

# 1 Introduzione al private capital

## 1.1 Un panorama finanziario in evoluzione

Il settore degli investimenti alternativi è passato da 1 trilione di dollari nel 1999 a oltre 7 trilioni nel 2014 (fonte: PreQin) e si prevede che raddoppierà fino a 15 trilioni entro il 2020 (fonte: PWC). All'interno delle asset class alternative, il private debt e il private equity rappresentano già una quota significativa e si prevede che cresceranno più rapidamente di altre.

Dal lato dell'offerta, i principali driver di crescita sono rappresentati dalle dinamiche del mercato bancario e dai cambiamenti regolamentari (che limitano la crescita dei prestiti bancari). La mole di non performing loans delle banche italiane e i maggiori requisiti di capitale richiesti alle banche nell'ambito degli accordi di Basilea hanno spinto le banche stesse a ridurre le dimensioni del proprio attivo (cd. *deleveraging*). Questo fenomeno è destinato a continuare per effetto della tendenza degli istituti bancari di grandi dimensioni a concentrare la propria attività sui clienti large corporate, e dell'ondata di fusioni che sta coinvolgendo le banche di minori dimensioni. La riduzione degli affidamenti ha avuto un forte impatto sulle aziende italiane, che si finanziano in misura prevalente attraverso l'indebitamento bancario, rispetto alle aziende europee che sono più capitalizzate e si finanziano anche sul mercato dei capitali. Ciò ha spinto istituzioni e imprese del nostro paese a porre maggior attenzione alle modalità di finanziamento alternativo rispetto a quello tradizionale bancario.

Dal lato della domanda, l'avvento delle tecnologie informatiche e la velocità del cambiamento geopolitico ed economico rendono indispensabile la capacità di reagire in tempi rapidi alle trasformazioni del sistema. In tale contesto, la volatilità degli outcome degli scenari previsionali impone

una struttura finanziaria solida e quantitativamente adeguata, in grado di fare da «cuscinetto». Inoltre, sotto il profilo degli impieghi, crescono le esigenze di investimento in attivo immateriale (marchi, brevetti, reti commerciali, avviamento, R&D...) ai fini di mantenere elevato il livello di competitività all'interno del mercato di riferimento, che per qualsiasi attività oggi assume dimensioni internazionali. Tali esigenze di nuovi «asset», poco (o per niente) utilizzabili come garanzia per il sistema finanziario tradizionale, rendono sempre più difficile il ricorso al debito tradizionale, a fronte di parallele esigenze da parte delle banche di ridurre il volume degli impieghi «a maggior rischio».

Questi cambiamenti nel panorama finanziario sono stati poco accompagnati da testi adeguati: i libri di private equity offrono spesso una visione molto parziale (quella finanziaria) di un deal, mentre il private debt è tema ancora poco percorso a livello di monografie. Scopo di questo volume è pertanto di offrire sia a chi studia la materia sia ai professionisti (in ambito private equity e private debt, investment e commercial banking, advisory) un testo di riferimento sui principi e sulle pratiche di private equity e private debt. Concepito come un manuale pratico, intende fornire una visione olistica su come i fondi di private equity e di private debt analizzano e strutturano un deal.

## 1.2 La struttura del passivo delle imprese italiane

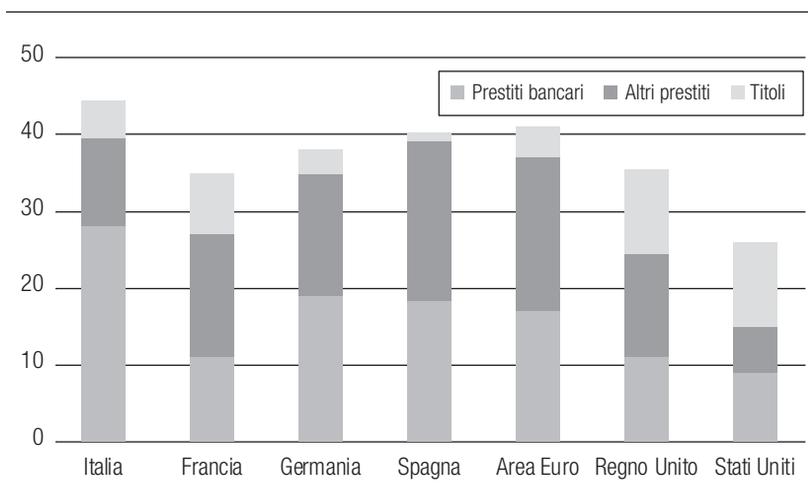
Il confronto del passivo a livello internazionale mostra una relativa fragilità delle aziende italiane. Rispetto agli altri principali paesi europei, le imprese italiane si distinguono, infatti, per la presenza di minor capitale di rischio e maggiore capitale di debito (debiti *vs* banche soprattutto): il capitale proprio è in media la metà delle fonti totali di finanziamento a disposizione delle aziende (Figura 1.1).

Il divario della leva finanziaria delle imprese tra Italia e altri paesi della zona euro è cresciuto negli ultimi anni, nonostante il debito delle imprese italiane sia diminuito dal 2011. Uno studio della Banca d'Italia<sup>1</sup> mostra

---

<sup>1</sup> A. De Socio, P. Finaldi Russo, *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, Questioni di Economia e Finanza n. 308, Banca d'Italia, 2016.

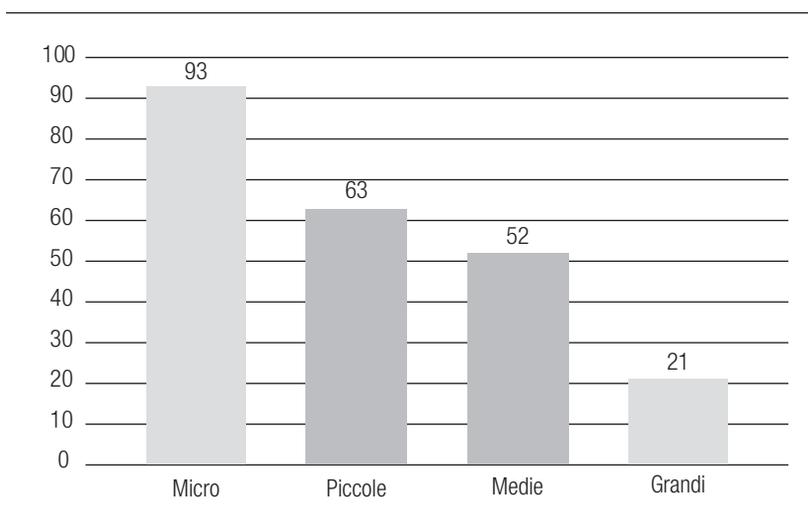
**Figura 1.1** Un confronto internazionale del passivo delle imprese: leva finanziaria\* e composizione dei debiti finanziari (2014, valori percentuali)



\* La *leva finanziaria* è pari a: debiti finanziari/(debiti finanziari + patrimonio netto valutato a prezzi di mercato).

Fonti: elaborazione sulla base di dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve System-Board of Governors

**Figura 1.2** Riduzione di debito richiesta alle imprese italiane (per dimensione) per allinearsi alla media europea



Fonte: elaborazione sulla base di De Socio, Finaldi Russo (2016).

che, per colmare l'equity gap tra aziende italiane e straniere, occorrerebbe «trasformare» circa 230 miliardi di euro di debito in equity, ammontare che corrisponde al 18% dei debiti finanziari delle imprese. Suddividendo tali necessità in funzione della dimensione dell'azienda, lo studio conclude che la riduzione di debito richiesta per allinearsi alla media EU è significativamente maggiore per le micro e le piccole-medie imprese (Figura 1.2).

### 1.3 Il private equity

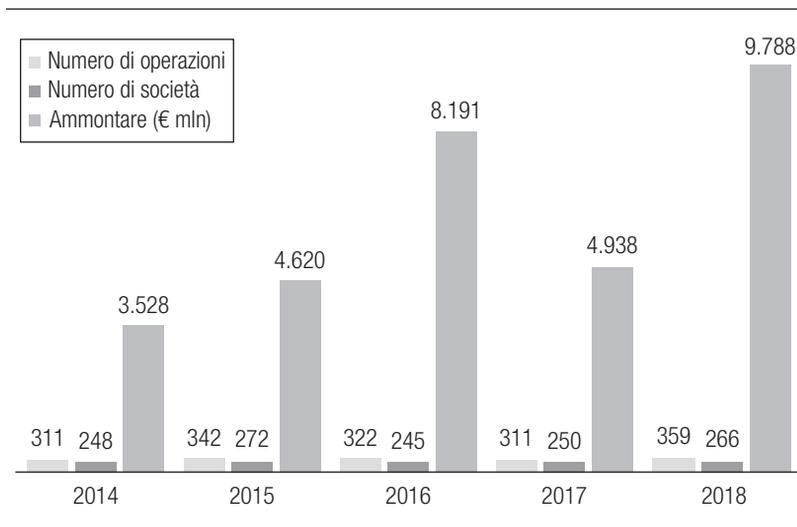
AIFI (l'associazione italiana del private equity e venture capital) definisce l'attività di *private equity* come «attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine». La letteratura classica suddivide le diverse tipologie di investimento a seconda delle fasi del ciclo di vita dell'impresa (Tabella 1.1). In questo libro ci focalizzeremo su growth equity/growth capital e leverage buyout.

La Figura 1.3 riporta il flusso di investimenti totali, il numero di operazioni condotte e il numero di società oggetto di investimento da parte di un fondo di private equity dal 2008 alla fine del 2018: se ne può desumere una certa stabilità dei dati in termini di numerosità, ma in forte incremento quanto a volumi transati.

Nonostante tali numeri, le statistiche indicano che le dimensioni del private equity sono in Italia molto ridotte rispetto a quelle dei concorrenti europei e al Regno Unito. Secondo le statistiche di Invest Europe, gli investimenti in private equity valgono in Italia solo lo 0,13% del PIL, contro lo 0,22% della Spagna, lo 0,28% della Germania, lo 0,68% della Francia e l'1,3% del Regno Unito. Anche la Borsa ha una capitalizzazione

**Tabella 1.1** Ciclo di vita dell'impresa e forme di capitale di rischio

Ciclo di vita	Forme di equity
Fase di avvio	Early stage financing (venture capital)
Fase di sviluppo	Expansion financing (growth equity o development/expansion capital)
Fase di maturità	Replacement capital o buyout

**Figura 1.3** Investimenti dei fondi di private equity in Italia (2014-2018)

Fonte: elaborazione sulla base di AIFI, *Il mercato italiano del venture capital e del private equity*, vari anni.

decisamente inferiore in Italia (37% rispetto al PIL) confrontata con gli altri paesi europei (Germania 58%, Spagna 64%, Francia 100% e Regno Unito 152%).

Un recente studio di Cerved<sup>2</sup>, partendo dalla riluttanza del nostro sistema imprenditoriale ad aprire il proprio capitale alla quotazione o a fondi di private equity soprattutto a causa della presenza diffusa di imprese familiari (caratterizzate da un orientamento a mantenere il controllo dell'azienda nel lungo periodo, pur a scapito di redditività e crescita), ha analizzato i bilanci e la struttura proprietaria di 150mila PMI. Sono state individuate più di 5mila imprese con performance finanziarie eccellenti e che potrebbero avvantaggiarsi di iniezioni di equity, tramite fondi (selezionate 4.386 imprese i cui ricavi sono cresciuti a tassi medi annui superiori al 10% nel corso dell'ultimo quinquennio e che contemporaneamente hanno realizzato un EBITDA e un cashflow superiore al 10% dei ricavi in base all'ultimo bilancio) o attraverso la quotazione (699 PMI con fatturato di almeno 20 milioni di euro, EBITDA positivo e caratte-

<sup>2</sup> *Rapporto Cerved PMI 2018*.

ristiche di bilancio, di leadership del settore e di governance molto simili a quelle delle imprese già quotate). La maggior parte di queste imprese (3.340) sono imprese in cui una famiglia esercita il controllo, in molti casi (1.625) completamente chiuse in termini sia di proprietà (la famiglia detiene il 100% dei diritti di voto) sia di governo (tutti gli amministratori appartengono alla famiglia).

#### 1.4 Il private debt

L'apertura della possibilità, da parte delle imprese, di finanziarsi al di fuori del settore bancario per le necessità finanziarie di medio-lungo termine è avvenuta nel nostro paese solo in tempi recenti, attraverso i decreti cosiddetti «Crescita» (2012) e «Destinazione Italia» (2013). Ciò ha fatto sì che la definizione di private debt in Italia sia più ampia di quella prevalente nei mercati finanziari più sofisticati. In Inghilterra e Stati Uniti, infatti si definiscono:

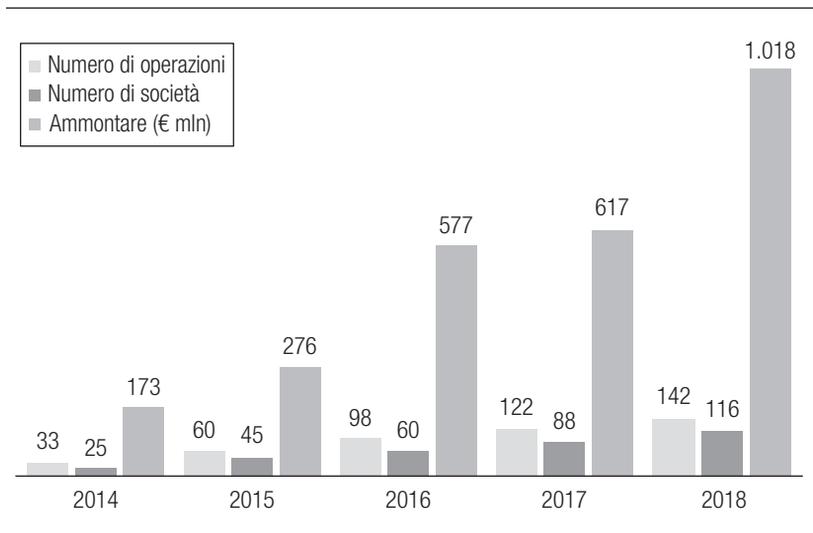
- *private debt*: il finanziamento, da parte di fondi di credito, di operazioni (leveraged buyout) in cui l'azionista è un fondo di private equity;
- *direct lending*: il finanziamento, da parte di fondi di credito, di aziende di piccole e medie dimensioni; l'utilizzo del finanziamento è tipicamente finalizzato alla crescita (interna o per acquisizioni);
- *growth capital*: il finanziamento, da parte di fondi di credito, di aziende di dimensione piccolissime (incluse le startup).

Le strategie dei fondi operanti in Italia appaiono meno nitide: pertanto a oggi da noi l'espressione «private debt» descrive tutte e tre le strategie sopra descritte.

Sul mercato italiano si è invece delineata una segmentazione per prodotto degli operatori tra fondi di minibond e fondi di private debt:

- i *fondi di minibond* sottoscrivono generalmente un prodotto standardizzato (durata intorno ai sette anni, garanzie ridotte, rimborso del capitale in un'unica soluzione (ammortamento *bullet*)), effettuano poca o nessuna due diligence, fanno elevato affidamento su agenzie

Figura 1.4 Investimenti dei fondi di private debt in Italia (2014-2018)



di rating esterno per la valutazione del merito creditizio e utilizzano i loro fondi per rifinanziare il debito bancario;

- i *fondi di private debt* strutturano invece un prodotto su misura delle esigenze della PMI (durata, garanzie, profilo di ammortamento, costo, eventuale presenza di equity o di ritorni legati all'equity (*equity kicker*)), effettuano attività di due diligence (contabile, fiscale, di business) e supportano la crescita (interna ed esterna) e il ricambio dell'azionariato.

La Figura 1.4 riporta, dal 2014 (primo anno di rilevazione in Italia da parte di AIFI) al 2018, il flusso di investimenti totali e il numero di operazioni condotte: se ne desume un mercato in forte crescita (tasso annuo medio composto o CAGR pari al 60% circa), a fronte di un ammontare investito sostanzialmente stabile intorno a 6 milioni di euro.

Ancorché dimensionalmente inferiore (vista la nascita più recente), la dimensione del mercato del private debt è analoga a quella del private equity al momento della sua introduzione in Italia. Le attese di crescita del mercato del private debt sono inoltre significative: le previsioni indicano un mercato potenziale compreso tra i 5 e i 100 miliardi di euro nei prossimi 3-5 anni, in funzione di diverse ipotesi di crescita degli impieghi

delle banche e dell'apertura delle aziende a forme di finanziamento offerte da operatori non bancari.

## 1.5 Le fasi di un deal e l'organizzazione del libro

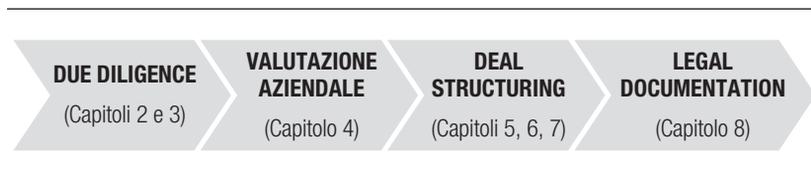
I fondi di private equity e di private debt, fornendo finanza a medio-lungo termine a fronte di cash flow attesi dall'azienda target, usano una metodologia e un approccio simile (Figura 1.5).

A seguito della firma di una manifestazione di interesse e di un mandato di esclusiva, il fondo di private equity (o private debt) inizia l'attività di *due diligence* (generalmente avvalendosi di consulenti esterni), oggetto dei Capitoli 2 e 3. La due diligence consiste nell'analisi di tutte le informazioni relative all'impresa oggetto dell'acquisizione. Generalmente si compone di:

- *due diligence contabile e finanziaria*: lo scopo è di analizzare la *quality of earnings* e depurare i valori di bilancio da politiche contabili ed effetti straordinari, al fine di ottenere un risultato normalizzato (*adjusted*) con particolare riferimento a EBITDA e posizione finanziaria netta. In tale fase si effettua anche un'analisi dei flussi di cassa dell'azienda e dei principali indici di bilancio;
- *due diligence di business*: l'obiettivo è di analizzare le principali dinamiche di mercato, la concorrenza e il posizionamento dell'azienda per ottenere un'analisi critica di tutti gli aspetti «di business» che condizionano la capacità della gestione caratteristica di produrre cassa.

Nel caso di operazioni di private equity, in cui avviene o l'ingresso di un fondo in aumento di capitale ovvero l'acquisto di quote o azioni della

Figura 1.5 Le fasi di un deal



società target, occorre stabilire un valore da dare all'azienda. Tra i vari metodi sviluppati dalla teoria della finanza, i più usati (come vedremo nel Capitolo 4) sono quello dei multipli come metodo principale e il DCF come metodo di controllo.

A tali attività, segue la fase di *strutturazione di un deal* (Capitoli 5, 6, 7): partendo da un caso base (cioè realistico) del business plan dell'azienda target, si utilizzano i vari strumenti di debito e di equity per ottenere i risultati di minimizzazione del rischio (per un fondo di private debt) ovvero di massimizzazione del ritorno (per un fondo di private equity).

La *documentazione legale* (oggetto del Capitolo 8) chiude la fase di analisi ed è propedeutica al *closing* dell'operazione. Oltre all'accordo di confidenzialità, al mandato e al term sheet che caratterizzano la fase anteriore alla due diligence, vengono negoziati:

- nelle operazioni di private equity: documenti costitutivi, contratto di investimento e patti parasociali;
- nelle operazioni di private debt: contratto di finanziamento (tipico anche dei leverage buyout, ovvero deal di maggioranza di private equity tramite leva finanziaria) e garanzie.