, per arrivare a 1,33 nel 2002.

Figura 3.1 – Indice medio Debito/Equity (1994-1999)



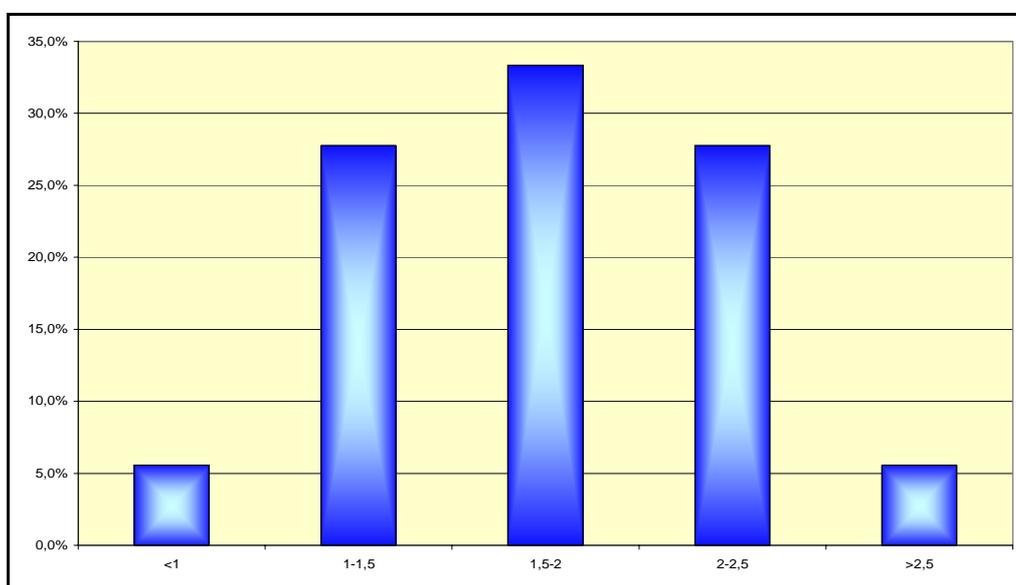
Fonte: KPMG

Per quel che riguarda il 2003 viene confermata la tendenza degli ultimi due periodi precedenti ad avere un aumento della leva finanziaria. Secondo il dato proposto da AIFI il livello medio di leva finanziaria utilizzato nelle operazioni di *buy out* si attesta a 1,9 con un ritorno quindi ai livelli che si erano riscontrati sul finire degli anni Novanta. Se guardiamo invece al dato disponibile del PEM, si nota che il

livello di leva medio risulta essere pari a 1,7. Entrambi i dati confermano quindi la tendenza ad un aumento del rapporto debito/equity che si è riportato intorno ai valori massimi fatti registrare negli anni precedenti.

Osservando la figura 3.2 si può osservare la distribuzione percentuale delle imprese target per classi di leva finanziaria utilizzata nell'operazione relativamente all'anno 2003. La fascia più diffusa è quella che prevede un grado di leva finanziaria compreso tra 1,5 e 2 con più del 30% delle operazioni. Come si può vedere dal grafico questa statistica ha una distribuzione simmetrica e il punto di massimo è appunto la fascia che comprende il grado di leva medio riscontrato su queste operazioni (che ricordiamo essere pari a 1,7). Grande importanza viene occupata anche dalle fasce contigue a quella media occupando il 28% circa delle operazioni sia la fascia relativa ad operazione leggermente più prudenti (1-1,5) della fascia centrale che la fascia relativa ad operazioni che hanno utilizzato una leva un po' più aggressiva (2-2,5). Una bassa percentuale è infine riservata alle fasce estreme di questa statistica.

Figura 3.2 – Distribuzione percentuale per classi di leva finanziaria (2003)



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

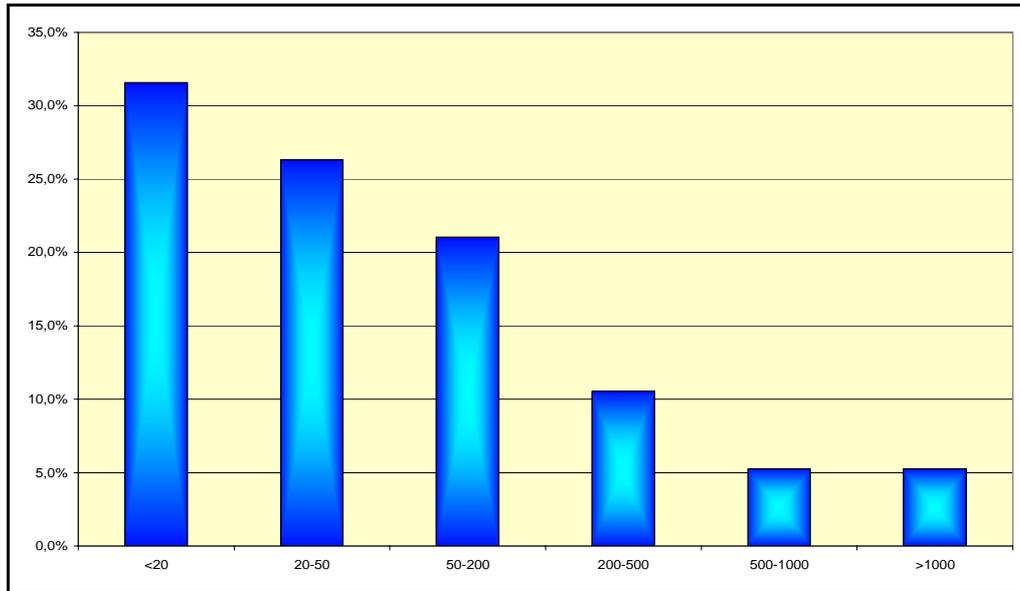
Guardando le operazioni che sono state compiute nel 2003 è possibile riscontrare come l'operazione che ha utilizzato il grado di leva più alto è stata quella relativa all'impresa *Paolini&Bertoli* messa in atto dalla *MPS Venture SGR* che ha visto un grado di leva pari a 3. L'operazione che invece ha visto utilizzato il grado di leva più basso è stata quella compiuta da *Kairos Private Equity Fund* relativamente all'impresa *Italiana Laboratori Bouty* nella quale è stato utilizzato un rapporto debito/equity pari a 0,9¹⁷.

Un altro aspetto interessante è poi quello relativo allo studio del debito netto impiegato nelle operazioni di *buy out*.

Osservando la figura 3.3 è possibile notare come la maggior parte delle operazioni siano legate a livelli di debito netto piuttosto basso. Questo è sicuramente in linea con il panorama italiano delle operazioni di *buy out* in cui la maggior parte delle operazioni sono di dimensioni piuttosto contenute, mentre le operazioni di grandi dimensioni sono numericamente molto limitate. In questo caso si può

notare come più del 30% delle operazioni hanno fatto registrare un livello di debito netto inferiore ai 20 milioni di Euro, mentre il 26% delle operazioni ha visto il ricorso ad un livello di debito compreso tra i 20 e i 50 milioni di Euro. Sommando queste due classi di debito si può chiaramente comprendere come quasi il 60% delle operazioni in Italia abbiano fatto un ricorso al capitale di debito piuttosto moderato; da questo si può facilmente comprendere come anche la dimensione media di queste operazioni sia piuttosto contenuta.

Figura 3.3 – Distribuzione percentuale per classi di debito netto (2003)



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

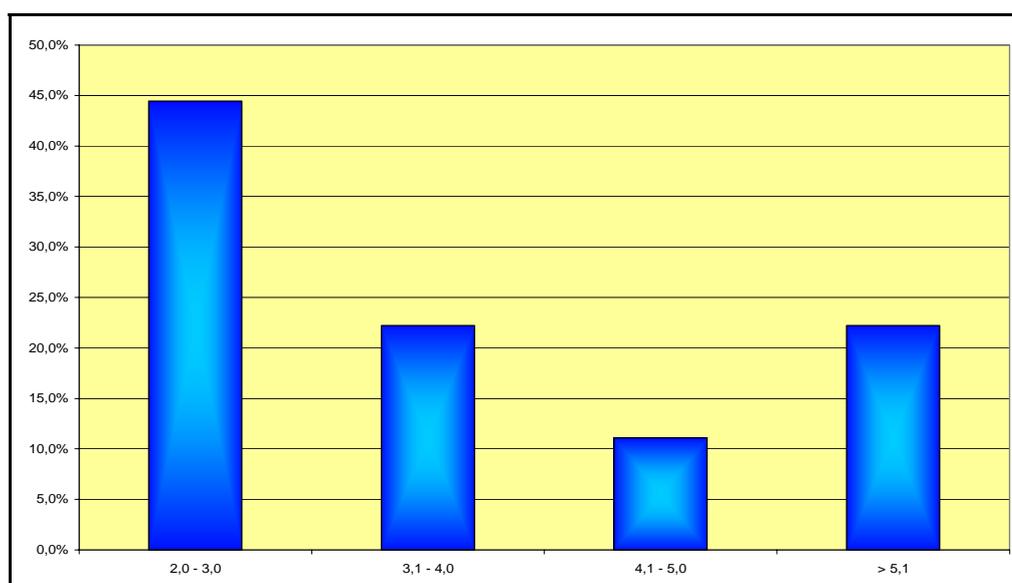
Scorrendo il grafico si nota poi una buona percentuale di operazioni con un livello di debito compreso tra i 50 e i 200 milioni di Euro.

L'andamento di questo grafico è comunque molto chiaro potendo intravedere una relazione di proporzionalità inversa tra le due dimensioni considerate, infatti considerando classi di debito sempre più elevate la percentuale di operazioni riscontrate in quella fascia diminuisce. Il grafico mostra infatti che le ultime due fasce di debito sono quelle in cui si è registrato il minor numero di operazioni.

Analizzando i dati d'origine è possibile vedere come l'operazione che ha fatto registrare il livello di debito netto più elevato è quella messa in opera da *BC Partners* nei confronti di *Nuova Seat* (Già *Seat Pagine Gialle*) nella quale il livello di debito ha toccato quota 4.400 milioni di Euro¹⁸.

L'ultimo aspetto interessante da trattare in materia di struttura finanziaria dell'impresa è andare a vedere il rapporto Debito Netto/EBITDA che ci dà la dimensione dell'indebitamento dell'azienda nei confronti di uno degli indicatori tipici della redditività aziendale. E' chiaro che presentare un rapporto di questo tipo troppo elevato significa che l'azienda si sta assumendo un rischio molto elevato e che potrebbe avere dei problemi a ripagare il debito che ha nei confronti degli istituti creditori che l'avevano finanziata.

Figura 3.4 – Rapporto Debito netto/EBITDA (Distribuzione percentuale 2003)



Fonte dei dati: PEM – Elaborazione propria

Come si osserva chiaramente dalla figura 3.4, la fascia di rapporto *net debt / equity* più gettonata è senza dubbio quella tra 2 e 3, che occupa circa il 45% del totale. Il motivo è molto semplice: come detto avere un indicatore di questo tipo troppo elevato comporta dei rischi per la solidità aziendale in quanto i flussi generati dalla gestione reddituale potrebbero non essere sufficienti per coprire il debito contratto e quindi è logico che la maggior parte degli imprenditori siano stati molto attenti a non indebitarsi troppo per evitare di trovarsi in difficoltà nella restituzione del debito.

E' molto importante quindi in sede di definizione della struttura finanziaria ottimale per l'impresa che l'investitore si concentri su tutti gli aspetti e non solamente sulla scelta del rapporto di leva finanziaria migliore per l'impresa. E' sempre opportuno, infatti, analizzare più indicatori congiuntamente in modo da avere un quadro più chiaro di quella che è la realtà aziendale.

2.4. Gli operatori e la raccolta

Gli operatori sono una delle componenti fondamentali dell'attività di investimento. E' quindi interessante andare a studiare le variazioni che questa categoria di attori nell'ambito del private equity ha avuto.

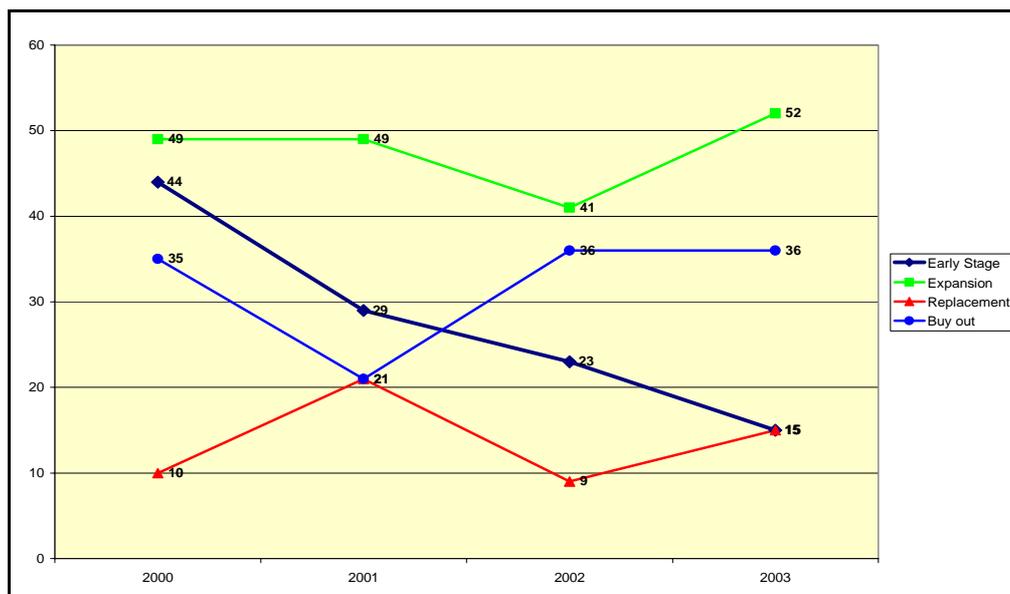
Innanzitutto è importante capire la situazione a livello numerico: il grafico 4.1, mostra la situazione degli ultimi quattro anni per quel che riguarda gli operatori attivi nei diversi segmenti di mercato¹⁹.

Come si può vedere, per il mercato dei *buy out* si nota una sostanziale stabilità a livello di operatori attivi, con l'eccezione del 2001 in cui si era verificata una contrazione del mercato e che si è ripercossa quindi anche sul numero di operatori che sono riusciti a svolgere la propria attività in quell'anno. Sono presenti un discreto numero di operatori nel segmento dei *buy out*, 36 negli ultimi due anni mentre erano 35 nel 2000.

Una sostanziale stabilità si può vedere anche a livello delle operazioni di *Expansion Capital*, dove mediamente negli ultimi quattro anni sono attivi circa 50 operatori, che proprio nel 2003 hanno raggiunto il loro punto di massimo con 52.

In grossa crisi si trovano gli operatori del segmento *Early Stage*, che nel periodo considerato hanno visto ridursi notevolmente e costantemente il loro numero: si è passati infatti dai 44 operatori attivi nel 2003 a meno di 30 operatori attivi nel biennio 2001/2002 per poi raggiungere il punto di minimo nel 2003 con solo 15 operatori attivi nel segmento.

Figura 4.1 – Operatori attivi nei diversi segmenti



Fonte: AIFI

Le cause di questa grande crisi si possono ricercare nella crisi degli investimenti nel settore *high tech*, che notoriamente era quello che forniva maggiori opportunità di investimento per gli operatori del segmento di *Early Stage*, ma è anche da ricercare nell'aumento della concentrazione del segmento che vede i primi 5 operatori occupare circa il 70% del mercato sia a livello di numero di operazioni che di ammontare²⁰.

Il segmento del *Replacement Capital*, invece mostra un andamento a livello numerico molto altalenante alternando punti di massimo (21 operatori nel 2001) a punti di minimo (9 operatori nel 2002), rimanendo comunque il segmento con meno operatori attivi.

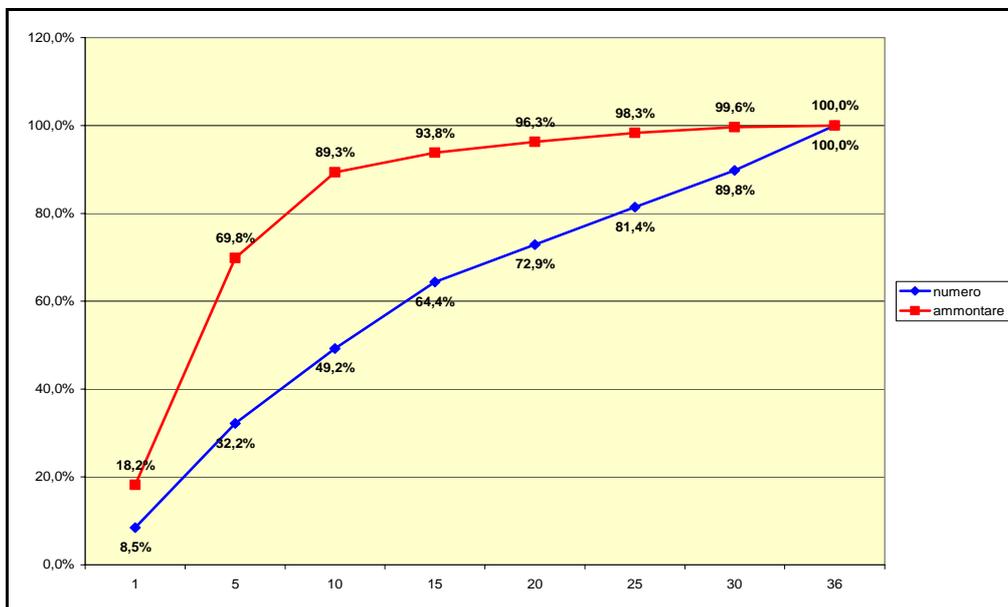
Un secondo aspetto molto interessante da analizzare è il grado di concentrazione del mercato.

Il grafico 4.2 mostra il grado di concentrazione del mercato dei *buy out* per numero ed ammontare; è interessante notare come a livello di numero di operazioni il mercato non sia particolarmente concentrato, anzi è possibile parlare di mercato ben distribuito tra gli operatori attivi.

A livello di ammontare investito si nota come la concentrazione sia decisamente più elevata: il 69,8% dell'ammontare investito, infatti, è attribuibile ai cinque più grandi operatori del settore ed ancora quasi il 90% dell'ammontare investito si riferisce ad operazioni concluse dai dieci operatori più importanti. Si capisce quindi che a livello di ammontare investito ci sia una grossa disomogeneità tra i grandi operatori

che si spartiscono il 90% del mercato ed i piccoli operatori (che rappresentano più del 70% degli operatori attivi) i quali devono dividersi la piccola fetta di mercato lasciata dagli altri (circa il 10%).

Figura 4.2 – Grado di concentrazione mercato *buy out* (2003)



Fonte: AIFI

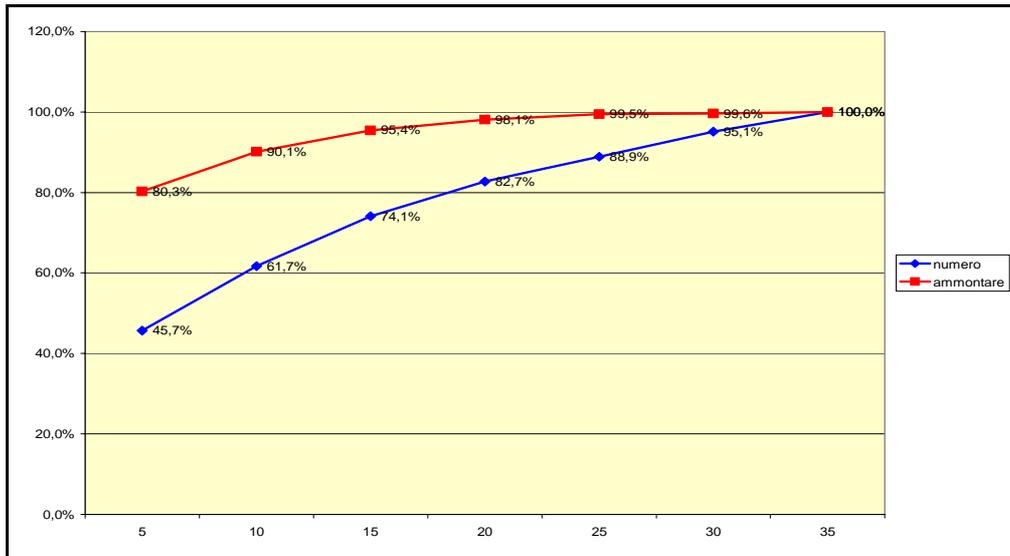
E' chiaro che in questa statistica influiscono pesantemente le grandi operazioni di *buy out* (i *mega deals*) i quali come già detto in precedenza nel 2003 hanno rappresentato la maggior parte dei capitali investiti.

E' interessante verificare se tale concentrazione del mercato dei *buy out* sia reale o frutto di un anno particolare. Sebbene non sia disponibile tale dato per tutti gli anni, è possibile confrontarlo con la concentrazione del mercato dei *buy out* nell'anno 2001.

La figura 4.3 mostra infatti la concentrazione per numero e ammontare dell'anno 2001 relativamente al mercato dei *buy out*. Sebbene il 2001 sia stato un anno di recessione a livello di investimenti e a livello di operazioni di grandi dimensioni, si nota chiaramente come anche in quell'anno la concentrazione fosse effettivamente molto elevata.

A livello di numero di operazioni effettuate, la distribuzione è decisamente più concentrata (anche se in quell'anno le operazioni effettuate sono state meno rispetto al 2003); i primi cinque operatori, infatti, occupano il 46% del mercato a livello di numero di operazioni contro il 32% del 2003, mentre i primi dieci operatori del 2001 occupano più del 60% del mercato contro il 50% scarso del 2003.

Figura 4.3 – Grado di concentrazione mercato buy out (2001)



Fonte: AIFI

Anche a livello di ammontare, si nota come la concentrazione del mercato nel 2001 sia molto elevata e superi quella del 2003. I primi cinque operatori, occupano infatti più dell'80% del mercato mentre i primi dieci raggiungono addirittura il 90% del mercato.

E' quindi chiaro come la concentrazione elevata sia una caratteristica costante del mercato dei *buy out* soprattutto a livello di ammontare investito e crediamo che tale situazione possa mantenersi costante anche nei prossimi anni per via della tendenza sempre più forte di mettere in atto operazioni di grandissime dimensioni (i *mega deals*) che contribuiscono in maniera determinante a mantenere elevata la concentrazione del mercato.

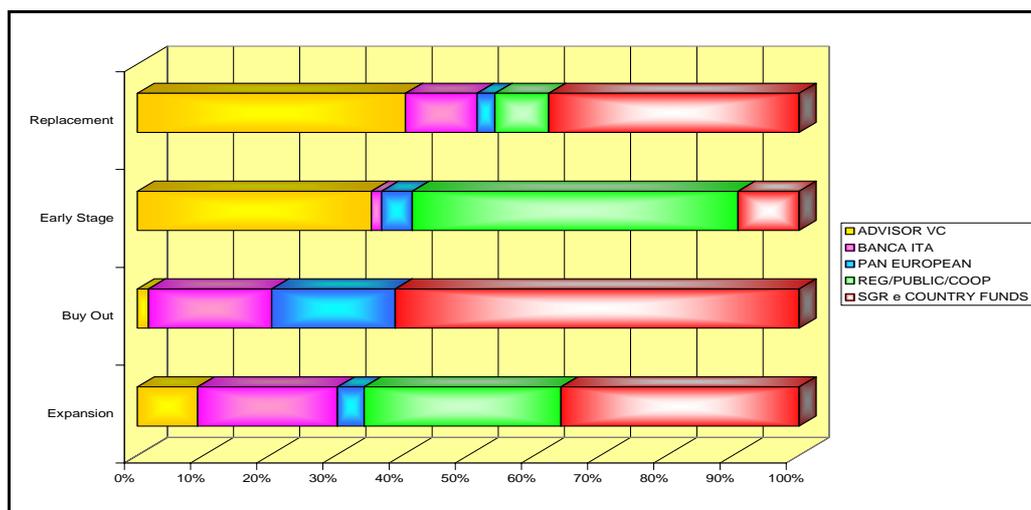
Entriamo ora nel dettaglio dell'attività svolta dai diversi operatori.

Un primo aspetto interessante è andare ad analizzare come i diversi operatori nazionali ed internazionali hanno deciso di investire i loro capitali.

A livello di segmento dei *buy out*, si nota dal grafico 4.4 che più del 60% delle operazioni sono state realizzate da SGR o Fondi nazionali, mentre Fondi Pan Europei e Banche italiane hanno realizzato entrambe circa il 19% delle operazioni. E' evidente come a livello numerico il mercato dei *buy out* sia dominato da queste tre tipologie di operatori che sono quelli più solidi e adatti ad organizzare e gestire un'operazione di questo tipo che normalmente richiede un impiego di risorse più elevato rispetto alle altre tipologie di operazione.

I fondi Pan Europei investono principalmente in operazioni di *buy out*, mentre raramente investono in altre tipologie di operazione.

Figura 4.4 – Distribuzione degli investimenti in numero per tipologia e categorie di investitori (2003)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

A livello di *Early stage*, invece, i principali investitori a livello numerico sono gli operatori regionali, pubblici e le cooperative che occupano praticamente il 50% del mercato seguiti a breve distanza dagli *advisor* di Venture Capital.

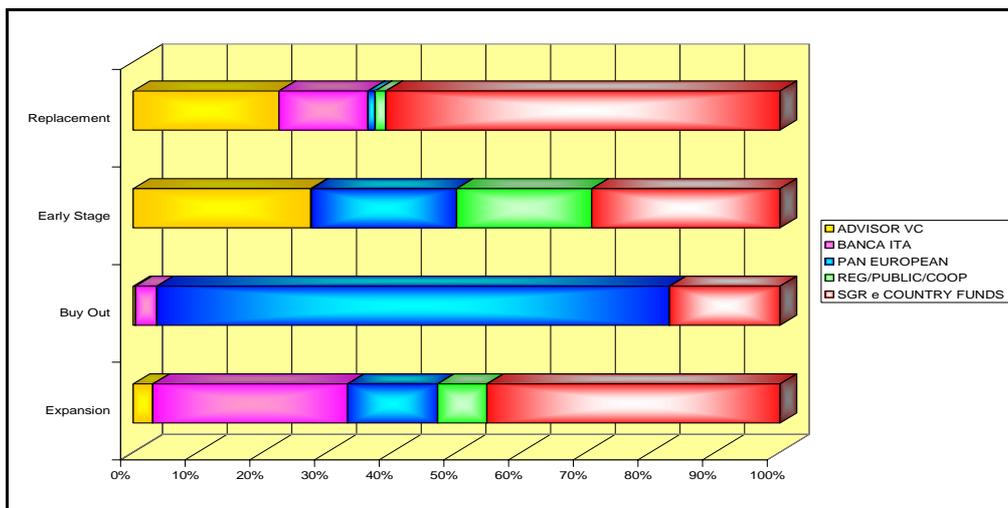
Il segmento dell'*Expansion Capital* vede una distribuzione piuttosto omogenea tra i diversi operatori, mentre nel mercato del *Replacement Capital* i due operatori principali sono gli *advisor* di Venture Capital e le SGR e Fondi nazionali.

Passando invece ad analizzare il mercato a livello di ammontare investito, anche in questo caso si notano delle differenze con quanto appena descritto.

La figura 4.5 delinea la distribuzione percentuale degli operatori in base alla tipologia di operazione.

Per quel che riguarda il mercato dei *buy out*, la maggior parte dell'ammontare investito è stato realizzato dai fondi Pan Europei, che occupano una quota molto vicina all'80% dell'ammontare totale investito dimostrando così la loro posizione di leadership all'interno del mercato dei *buy out*. Come per il mercato totale del private equity, anche in questo caso c'è una grossa differenza tra la quota detenuta dai fondi Pan Europei a livello di numero di operazioni (18,6%) e quella detenuta a livello di ammontare (79,3%). Tale differenza molto elevata conferma la tendenza dei fondi Pan Europei a mettere in atto operazioni di notevoli dimensioni.

Figura 4.5 – Distribuzione degli investimenti in ammontare per tipologia e categorie di investitori (2003)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Le SGR e i fondi nazionali mantengono una buona quota di mercato (anche se in netto calo rispetto a quella detenuta a livello di numero di operazioni) attestandosi al 17,6% dell'ammontare totale investito, mentre le banche italiane perdono e occupano una quota decisamente piccola fermandosi al 3,3%.

Volendo capire più da vicino come si è evoluta tale statistica nel corso degli anni, risulta difficile farlo con l'ausilio dei grafici, in quanto gli investitori sono stati classificati in maniera diversa nei vari anni.

E' comunque possibile confrontare quali sono stati i principali "attori" del mercato del private equity ed in particolare di quello dei *buy out*.

A livello di *buy out* l'anno 2000 ha visto la supremazia a livello numerico degli *advisor* dei fondi di private equity (uniti alle banche estere che però hanno avuto un peso molto limitato) che hanno occupato il 51% del mercato. Tali soggetti sono riconducibili a quelli che a partire dal 2002 sono stati definiti Fondi Pan Europei e che, infatti, si sono dimostrati nel 2003 essere i principali attori a livello di *buy out*.

Nel 2000 la restante parte del mercato è stata spartita tra le grandi banche italiane (25%) e i fondi chiusi italiani (17%).

Passando invece ad analizzare l'anno 2001 notiamo una situazione molto simile a quella del 2000 a livello di *buy out* con pochissime variazioni mantenendo una posizione di leadership gli *advisor* dei fondi di private equity (47%) seguiti dalle banche italiane (27%) e dai fondi chiusi italiani (17%).

Il 2002, invece, presenta come già detto una classificazione diversa e a livello di numero di operazioni di *buy out* si nota come la percentuale maggiore è da attribuirsi alle SGR e *Country funds*, che hanno realizzato nel corso dell'anno il 51% delle operazioni.

I grandi fondi Pan Europei, in linea con il 2003, a livello di numero di operazioni hanno fatto segnare solo il 17%, preceduti anche dalle banche italiane (28%).

Osservando brevemente le altre tipologie di operazione si nota come a livello di *Early stage* nel 2000 e 2001 la maggior parte delle operazioni sono state realizzate da *advisor* di fondi di Venture Capital, mentre a partire dal 2002 questa posizione di leadership viene a mancare in seguito ad un forte aumento

da parte delle operazioni realizzate da operatori regionali, pubblici e cooperative e da SGR e fondi nazionali.

A livello di *Expansion Capital* nei quattro anni considerati si nota una distribuzione abbastanza omogenea che ha portato a non identificare un leader per questa tipologia di operazione, mentre per quel che riguarda le operazioni di *Replacement Capital*, dopo un predominio iniziale nell'anno 2000 delle banche italiane si assiste ad una sempre crescente importanza degli *advisor* di fondi di Venture Capital che sia nel 2002 che nel 2003 (anche se in maniera meno netta) si dimostrano come i leader in questo segmento di mercato a livello di numero di operazioni effettuate.

Cerchiamo ora di analizzare l'evoluzione dell'attività degli operatori a livello di ammontare investito a partire dal 2000.

Nell'anno 2000 la quasi totalità dell'ammontare investito nelle operazioni di *buy out* è da attribuirsi agli *advisor* dei fondi di private equity insieme alle grandi banche estere, che da soli hanno realizzato l'87% dell'ammontare totale investito.

In forte controtendenza a questo risultato, però, c'è il risultato dell'anno 2001 in cui si nota che l'operatore che ha ottenuto la quota più elevata nel mercato dei *buy out* a livello di ammontare investito sono le banche e finanziarie bancarie italiane che hanno realizzato il 78% degli investimenti (per ammontare) a fronte del 19% realizzato dagli *advisor* dei fondi di private equity e dalle banche estere.

Si tratta questo di un dato molto strano e isolato nei quattro anni di dati da noi considerati, in quanto le banche italiane sebbene abbiano sempre avuto una discreta importanza, mai hanno raggiunto un simile livello di leadership.

E' però opportuno ricordare che il 2001 è stato un anno di forte recessione per il mercato dei *buy out*, in cui le operazioni concluse sono state molto inferiori agli anni passati, sia dal punto di vista numerico, sia dal punto di vista della presenza dei *mega deals* che solitamente venivano realizzati dai grandi operatori esteri e che nel 2001 hanno fatto segnare il loro punto di minimo relativamente agli ultimi anni in cui invece avevano fatto segnare una crescita costante.

Il 2002 vede poi il ritorno su livelli normali facendo registrare i fondi Pan Europei una quota del 70% a livello di ammontare investito superando di gran lunga i *Country Funds* e le SGR che si fermano ad una quota del 24%.

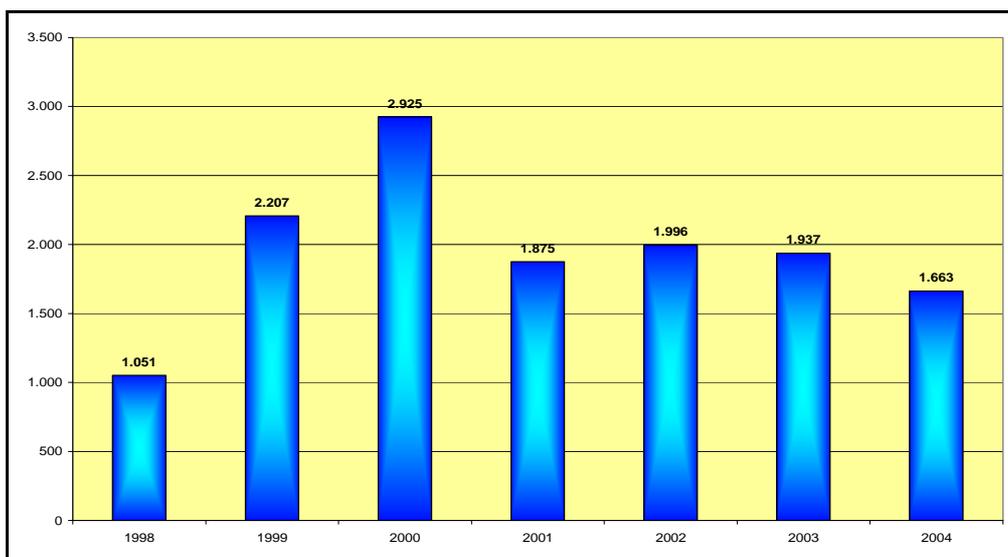
Relativamente alle altre tipologie di operazione per quel che riguarda l'*Early Stage* si nota che nel 2000 e nel 2001 i maggiori investitori erano sicuramente gli *advisor* dei fondi di Venture Capital, mentre il 2002 fa segnare il sorpasso ad opera sia delle SGR e *Country Funds*.

A livello di *Expansion Capital* i maggiori investitori sono sicuramente le banche italiane con l'eccezione dell'anno 2001 in cui la distribuzione degli investimenti è stata piuttosto omogenea tra i diversi operatori.

Infine le operazioni di *Replacement Capital* hanno fatto segnare nei tre anni considerati tre diversi operatori leader a livello di ammontare investito: nel 2000 le banche italiane, nel 2001 gli *advisor* dei fondi di private equity e le banche estere e infine nel 2002 le SGR e i *Country Funds*.

Analizziamo ora nel dettaglio quali sono le caratteristiche dell'attività di raccolta del mercato del private equity in Italia.

Figura 4.6 – Evoluzione di capitali raccolti (milioni di Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Un primo aspetto da considerare è analizzare l'evoluzione dei capitali raccolti.

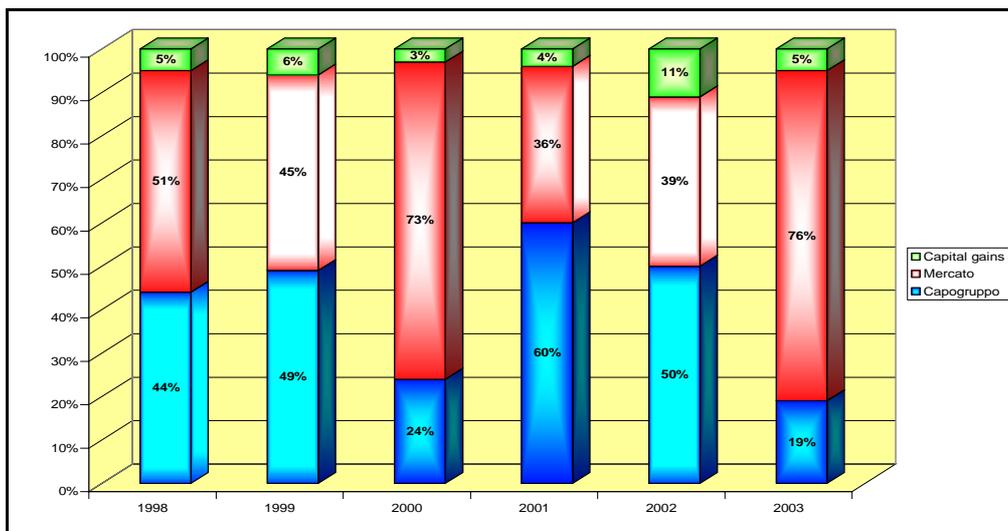
La figura 4.6 mostra appunto tale evoluzione. A partire dal 1998 si nota una fase di espansione per quel che riguarda la raccolta dei capitali che coincide con il periodo di grande crescita di tutto il mercato. Tale crescita conosce il suo punto di massimo a livello di capitali raccolti nel 2000 con quasi 3.000 milioni di Euro di fondi raccolti da destinare all'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese.

Il 2001 poi, come già visto in precedenza, è un anno negativo per il mercato e anche a livello di raccolta si nota questa tendenza con una netta diminuzione dei capitali raccolti: rispetto al 2000 i capitali raccolti sono il 36% in meno toccando quota 1875 milioni di Euro. Il biennio susseguente (2002-2003) conferma poi il livello raggiunto nel 2001 mantenendosi su valori molto prossimi ai 2.000 milioni di Euro, mentre il 2004 conferma i segnali negativi per il mercato del private equity facendo segnare una diminuzione dei capitali raccolti (anche se tale diminuzione non è di grande entità).

Apparentemente sembra quindi che il mercato viva una fase di stallo a partire dal 2001. In realtà osservando l'evoluzione della provenienza dei capitali raccolti (figura 4.7) si capisce che la realtà è diversa da quella percepita.

Innanzitutto la provenienza dei capitali è legata principalmente a due attori: le società capogruppo e il mercato, in quanto la raccolta derivante dal reinvestimento dei *capital gain* è molto limitata.

Figura 4.7 – Evoluzione della provenienza dei capitali raccolti



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Nel 1998 e 1999 i capitali provenivano in maniera pressoché equilibrata dal mercato e dalle società capogruppo, con una leggera predominanza di quest'ultima nel 1999 e viceversa nel 1998.

Il 2000 però è un anno particolarmente positivo per il mercato del private equity e tale andamento si riscontra anche nella grande fiducia del mercato dal quale vengono raccolti il 73% del totale dei capitali, contro il 24% proveniente dalle società capogruppo e il 3% dei *capital gain*. La forte diminuzione di capitali raccolti nel 2001, si traduce principalmente in una riduzione drastica della raccolta proveniente dal mercato che riduce il suo peso percentuale tra il 2000 e il 2001 della metà, passando appunto dal 73% al 36% del 2001. Tale diminuzione già di per sé enorme in termini di peso percentuale assume caratteri ancora più importanti se analizzata in termini assoluti: nel 2000 i capitali provenienti dal mercato erano pari a circa 2.135 milioni di Euro, mentre nel 2001 tale dato si riduce a 675 milioni di Euro con una perdita netta del 70%²¹.

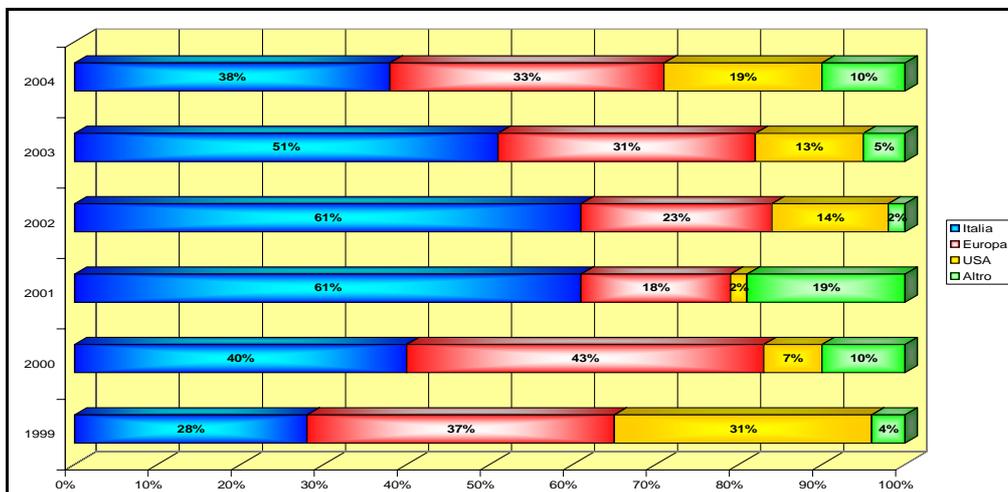
A differenza di quanto emerso dal grafico 4.6 relativamente alla raccolta dei capitali, che vedeva il mantenimento di un livello di raccolta costante negli anni 2001, 2002 e 2003, il grafico 4.7 consente di evidenziare alcune evoluzioni che si sono verificate a livello di provenienza di tale raccolta.

Innanzitutto il 2001 vede come fonte principale della raccolta di capitali le società capogruppo con una quota del 60%, mentre come già evidenziato la quota di capitali provenienti dal mercato era molto bassa (36%). A partire dal 2002 si nota però un'inversione di tendenza in questo senso: i capitali raccolti presso le società capogruppo passano dal 60% al 50%, mentre quelli raccolti presso il mercato crescono leggermente fino a raggiungere il 39%. Il 2003 è poi l'anno in cui il mercato sembra aver ritrovato la fiducia nelle operazioni di private equity ritornando su valori percentuali molto simili a quelli fatti registrare nel 2000, sebbene la raccolta complessiva sia ancora inferiore. Significativo in questo senso è il passaggio dal 39% di capitali raccolti sul mercato al 76% a conferma di quanto detto poc'anzi. A livello di raccolta proveniente dalle società capogruppo si nota un forte ridimensionamento di quella che era stata la fonte principale nel biennio precedente con una percentuale del 19%.

La raccolta di capitali proveniente dal mercato è sinonimo quindi dell'andamento del mercato del private equity in generale.

A tal proposito è interessante verificare l'evoluzione dell'origine geografica di questi capitali raccolti sul mercato (figura 4.8).

Figura 4.8– Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Quando il mercato è in forte crescita e genera molta fiducia presso gli investitori si ha, come nel 1999 e nel 2000, una forte presenza di capitali esteri (principalmente provenienti da Europa e USA); nel particolare il 1999 presenta, a fronte del 28% dei capitali provenienti dall'Italia, il 37% proveniente dal mercato europeo e il 31% da quello americano. Il 2000 conferma questo trend presentando il 40% dei capitali con origine italiana, il 43% proveniente dal mercato europeo e il 7% da quello americano.

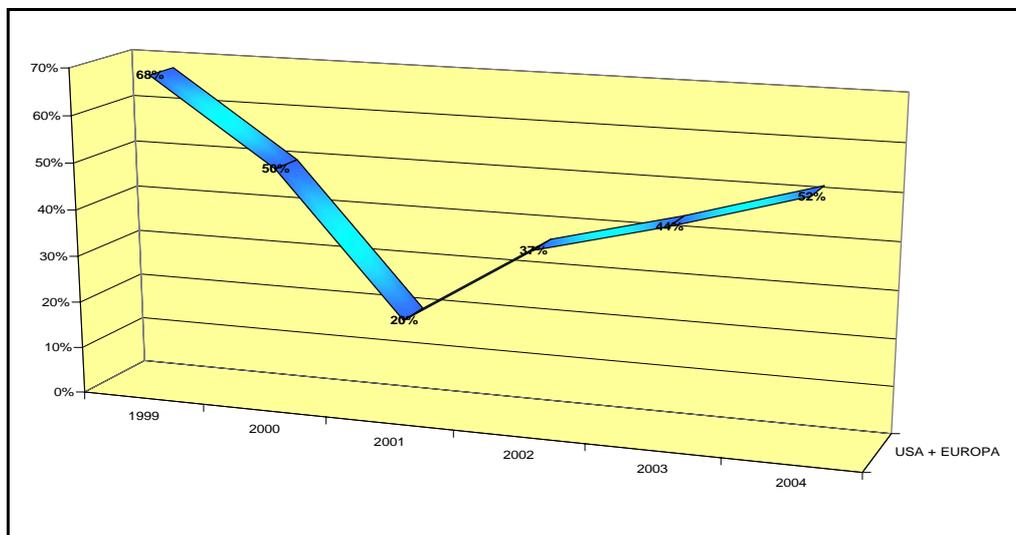
Il 2001, invece, mostra chiari segni di mancanza di fiducia presso gli investitori istituzionali: a livello di mercato europeo viene raccolto solo il 18% dei capitali e, a livello di mercato americano, addirittura solo il 2% a fronte di un fortissimo incremento percentuale dei capitali di origine italiana che raggiungono il 61% del totale.

A partire dal 2002 si intravedono comunque segnali di ripresa in quanto, a fronte di una percentuale stabile di capitali raccolti in Italia, aumentano rispettivamente i capitali raccolti in Europa (dal 18% al 23%) e negli USA (dal 2% al 14%). Il 2003 e il 2004 confermano infine questa tendenza di ripresa mostrando una diminuzione a livello di raccolta italiana (51% nel 2003 e 38% nel 2004) e un aumento del mercato Europeo (31% e 33%) a fronte della stabilità di quello americano (13% e 19%).

Particolarmente interessante per comprendere l'andamento del mercato del private equity in Italia è vedere l'evoluzione della percentuale congiunta dei capitali provenienti da USA e Europa. La figura 4.9 mostra chiaramente questo dato e l'evoluzione è quanto mai significativa: gli anni 1999 e 2000 presentano valori molto elevati, rispettivamente il 68% e il 50%. Il 2001 rappresenta poi il punto di minimo toccando quota 20%, ma a partire dal 2002 ecco che vengono evidenziati dei segnali di ripresa che portano il dato a salire fino al 37%; il 2003 conferma questo trend positivo raggiungendo una quota del 43% ed infine per il 2004 si nota il superamento della soglia del 50%, confermando così che

nonostante il momento abbastanza difficile del mercato, quest'ultimo presenti una buona attrattività nei confronti degli investitori stranieri.

Figura 4.9 – Evoluzione della percentuale congiunta USA e EUROPA



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

I nuovi capitali raccolti sul mercato provengono da diversi investitori istituzionali e il grafico 4.10 mostra l'evoluzione della provenienza di questi capitali.

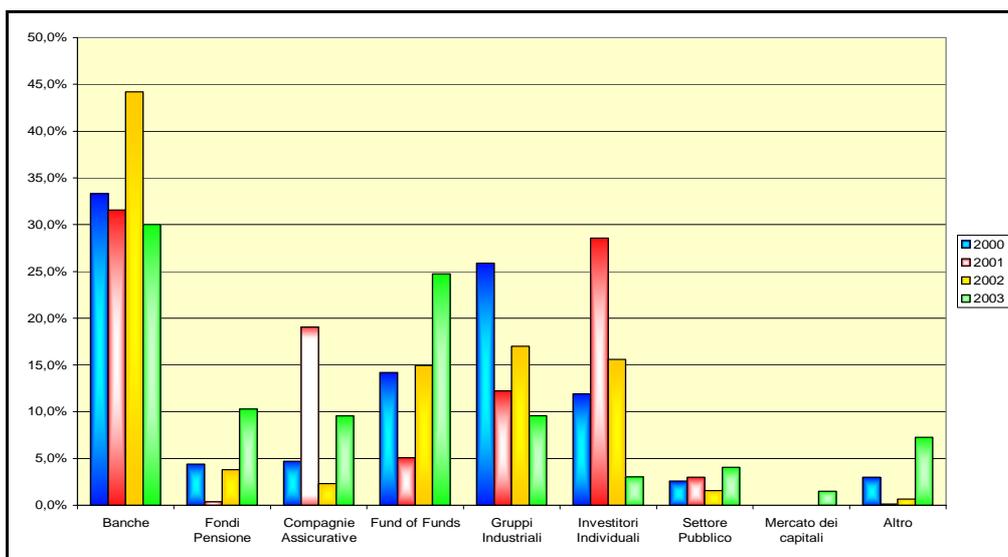
Come si può vedere la fonte di provenienza più comune sono le banche che hanno fatto registrare mediamente poco più del 30% del totale nei quattro anni considerati con una punta massima del 44% nel 2002.

Un'importanza sempre più crescente è da attribuire ai fondi di fondi che, ad eccezione del 2001, hanno mostrato di mantenersi su valori superiori al 15% toccando proprio nell'ultimo anno la quota del 25% che conferma il trend crescente di questa tipologia di investitore.

In controtendenza troviamo gli investitori istituzionali e i gruppi industriali che dopo aver fatto segnare buone percentuali negli anni passati hanno visto ridursi notevolmente la loro quota nel 2003 occupando rispettivamente il 9,6% i gruppi industriali e il 3% gli investitori individuali.

Il 2003 rappresenta un punto di slancio e di crescita per due tipologie di investitori che non avevano mai giocato un ruolo importante in questa tipologia di analisi: si tratta dei fondi pensione che per la prima volta hanno superato la quota del 10% e delle compagnie assicurative che, tralasciando il 2001 in cui avevano rappresentato una quota rilevante, non erano più riuscite a riportarsi su livelli importanti, mentre il 2003 ha visto il raggiungimento di una quota molto vicina al 10%.

Figura 4.10 – Evoluzione della provenienza dei capitali raccolti sul mercato



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Poca importanza va infine attribuita al settore pubblico che nel periodo di tempo considerato non ha mai superato il 5% del totale dei capitali raccolti sul mercato.

Si segnala poi che il 2003 ha visto l'ingresso in scena di una nuova fonte di raccolta: si tratta del mercato dei capitali che nel 2003 ha ottenuto una quota pari all'1,5%.

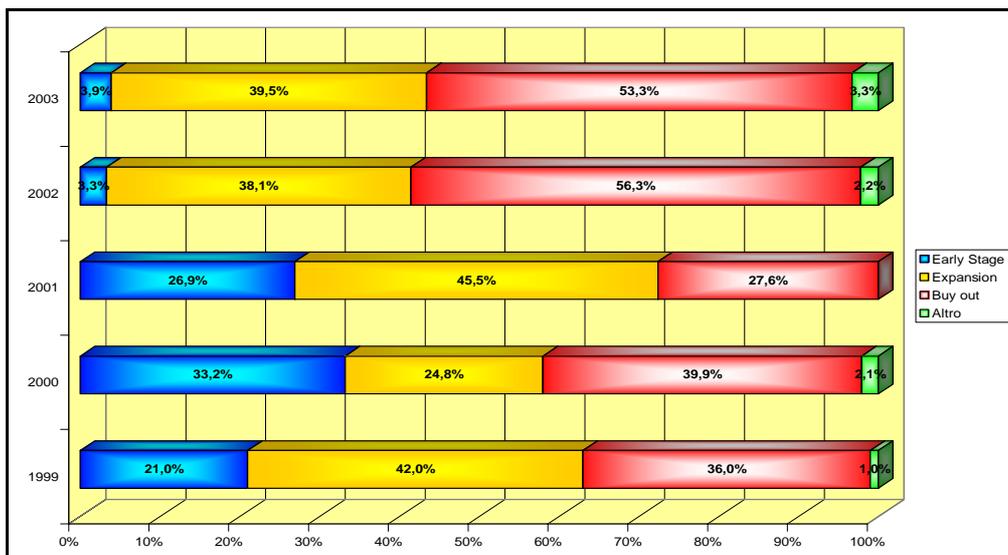
Entriamo adesso più nel dettaglio analizzando la raccolta in relazione alla tipologia di investimento target.

Come si può vedere, nel 2003, la fetta più consistente spetta alle operazioni di *buy out* che occupano il 53,3% della raccolta confermando così di essere la tipologia di operazione più importante a livello di investimenti nel panorama del private equity italiano.

L'altra fetta molto consistente con una percentuale di circa il 40% è attribuibile alle operazioni di *Expansion capital* che confermano così la loro posizione a ridosso delle operazioni di *buy out*; percentuali molto meno consistenti spettano rispettivamente alle operazioni di *Early Stage* (solo il 4%) e ad altre tipologie di operazioni (3%).

La figura 4.20 mostra l'evoluzione della distribuzione della raccolta per tipologia di investimento target. A livello di *buy out* si nota che, eccezion fatta per il 2001, il trend a livello di raccolta è decisamente positivo, e a partire dal 2002 la raccolta ha superato il 50% del totale, dato per altro confermato anche nel 2003.

Figura 4.20 – Evoluzione della distribuzione della raccolta per investimento target



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Una involuzione molto preoccupante ha subito il segmento dell'*Early Stage* che a livello di raccolta è passato da percentuali intorno al 30% negli anni 1999, 2000 e 2001 (con una punta massima del 33,2% nel 2000) per poi subire un forte ridimensionamento arrivando a toccare il 3,3% nel 2002 che va di pari passo con il 3,9% fatto segnare nel 2003.

Una buona percentuale (intorno al 40%) viene mantenuta dalle operazioni di *Expansion* in tutti gli anni considerati ad eccezione del 2000 in cui raggiungono una quota del 24,8%.

In conclusione si può dire che, a livello di raccolta sebbene i dati totali dimostrano una stabilità nei capitali raccolti negli ultimi tre anni, si notano alcuni segni di ripresa incoraggianti per quel che riguarda i capitali raccolti sul mercato.

A livello delle diverse tipologie di operazioni la raccolta evidenzia le stesse tendenze mostrate dall'analisi delle operazioni effettuate: grande importanza alle operazioni di *buy out* che si confermano il pilastro più solido dell'intero mercato e buona importanza anche delle operazioni di *Expansion Capital*. Momento molto difficile è invece quello legato alle operazioni di *Early Stage* correlato alla crisi degli investimenti in imprese *High Tech* evidenziata in questi ultimi anni.

2.5. I disinvestimenti

La fase del disinvestimento rappresenta un momento fondamentale al fine del successo o meno dell'operazione. La scelta del canale di disinvestimento è quindi una variabile decisiva e che va studiata con particolare attenzione.

Iniziamo ora con l'esaminare l'attività di disinvestimento a livello numerico.

Il grafico 5.1 mostra l'evoluzione dell'attività di disinvestimento a livello di numero e di ammontare che si è evidenziata a partire dal 1998. E' chiaro che in linea di massima l'attività di disinvestimento

debba seguire l'andamento dell'attività di investimento in quanto l'andamento del mercato influisce anche sulle scelte del *timing* del disinvestimento.

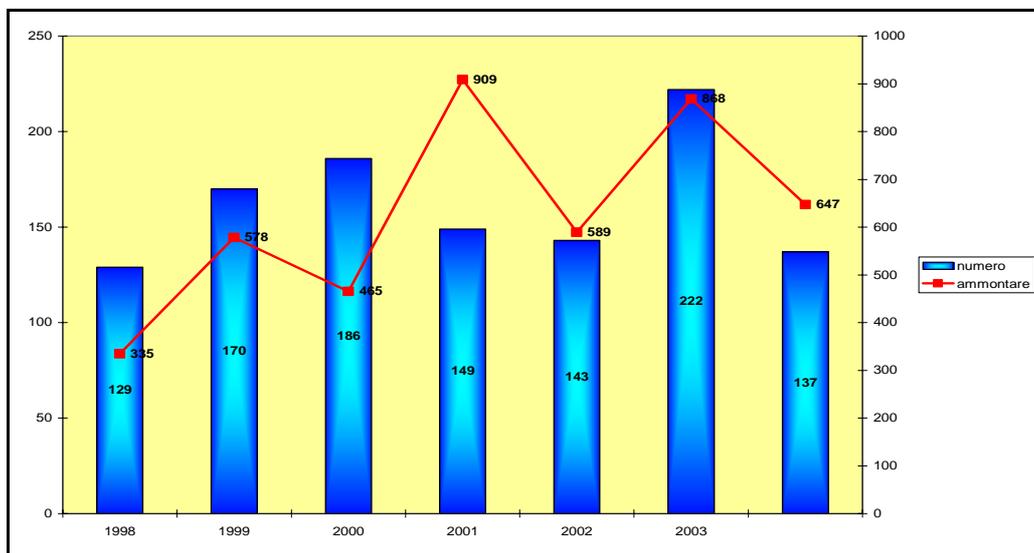
Questa tesi trova conferma nel grafico che mostra un andamento crescente dell'attività di disinvestimento a livello di numero di disinvestimenti nel triennio 1998-2000, mentre poi conosce una fase di rallentamento nel biennio 2001-2002 dove le difficili condizioni del mercato e dell'economia in generale consigliavano di rimandare il momento della dismissione della partecipazione in un momento economico più favorevole. Il 2003, infatti, segna una ripresa del numero dei disinvestimenti che raggiungono in questo anno il loro livello più alto con 222 disinvestimenti. Il 2004, infine, mostra una regressione a livello di numero di operazioni effettuate; questo è dovuto al fatto che l'attività di disinvestimento non presenta un trend ben definito ma vive di "momenti" in cui si creano le condizioni migliori per uscire dalla partecipazione. In quest'ottica è naturale aspettarsi che da un anno all'altro si possano avere risultati discordanti senza avere una spiegazione chiara e precisa del perché di questa alternanza.

A livello di ammontare disinvestito il trend si mostra di più difficile lettura anche se, considerando tutto il periodo di tempo analizzato, si nota sicuramente un aumento dell'ammontare disinvestito seppur con alcuni alti e bassi all'interno del periodo.

E' chiaro comunque che l'attività di disinvestimento sembra destinata a crescere ancora nei prossimi anni (magari presentando ancora questi alti e bassi) in quanto deve riflettere seppur con qualche anno di ritardo quello che è stato l'andamento dell'attività di investimento.

Come già detto in precedenza, però, l'aspetto più importante nell'ambito dell'attività di disinvestimento è la scelta della migliore tipologia di *way out* possibile.

Figura 5.1 - Evoluzione dell'attività di disinvestimento per numero ed ammontare (in milioni di Euro)



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

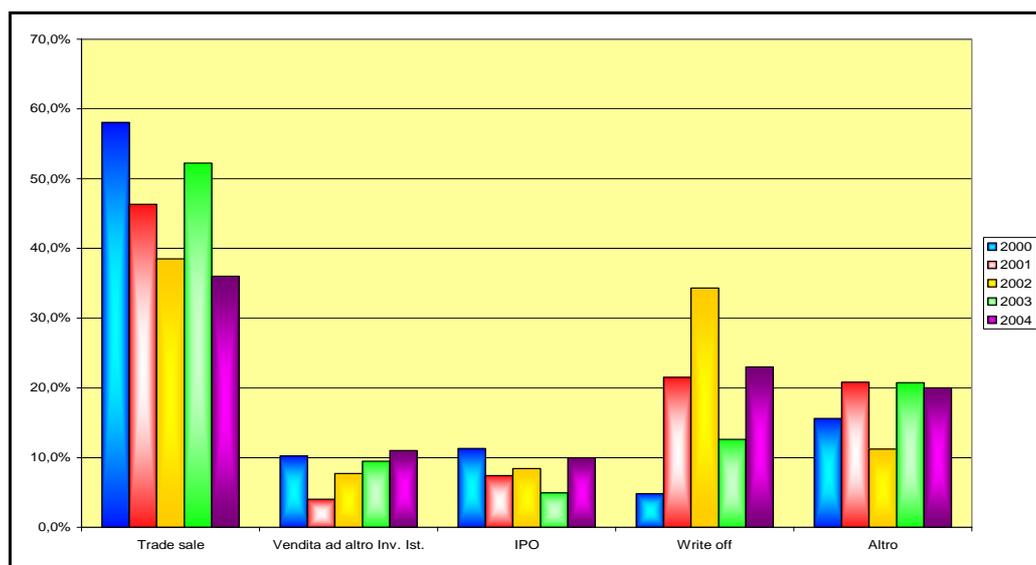
Dall'analisi del grafico 5.2, si può vedere che nel 2003, a livello di numero di disinvestimenti, il canale più utilizzato è senza dubbio quello del *trade sale* che da solo occupa una percentuale superiore al 50%.

Il motivo è molto semplice: si tratta della modalità di disinvestimento più semplice e logica per la maggior parte delle operazioni, in quanto non richiede un ingente utilizzo di risorse per la sua preparazione ma semplicemente il fatto di cogliere il momento migliore per vendere la partecipazione.

A livello di ammontare disinvestito (si veda la figura 5.3 nelle pagine seguenti), però, il *trade sale* non è il canale di disinvestimento più utilizzato nel 2003, in quanto il 41% dell'ammontare è stato ceduto tramite vendita ad un altro investitore istituzionale. Si tratta di un risultato piuttosto strano, in quanto storicamente il *trade sale* era il canale attraverso il quale veniva dimessa la maggior parte dell'ammontare; una possibile spiegazione è da ricercarsi nel fatto che in questo momento, è difficile trovare acquirenti disponibili ad acquistare grandi imprese investendo ingenti capitali, di conseguenza le imprese di dimensioni più grandi sono state acquistate da altri operatori del private equity. Questa soluzione si deduce dalla grande differenza che si riscontra tra il numero e l'ammontare disinvestito presso investitori istituzionali: 9,5% contro il 41,4%. Il dato indica che la dimensione media di queste operazioni era sicuramente molto elevata.

Una bassa percentuale, sia a livello di numero che di ammontare, è da attribuire alle quotazioni in borsa (o vendita successiva alla quotazione).

Figura 5.2 – Evoluzione della distribuzione dei disinvestimenti per numero



Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

E' interessante ora analizzare l'evoluzione di questi aspetti.

Anche in questo caso si vede come la modalità di *way out* più utilizzata nel periodo di tempo considerato è sicuramente quella del *trade sale* che in media è stata scelta da circa il 50% degli operatori (anche se nell'ultimo anno tale modalità ha fatto registrare una percentuale inferiore al 40%)

La vendita ad altro investitore istituzionale dopo un buon risultato nel 2000 aveva visto diminuire notevolmente la sua importanza, ma nell'ultimo biennio ha visto crescere nuovamente la sua quota arrivando a toccare il 10%.

Discorso diverso è quello relativo alla quotazione in borsa. La crisi del mercato regolamentato, che si è verificato in tutto il mondo negli ultimi anni, ha fatto sì che questa modalità di disinvestimento venisse

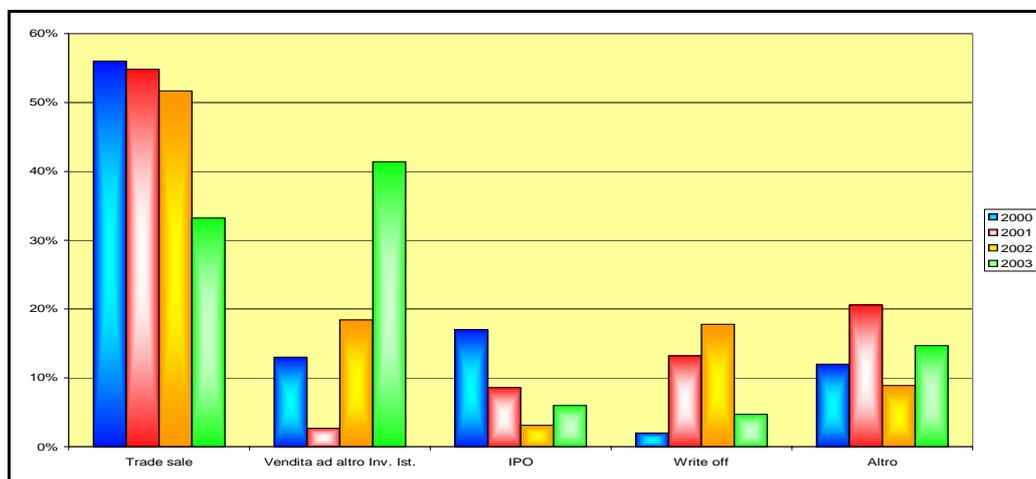
praticata sempre meno anche per gli ingenti costi in termini di tempo e persone che servono per riuscire a portare a compimento il processo di quotazione. Dal grafico si nota infatti che da una quota del 11% nel 2000 si è progressivamente passati al 5% del 2003 che rappresenta il punto di minimo. La tanto attesa ripresa della borsa, però, potrebbe ridare slancio a questa tipologia di disinvestimento qualora il mercato regolamentato lanciasse dei segnali concreti in questa direzione, e il 2004 in questo senso ha dato un piccolo segnale di ripresa facendo segnare il 10% del totale dei disinvestimenti (livello che non si raggiungeva dal 2000).

Si nota infine una buona percentuale di investimenti che si sono chiusi con un azzeramento della partecipazione: soprattutto il biennio 2001-2002 ha evidenziato come un buon numero (rispettivamente il 22% e il 34%) di operazioni non siano andate a buon fine, anche se il 2003 rappresenta in questo senso un'inversione di tendenza in quanto la percentuale è diminuita praticamente del 60% rispetto al 2002 raggiungendo il 13%. Col 2004 però si vede il ritorno sui livelli toccati negli anni precedenti con una quota di operazione che si sono chiuse con azzeramento della partecipazione pari al 23%.

Il grafico 5.3 mostra invece l'evoluzione della distribuzione percentuale per ammontare disinvestito. Come già anticipato in precedenza si nota che ad eccezione del 2003 il canale più utilizzato è anche in questo caso quello del *trade sale* che nel triennio 2000-2002 aveva realizzato più del 50% dell'ammontare totale dimesso.

Una buona fetta di ammontare totale è da attribuire anche alla vendita ad altri investitori istituzionali che, se si esclude il 2001 in cui hanno realizzato una percentuale praticamente irrisoria, hanno sempre detenuto quote superiori al 10% raggiungendo nel 2003 il livello massimo del 41%.

Figura 5.3 - Evoluzione della distribuzione dei disinvestimenti per ammontare

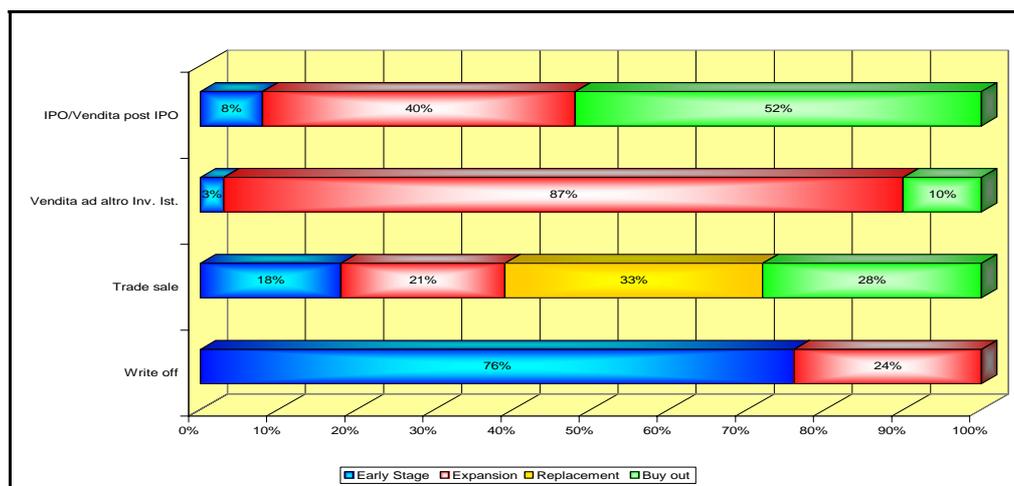


Fonte dei dati: AIFI – Elaborazione propria

Anche in questo grafico si nota come il trend delle quotazioni sia decisamente negativo, nonostante il 2003 abbia fatto segnare una minima ripresa rispetto al 2002, mentre il trend dei *write off* ricalca fedelmente quello già riscontrato a livello di numero di disinvestimenti con una percentuale elevata negli anni 2001 e 2002, mentre il 2003 fa segnare una netta diminuzione di questa quota.

Un ultimo aspetto interessante è una statistica trovata nell'annuario AIFI relativa all'anno 2002.

Figura 5.4 – Distribuzione dei disinvestimenti per tipologia di investimento iniziale (2002)



Fonte: AIFI

La figura 5.4 mostra la distribuzione che i vari canali di disinvestimento hanno riscontrato in base all'investimento iniziale. Come si vede, a livello di IPO la maggior parte degli investimenti erano dei *buy out*. Questo è un risultato assolutamente logico, in quanto per poter pensare alla quotazione bisogna disporre di un'azienda di grandi dimensioni, che abbia una forte stabilità e che abbia il tempo e le risorse per preparare il lungo e costoso processo che porta alla quotazione, e queste sono tutte caratteristiche piuttosto comuni nelle imprese oggetto di *buy out*.

I disinvestimenti che si concludono con la vendita ad altro investitore istituzionale, invece, sembrano essere una prerogativa tipica delle operazioni di *Expansion* che occupano l'87% di questi disinvestimenti, mentre la modalità del *Trade sale* è quella più diffusa e più equamente distribuita tra le diverse tipologie di operazione.

Un ultimo aspetto significativo è il dato dei *write off*: ben il 76% di essi è riconducibile a operazioni di *Early stage* a conferma dell'elevato livello di rischio che comporta questa particolare tipologia di operazioni.

2.6. I risultati

Particolarmente interessante è studiare l'andamento dei risultati che hanno avuto queste tipologie di operazioni.

Il mercato del private equity in generale si è dimostrato uno dei mercati più redditizi e negli ultimi anni tale andamento ha confermato questa tesi.

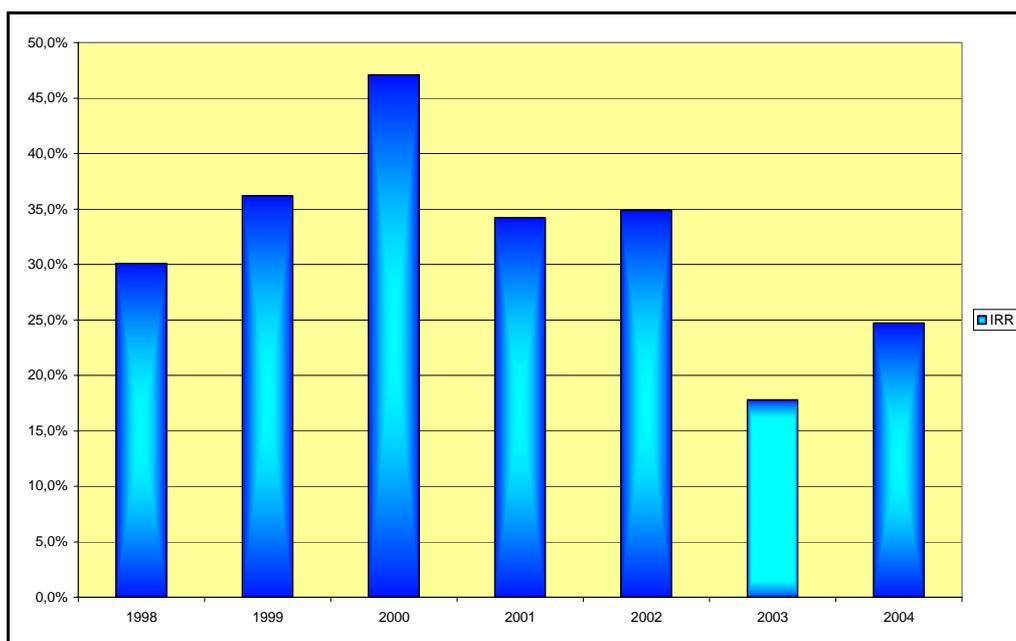
Osservando la figura 6.1, è possibile vedere come l'andamento a partire dal 1998 sia di crescita costante fino al 2000, anno in cui si è registrato il livello di rendimento più elevato nel periodo di tempo considerato con un rendimento annuo pari al 47%. Tale rendimento (e tutti i seguenti) è misurato in termini di IRR (*Internal Rate of Return*) annuo lordo, ovvero di tasso interno di rendimento annuo²².

Successivamente si nota un calo di rendimento per il 2001, anno in cui il mercato ha subito un deciso rallentamento, confermato anche per il 2002 con un livello di rendimento annuo intorno al 35%.

Dopo due anni di sostanziale stabilità il 2003 rappresenta il punto di minimo a livello di IRR annuo, in quanto si nota una perdita di circa il 50% rispetto al biennio precedente raggiungendo il livello minimo del 17,8%. Questa diminuzione così marcata è dovuta principalmente ad un calo nettissimo del rendimento nelle operazioni di *Early Stage* che nel 2003 hanno fatto segnare un rendimento negativo pari al -10,6% a fronte del risultato ampiamente positivo del 2002 in cui tali operazioni avevano fatto segnare uno straordinario risultato: +191,5%. Inoltre c'è anche da sottolineare che nel 2003 anche le operazioni di *Replacement Capital* hanno avuto un rendimento molto negativo facendo segnare un risultato pari al -3,8% contro il risultato decisamente positivo fatto registrare nell'anno precedente (+38%). Questi due fattori congiuntamente hanno causato la netta diminuzione di rendimento che si nota a livello di mercato totale del private equity; sarà importante nei prossimi anni verificare se questo si è trattato di un caso isolato e che quindi merita una bassa attenzione o piuttosto se si tratta dell'avvio di una tendenza negativa che potrebbe portare ad un ridimensionamento delle attese di rendimento per gli investitori del private equity.

Il 2004 però mostra dei segnali positivi in questo senso, facendo registrare un IRR annuo lordo pari al 24,7%, in forte aumento rispetto al risultato del 2003.

Figura 6.1 – IRR annuo nelle operazioni di private equity



Fonte dei dati: KPMG Corporate Finance – Elaborazione propria

Un altro aspetto interessante da analizzare a livello di mercato totale del private equity, è la distribuzione percentuale per classi di rendimento delle operazioni.

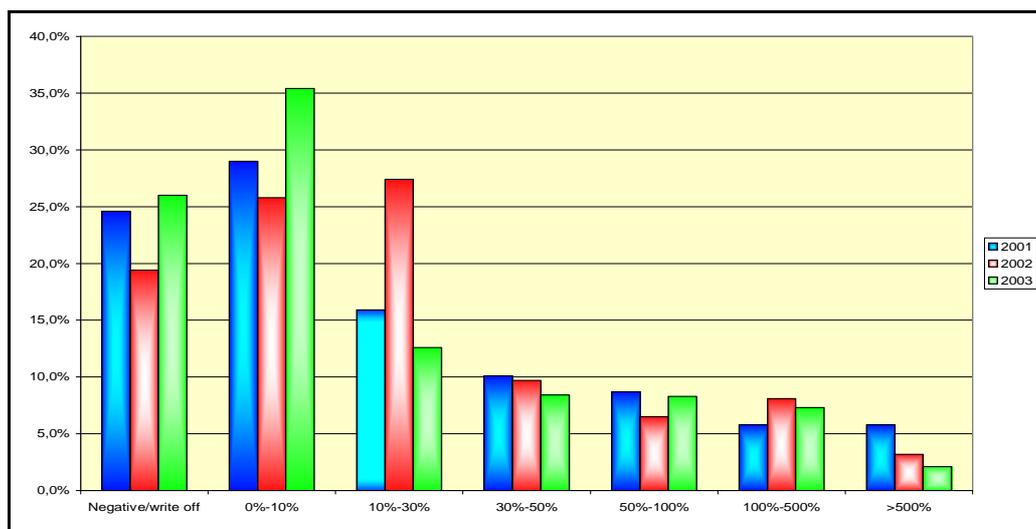
Il grafico 6.2 mostra chiaramente questo aspetto relativamente agli ultimi tre anni. E' interessante vedere che per il 2003, anno in cui si è avuto il rendimento medio più basso di questi tre anni, si registra il livello più elevato sia di operazioni non andate a buon fine (*Negative/Write off*), che di operazioni che occupano la classe di rendimento più bassa (0%-10%). Sommando le percentuali di queste due classi di

rendimento, si può osservare come più del 60% delle operazioni abbiano avuto un rendimento inferiore al 10% e quasi nella metà dei casi abbiano presentato un rendimento negativo.

Il 2003 è inoltre l'anno che presenta la percentuale più bassa di operazioni che hanno avuto rendimenti elevatissimi (>500%) con solo il 2% di operazioni a fronte dell'oltre 3% del 2002 e del quasi 6% del 2001.

Come si può osservare dal grafico, comunque, la fascia più comune è sicuramente quella con rendimento tra lo 0% e il 10%, anche se per l'anno 2002, la percentuale più elevata è andata alla fascia tra il 10% e il 30%.

Figura 6.2 – Distribuzione percentuale per classi di rendimento



Fonte dei dati: KPMG Corporate Finance – Elaborazione propria

Le percentuali scendono sotto il 10% in tutti gli anni per fasce di rendimento superiori al 30% mentre buone percentuali si riscontrano nella fascia di rendimento negativo, che nei tre anni considerati ha ottenuto percentuali intorno al 20%.

Cerchiamo ora di entrare nel dettaglio delle operazioni di *buy out*.

La figura 6.3, mostra l'andamento dei rendimenti a livello delle sole operazioni di *buy out*, calcolato in termini di IRR lordo. I dati disponibili annualmente partono dal 2000, mentre per gli anni precedenti è disponibile un valore medio relativo a 10 anni (1990-1999).

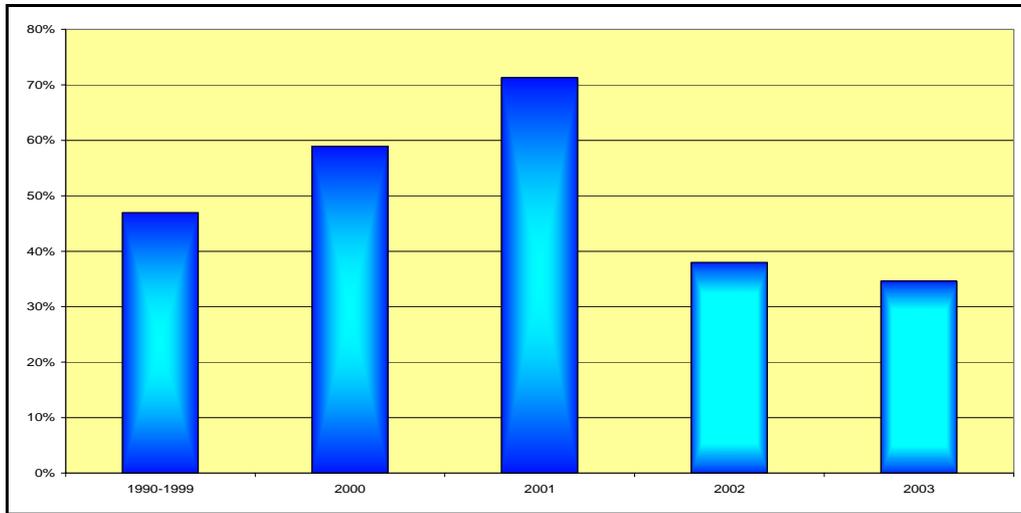
Come si può vedere il rendimento medio delle operazioni di *buy out* si è sempre rivelato particolarmente elevato senza mostrare però quella volatilità di altre categorie di operazione (ad esempio quelle di *Early Stage*). Il rendimento medio fino al 1999 si è attestato intorno al 47%, mentre il biennio 2000/2001 si è rivelato particolarmente felice mostrando un'impennata dei rendimenti fino a raggiungere il 71% del 2001.

Si nota poi un deciso e netto calo nel 2002 nel quale si è perso quasi il 50% del rendimento dell'anno precedente arrivando a toccare il livello del 38%, confermato poi l'anno successivo con il 35%.

Si nota come i rendimenti di questi ultimi due periodi siano sotto il livello medio registrato nel decennio 1990-1999 di 10 punti percentuali. Tale riduzione conferma il momento difficile che sta

attraversando attualmente l'economia italiana ed internazionale che si ripercuote anche sui rendimenti delle operazioni di *buy out*

Figura 6.3 – IRR delle operazioni di *buy out*



Fonte dei dati: KPMG Corporate Finance – Elaborazione propria

A livello di risultati ottenuti, ci sembra importante però evidenziare non la performance a livello di IRR ottenuto, ma anche analizzare come sono variate le principali variabili economiche delle *target companies* che sono state disinvestite.

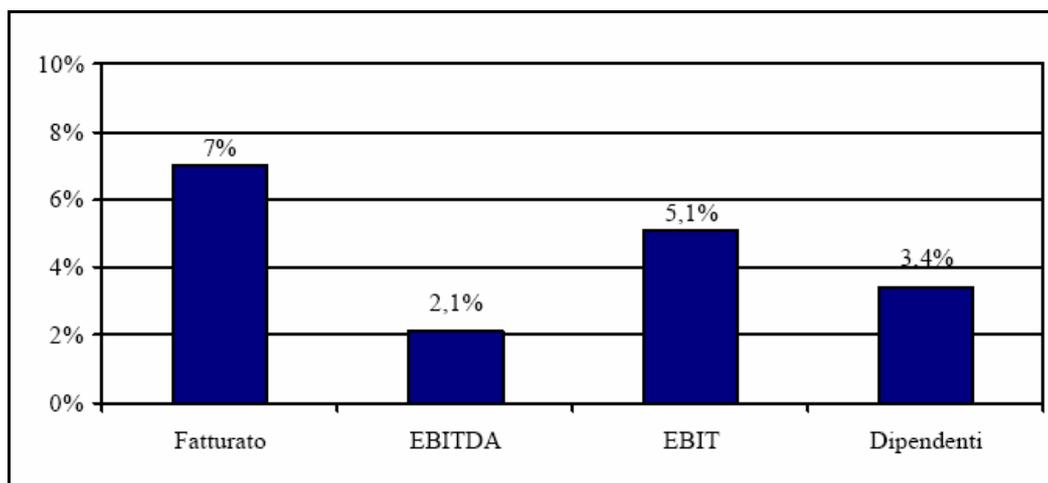
A tal proposito, non essendo disponibili dati ufficiali, sfruttiamo una ricerca sul mercato dei *buy out* relativa all'anno 2002²³.

Questi dati si riferiscono alla crescita media annua dei principali indicatori economici calcolati sulle imprese disinvestite nell'anno 2002. Queste imprese mediamente erano state controllate dall'investitore istituzionale per un periodo medio di 5,6 anni.

Analizzando i dati di questa ricerca si nota come la presenza dell'investitore istituzionale abbia influito positivamente su tutti gli indicatori, ma principalmente a livello di fatturato la crescita riscontrata è decisamente importante con un aumento del 7% annuo, a fronte di un aumento del 3,4% dei dipendenti. Molto significativa è anche la crescita di un indicatore di redditività come l'EBIT che ha visto un aumento del 5,1%, mentre l'altro indicatore di redditività, l'EBITDA, ha mostrato segnali di crescita più modesti con un 2,1%.

In sostanza si nota però come le operazioni di *buy out* consentono, grazie alle competenze e alle risorse messe a disposizione dagli operatori, di accrescere notevolmente il valore delle aziende partecipate, consentendo di ottenere buoni risultati sia in termini di rendimento per gli investitori (IRR), sia in termini di crescita aziendale.

Figura 6.4 – Evoluzione dei principali indicatori economici (2002)



Fonte: R. Del Giudice, J. Donadonibus, F. Morghen, *Il mercato italiano dei buy out nell'anno 2002*, Liuc Papers n. 134, Serie Economia Aziendale 16, Suppl. a ottobre 2003.

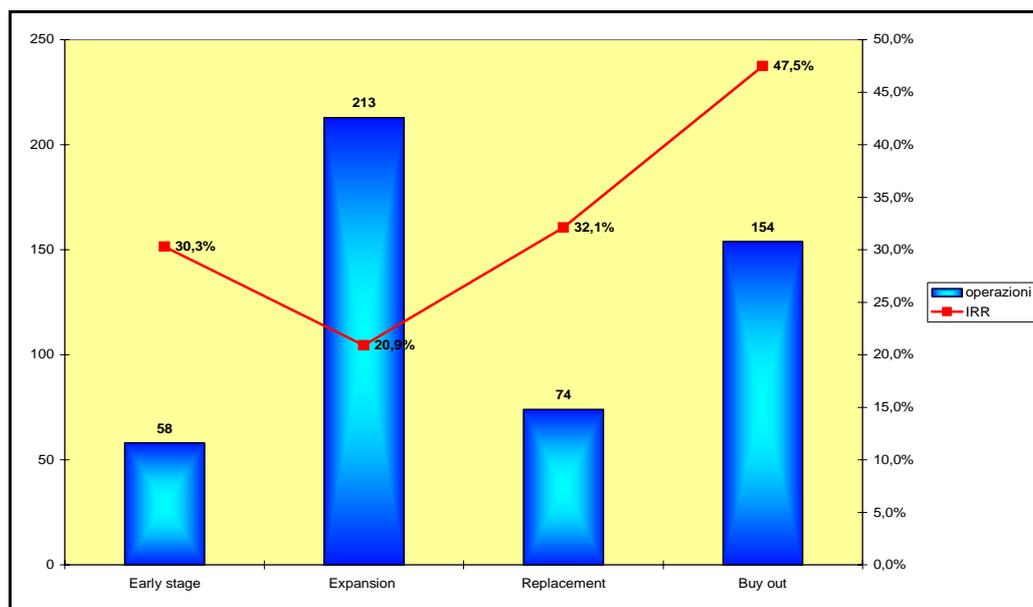
L'ultimo aspetto che vogliamo analizzare è il rendimento storico che hanno ottenuto le diverse operazioni del private equity.

Dalla figura 6.7 si nota come le operazioni di *buy out* siano quelle che nel corso degli anni hanno fatto registrare la performance media più elevata toccando il 47,5%. A differenza delle altre tipologie di operazioni, poi, i *buy out* si caratterizzano per un livello medio di rendimento piuttosto costante in quanto queste operazioni si basano sull'acquisizione di imprese solide che difficilmente presentano grandi sbalzi di rendimento.

La caratteristica di presentare una volatilità di rendimento molto elevata è invece tipica delle operazioni di *Early Stage* che storicamente hanno alternato rendimenti eccellenti a grandi fallimenti. Mediamente, però, il rendimento di queste operazioni si è attestato al 30,3% dimostrando comunque come, sebbene in presenza di un rischio più elevato, queste operazioni in media abbiano generato un buon rendimento. Infine rimangono le operazioni di *Expansion Capital* che storicamente hanno fatto segnare un rendimento medio intorno al 20% e le operazioni di *Replacement Capital* che dopo i *buy out* si sono dimostrate essere le operazioni più redditizie raggiungendo il rendimento medio del 32,1%.

In sintesi questo ultimo paragrafo ha voluto mettere in mostra il perché questa materia risulta essere particolarmente attuale nell'economia italiana.

Figura 6.7 – Distribuzione percentuale e numero per tipologie di operazioni (1986-2003)



Fonte dei dati: KPMG Corporate Finance – Elaborazione propria

In primo luogo come già detto in precedenza le operazioni di *buy out* sono particolarmente adatte al contesto economico italiano; in secondo luogo, ma non meno importante, queste operazioni (e in generale tutte le operazioni di private equity e venture capital) storicamente si sono dimostrate essere particolarmente interessanti e redditizie per gli investitori, favorendone così la crescita e lo sviluppo a cui abbiamo assistito negli ultimi anni.

3. I possibili sviluppi futuri

In questo capitolo conclusivo del lavoro svolto, si vuole tracciare un quadro generale della situazione attuale del mercato dei *buy out* e cercare di delineare quali saranno i possibili mutamenti per il futuro.

L'analisi svolta nei precedenti capitoli ha permesso di delineare con precisione le caratteristiche del mercato italiano dei *buy out*: in primo luogo occorre dire che il mercato italiano non è caratterizzato da un trend ben definito negli ultimi sei anni, anche se dopo un anno di crisi veramente profonda (il 2001) sono stati riscontrati alcuni segnali di ripresa confortanti.

Innanzitutto dal punto di vista dell'ammontare investito si nota come il 2003 rappresenti il livello massimo di investimento (con un aumento del 30% rispetto all'anno precedente) nel segmento dei *buy out* e quindi, da questo punto di vista, il mercato ha dato segnali positivi.

E' però anche importante sottolineare come nello stesso 2003 si sia registrata una diminuzione delle operazioni realizzate (da 76 nel 2002 a 59).

Questi risultati apparentemente contrastanti vengono spiegati dalla grande importanza che nel 2003 hanno avuto le operazioni di grandi dimensioni: secondo il CMBOR, due delle prime quattro operazioni per grandezza registrate in Europa sono state effettuate in Italia, e questo spiega chiaramente il perché del grande risultato ottenuto a livello di ammontare investito.

Questo aspetto risulta particolarmente importante in un contesto abbastanza piccolo come quello italiano: la presenza dei cosiddetti *mega deals* può portare a valutazioni errate di quello che è lo stato di salute del mercato, in quanto tali operazioni tendono a gonfiare enormemente i dati relativi agli ammontari investiti. E' quindi opportuno in questi casi effettuare analisi diverse (ad esempio non considerando i *mega deals*) per cercare di avere un quadro più completo della situazione.

Questi elementi contribuiscono a spiegare il fatto che non si possa delineare un trend preciso per il mercato italiano e contribuiscono a creare delle difficoltà nel delineare il futuro di questo mercato.

Analizzando i dati disponibili per il 2004²⁴, si nota come a livello di numero di operazioni effettuate c'è stata una riduzione netta rispetto al 2003 (da 59 a 48 operazioni), anche se gli stessi *buy out* si confermano comunque la principale operazione nel panorama del mercato del private equity attirando su di sé il 54% del totale delle risorse investite.

Il dato importante, però, che emerge dal 2004, è la grande diminuzione delle operazioni di grandi dimensioni (i *mega deals*) che invece avevano caratterizzato positivamente i risultati del 2003. Questa assenza è abbastanza casuale, in quanto il numero di operazioni di grandi dimensioni che si registrano nell'arco di un anno è molto contenuto (mediamente sono circa 3 o 4 operazioni). Essendo quindi così limitato il numero, può tranquillamente accadere che per circostanze casuali non si registrino operazioni nel corso di un semestre (o addirittura nel corso di un intero anno). Questa circostanza ha però generato un forte ridimensionamento del mercato italiano dei *buy out* che ha visto una diminuzione di circa il 60% rispetto al 2003 a livello di ammontare investito.

Ma quale importanza dare a questi risultati? Si tratta di un caso isolato oppure è l'inizio di una nuova tendenza?

La risposta a questi interrogativi è piuttosto difficile e complicata; senza dubbio il 2004 si è rivelato un anno di recessione per il mercato dei *buy out* e questo costringerà a rivedere le aspettative ottimiste che erano state fatte in seguito ai buoni risultati conseguiti dal mercato nel 2002 e nel 2003.

Come già detto però in precedenza, essendo tale mercato piuttosto limitato, è logico aspettarsi risultati contrastanti soprattutto in un contesto economico difficile come quello attuale dove risulta complicato comprendere gli andamenti dell'economia in generale e dove quindi è ancor più difficile riuscire ad effettuare delle previsioni per il futuro.

Alcune considerazioni possono comunque essere fatte: lo scenario italiano presenta due caratteristiche che fanno ben sperare per il futuro di questo mercato nel medio-lungo periodo.

- La prima caratteristica è quella che l'Italia presenta una realtà industriale che si adatta molto bene alle esigenze del mercato dei *buy out*: si pensi in particolare al gran numero di piccole e medie imprese che operano in Italia e che molto spesso si trovano a fare i conti con problemi legati alle successioni aziendali oppure che si trovano a dover fronteggiare problemi di tipo finanziario che possono minare la solidità aziendale.

In questo contesto lo strumento del private equity consente a tali piccoli imprenditori di rivolgersi a degli operatori specializzati in grado di fornire loro quei capitali "pazienti" che consentano a queste piccole imprese di riuscire a superare i momenti difficili che si trovano a dover fronteggiare.

In questi casi è anche molto importante per le piccole imprese che si rivolgono ad operatori specializzati il contributo a livello consulenziale, strategico, organizzativo e di conoscenze che l'operatore è in grado di fornire e che da sola l'impresa non sarebbe in grado di ottenere.

Il ricorso a operatori specializzati è quindi una possibilità molto importante che si presenta alle piccole imprese italiane e può davvero rappresentare la soluzione ideale a molte situazioni difficili.

- La seconda caratteristica che consente di essere ottimisti circa il futuro del mercato dei *buy out* è che, come già detto, il mercato italiano è ancora di piccole dimensioni e quindi ci sono ampi margini di miglioramento.

In particolar modo i margini di miglioramento più ampi sono a livello di conoscenza di questo strumento da parte degli imprenditori italiani, che spesso non hanno nemmeno idea dell'esistenza di uno strumento di questo tipo che potrebbe risultare davvero utile per loro.

Tale considerazione prende spunto da una ricerca condotta da AIFI²⁵, in cui emerge come la conoscenza degli imprenditori italiani nei confronti del private equity sia davvero molto bassa. In particolare da questa ricerca emerge come più del 60% degli intervistati abbia una conoscenza nulla o bassa del private equity.

Tale dato è assolutamente esemplificativo della realtà e ci fa comprendere come più della metà delle imprese italiane non solo non decide di fare ricorso al private equity, ma nemmeno sa di che cosa si tratti realmente. Proprio da questo punto parte la considerazione ottimistica che il mercato del private equity (e quindi dei *buy out*) non è assolutamente saturo, ma anzi ha notevoli margini di ampliamento.

E' interessante però notare da questa ricerca condotta dall'AIFI come la maggior parte degli intervistati ritenga lo strumento del private equity utile o molto utile, anche tra quelli che hanno dichiarato di avere una conoscenza nulla o bassa dell'argomento.

Questo è un aspetto particolarmente interessante: in generale le operazioni di private equity sono percepite positivamente dagli imprenditori, ma forse la non perfetta conoscenza dell'argomento impedisce loro di prendere la decisione di rivolgersi ad un operatore specializzato.

Lo sforzo maggiore, quindi, per aumentare il mercato sarà proprio quello di cercare di diffondere con chiarezza informazioni riguardanti tali tipologie di operazioni in modo da aumentare sempre di più la conoscenza degli imprenditori italiani nei confronti dei *buy out* e del private equity.

Queste due caratteristiche consentono, quindi, di presentare un moderato ottimismo sul futuro andamento del mercato dei *buy out*, anche se, come già ripetuto in precedenza, è assolutamente difficile effettuare previsioni per il futuro.

Un ultimo aspetto significativo è il seguente: la recente crisi economica ha portato molte realtà aziendali a dismettere quelle attività o quelle aziende non strategiche al proprio *core business*; questa necessità ha portato molte aziende a rivolgersi ad operatori specializzati per la cessioni di tali attività non strategiche generando così un certo numero di opportunità di investimento per gli operatori specializzati.

Nel momento in cui si concretizzerà la tanto attesa ripresa dell'economia e si tornerà in una fase di crescita è molto probabile che questa fonte di opportunità di investimento si riduca notevolmente, ma

nello stesso momento si avrà una spinta notevole all'attività di disinvestimento in quanto sarà molto più semplice trovare dei compratori in grado di garantire un *capital gain* molto elevato.

Bibliografia

AIFI, L'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore, Convegno annuale AIFI, 29 aprile 2004, Milano.

AIFI, *Yearbook 2004*, Pubblicazione Interna.

AIFI, *Yearbook 2003*, Pubblicazione Interna.

AIFI, *Yearbook 2002*, Pubblicazione Interna.

AIFI, *Yearbook 2001*, Pubblicazione Interna.

AIFI, *Yearbook 2000*, Pubblicazione Interna.

AIFI, *Yearbook 1999*, Pubblicazione Interna.

KPMG, *Venture Capital and Private Equity Survey. Focus on Italian Market (1999)*, KPMG Corporate Finance.

Corigliano R., *Il venture capital*, Bancaria Editrice, Roma 2001.

Del Giudice R., Gervasoni A., *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Milano 2002.

Gervasoni A., *Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital nel 2004*, Convegno annuale AIFI, 4 aprile 2005, Milano.

Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano 2004.

Il mercato italiano dei buy out nell'anno 2002, Liuc Papers n. 134, Serie Economia aziendale 16, Supplemento a ottobre 2003.

Nardozi G., *Rapporto ref. sul mercato azionario*, Milano 2004.

PEM – Private Equity Monitor, Italia 2003.

PEM – Private Equity Monitor, Italia 2002.

PEM – Private Equity Monitor, Italia 2000-2001.

Note

- ¹ Vengono considerati *mega deals* quegli investimenti di importo superiore ai 150 milioni di Euro.
- ² Con grado di concentrazione degli investimenti si intende quanto le grandi operazioni pesano sul totale degli investimenti.
- ³ Cfr. AA.VV., *Il mercato italiano dei buy out nell'anno 2002*, Liuc Papers n. 134, Serie Economia aziendale 16, Supplemento a ottobre 2003.
- ⁴ La fonte di questi dati è il PEM (Private Equity Monitor).
- ⁵ I dati sono riferiti al numero degli investimenti effettuati e non all'ammontare.
- ⁶ Non essendo questo l'argomento della tesi evitiamo di parlarne nel dettaglio rimandando ai molti testi che trattano queste problematiche.
- ⁷ Il fatturato preso in considerazione è quello dell'esercizio precedente all'anno in cui è avvenuto l'investimento da parte dell'operatore istituzionale.
- ⁸ Cfr. paragrafo 2.7 di questo elaborato: *Le aziende oggetto di buy out*.
- ⁹ Cfr. figura 3.6.
- ¹⁰ Fonte dei dati: AIFI
- ¹¹ E' infatti raro che gli investitori istituzionali decidano di acquisire partecipazioni con una quota inferiore al 20% in quanto avrebbero difficoltà a gestire l'operazione nel migliore dei modi, sia per quel che riguarda la gestione della società, sia per tutte le problematiche connesse ai tempi ed alle modalità di disinvestimento. Solitamente quote così piccole di società non quotate vengono acquisite solo con fini speculativi.
- ¹² La causa è da attribuirsi sia alla crisi del mercato dei buy out nell'anno 2001, anche a causa della scarsità di operazioni che sono avvenute in quell'anno rendendo così i dati non del tutto attendibili.
- ¹³ Questo dato comprende anche quelle imprese manifatturieri i cui prodotti non sono direttamente destinati al commercio al dettaglio.
- ¹⁴ Anche a causa della scarsità di operazioni. Il mercato dei buy out, infatti, è piuttosto contenuto a livello di numero di operazioni (soprattutto in alcuni anni, ad esempio il 2001) e di conseguenza si possono avere dei risultati piuttosto variabili.
- ¹⁵ Cfr. KPMG, *Venture Capital and Private Equity Survey. Focus on Italian Market (1999)*, KPMG Corporate Finance.
- ¹⁶ Rielaborazione su dati CMBOR.
- ¹⁷ Cfr. PEM – Private Equity Monitor, Italia 2003.
- ¹⁸ Cfr. PEM -- Private Equity Monitor, Italia 2003.
- ¹⁹ Per operatori attivi si intende quegli operatori che hanno effettuato almeno un'operazione nell'anno considerato.
- ²⁰ Cfr. AIFI, *Yearbook 2004*, Pubblicazione Interna.
- ²¹ Fonte dei dati: AIFI.
- ²² L'IRR è quel tasso di sconto che uguaglia i flussi di cassa in uscita attualizzati ai flussi di cassa in entrata attualizzati per un determinato investimento. Si parla di IRR lordo in quanto è calcolato sui flussi al lordo di tasse, *fees* e *carried interest*.
- ²³ Cfr. R. Del Giudice, J. Donadonibus, F. Morghen, *Il mercato italiano dei buy out nell'anno 2002*, Liuc Papers n. 134, Serie Economia Aziendale 16, Suppl. a ottobre 2003.
- ²⁴ Cfr. A. Gervasoni, *Il mercato italiano del Private Equity e del venture Capital nel 2004*, Milano 2005 (disponibile sul sito www.aifi.it).
- ²⁵ Cfr. AIFI, *L'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore*, Convegno annuale AIFI, 29 aprile 2004, Milano.