



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**La performance delle imprese
italiane dopo un buyout da
private equity**

**The performance of Italian firms
after a private equity buyout**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:
Francesco Mengassini

Anno Accademico 2022 – 2023

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO 1: PRIVATE EQUITY, CARATTERISTICHE E PECULIARITÀ	4
1.1 OPERATORI E LA STRUTTURA DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY.....	5
1.1.1 I LIMITED PARTNER	6
1.1.2 GENERAL PARTNER	7
Le Società di Gestione del Risparmio:	9
<i>Le Società di Gestione Armonizzate:</i>	12
Le Società di Investimento a Capitale Variabile:	13
Gli operatori bancari:.....	14
I venture capitalist:	15
Gli incubatori:	17
Gli operatori pubblici:	18
1.2 LE TIPOLOGIE DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY.....	19
Venture Capital:	20
BuyOut:	22
1.3 LE FASI DEL PROCESSO DI PRIVATE EQUITY E LE MODALITÀ DI EXIT	26
1.3.1 FUNDRAISNG	27
1.3.2 L'INVESTIMENTO	29
Deal Flow:	29
Due Diligence:.....	32
Closing:	34
1.3.3 IL DISINVESTIMENTO	35

<i>CAPITOLO 2: IL PROCESSO DI CREAZIONE DEL VALORE NELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY</i>	38
2.1 LA CREAZIONE DEL VALORE NEL CONTESTO DEL PRIVATE EQUITY:.....	38
L'ingegneria della governance:.....	39
L'ingegneria finanziaria:.....	40
L'ingegneria operativa:.....	42
Focus sulla creazione di valore:	44
2.2 PUBLIC-TO-PRIVATE LEVERAGE BUYOUT	47
2.3 PRIVATE-TO-PRIVATE LEVERAGE BUYOUT	54
<i>CAPITOLO 3: IPOTESI E DESCRIZIONE DEI DATI ALLA BASE DELL'ANALISI</i>	58
3.1 IPOTESI DELL'ANALISI.....	58
3.2 DESCRIZIONE DELLE FONTI E DEL METODO DI SELEZIONE DEL CAMPIONE.....	61
3.3 SELEZIONE DELLE SOCIETÁ TARGET	62
3.4 IL GRUPPO DI CONTROLLO	63
<i>CAPITOLO 4: ANALISI.....</i>	68
4.1 IPOTESI 1: CRESCITA DEI RICAVI SUCCESSIVAMENTE AD UN BUYOUT.....	68
Analisi pre-buyout:.....	70
Analisi post-buyout:	71

Analisi dei tassi di crescita annuali:	72
4.2 IPOTESI 2: CRESCITA SUCCESSIVA AD UN SECONDARY BUYOUT (SBO) E/O UN BUYOUT INIZIALE (IBO).	76
Andamento pre-buyout:.....	79
Andamento post-buyout:	81
Prestazioni annuali:	82
4.3 IPOTESI 3: PRIVATE EQUITY E REDDITIVITÀ	86
Andamento pre-buyout:.....	87
Andamento post-buyout:	88
Analisi del margine in eccesso:	89
4.4 IPOTESI 4: IMPATTO DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY SUI VINCOLI DI CREDITO.....	92
4.5 IPOTESI 5: CONFRONTO SULLA LA CRESCITA DEGLI ATTIVI TRA LE SOCIETÀ TARGET E IL GRUPPO DI CONTROLLO.....	96
Andamento pre-buyout:.....	96
Andamento post-buyout:	98
4.6 IPOTESI 6: ANALISI SULLA CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE	101
Analisi pre-buyout:.....	102
Analisi post-buyout:	103
Acquisizioni secondarie e iniziali:.....	104
<i>COCNCLUSIONI</i>.....	110
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	114
<i>BANCHE DATI</i>.....	118

INTRODUZIONE

La presente tesi vuole mettere in luce i principali effetti che un buyout da parte di fondi di Private Equity (PE) ha sulla struttura e sulle performance delle società italiane coinvolte nel periodo di analisi compreso tra il 2014 e il 2019, focalizzandosi in particolare sulle operazioni private-to-private. L'analisi si basa su due questioni cruciali che storicamente hanno diviso la comunità accademica nell'analisi dell'industria del Private Equity.

Inizialmente, gli studi accademici, che hanno esaminato l'effetto dei leveraged buyout sulla performance delle aziende target, hanno concentrato la loro attenzione sulle transazioni pubblico-privato nel Regno Unito e negli Stati Uniti, avvenute durante le prime due ondate di leveraged buyout negli anni '80 e '90. Al contrario, la recente letteratura si è focalizzata sulle ondate successive di buyout, verificatesi tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000, evidenziando due importanti differenze rispetto agli studi precedenti. In primo luogo, i buyout pubblico-privato non hanno manifestato la stessa positiva influenza sulla performance riscontrata nelle operazioni precedenti. In secondo luogo, i buyout da privato a privato hanno mostrato un impatto diverso sulla performance, evidenziato da variazioni nella crescita delle vendite e nelle spese in conto capitale. La mancanza di evidenze empiriche sulle transazioni private-to-private in molti paesi dell'Europa occidentale offre, inoltre, significative opportunità per analizzare le strategie adottate dai fondi

di private equity nella selezione dei target e nella creazione di valore, argomento trattato da Boucly nel suo lavoro "Leveraged Buyouts – Evidence from French Deals".

In secondo luogo, l'industria italiana del Private Equity sta vivendo un'eccezionale crescita, registrando valori record per raccolta e investimenti che superano annualmente i risultati precedenti. Solo nel 2022 sono state concluse 848 operazioni, di cui 547 di early stage e 185 di buyout per un totale di 5.920 milioni di euro raccolti e 23.659 milioni di euro investiti.

Il primo capitolo si propone di condurre una sintetica analisi sulle caratteristiche e sulle peculiarità del mercato del Private Equity in Italia. Saranno esaminati gli operatori e la struttura dei fondi di Private Equity, le tipologie di operazioni ammissibili e, infine, verranno delineati i passi chiave nel processo di Private Equity, inclusa un'analisi delle principali tecniche di exit adottate.

Il secondo capitolo si articola in due sezioni principali. La prima sezione mira ad analizzare il processo di creazione del valore adottato dalle società di Private Equity, concentrandosi sul cambiamento della struttura governativa, finanziaria e operativa. Questo sarà esaminato attraverso l'approccio accademico noto come "ingegneria" rispettivamente della governance, finanziaria e operativa. La seconda sezione approfondisce l'analisi dei principali studi accademici, distinguendoli in due fasi cruciali: la prima basata sugli elaborati di Kaplan, focalizzati sulle operazioni di LBO Public-To-Private degli anni '80 e '90 negli Stati Uniti e in

Inghilterra; la seconda basata sugli studi di Boucly e Chung, incentrati sulle successive operazioni di buyout, con particolare attenzione alle transazioni Private-to-Private, fondamentali per l'analisi condotta in questa tesi.

Il terzo capitolo è dedicato alla descrizione delle ipotesi alla base dell'analisi, a cui si aggiunge l'illustrazione della metodologia utilizzata per identificare sia le diverse organizzazioni che compongono il gruppo delle aziende target coinvolte in operazioni di buyout sia quelle che compongono il gruppo di controllo.

Il quarto capitolo è strutturato in modo ripetitivo per ciascuna ipotesi, fornendo una dettagliata descrizione delle metodologie adottate per condurre l'analisi e presentare i risultati empirici ottenuti attraverso tabelle apposite a supporto o in opposizione alle ipotesi formulate. Infine, nella conclusione viene effettuata una sintesi dei risultati ottenuti durante l'analisi.

CAPITOLO 1: PRIVATE EQUITY, CARATTERISTICHE E PECULIARITÀ

Il private equity è definito dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) come “l'attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine”¹.

Il private equity costituisce un'interessante classe di attività per gli investitori istituzionali con prospettive di investimento a medio-lungo termine, oltre a rappresentare un'importante opportunità di crescita per le imprese e l'economia nel suo complesso. La capacità di accedere a capitale a lungo termine può risultare cruciale per l'operatività di un'impresa, specialmente in un contesto come quello attuale in cui molte imprese incontrano crescenti difficoltà nel reperire risorse finanziarie a costi sostenibili. L'attività di private equity sta assumendo un ruolo sempre più rilevante nei sistemi economico-finanziari a livello internazionale. Il mercato del private equity, sia a livello globale che europeo, è di notevole importanza in termini di risorse disponibili. Questa centralità è evidente anche nel contesto italiano, dove, secondo le statistiche di AIFI, solo nel 2022 sono state concluse 848 operazioni (di cui 547 operazioni di early stage, seguito da 185

¹ Definizione della delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004

operazioni di buy out) con un totale di 5.920 milioni di euro di capitali raccolti e 23.659 milioni di euro di capitali investiti².

Tuttavia, nonostante la sua diffusione, il ruolo del private equity è oggetto di dibattito. Numerosi studi sostengono infatti che le operazioni di private equity comportino più svantaggi che vantaggi per le imprese oggetto di investimento.

1.1 OPERATORI E LA STRUTTURA DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY

La struttura della limited partnership rappresenta l'organizzazione principale per gli investimenti nel private equity su scala globale. Questa struttura coinvolge tre parti distinte: l'investitore o limited partner, l'intermediario o general partner e l'impresa target o private equity backed companies (PEBC). I limited partner sono investitori istituzionali che forniscono ai fondi di private equity il capitale necessario per gli investimenti; i general partner sono i gestori dei fondi di private equity che investono i fondi dei clienti per perseguire gli obiettivi finanziari dichiarati alla data di sottoscrizione del fondo; le PEBC sono le imprese oggetto di investimento che ricevono il capitale.

I general partner svolgono un ruolo cruciale negli investimenti, fungendo da intermediari tra gli investitori di cui gestiscono i risparmi e i soggetti che ricevono i finanziamenti. Il capitale fluisce dai limited partner al general partner e da

² Fonte: AIFI, Il mercato italiano del private equity e venture capital 2022

quest'ultimo all'impresa oggetto di investimento, senza coinvolgere direttamente i limited partner nella relazione con la PEBC. Questo contribuisce a ridurre le asimmetrie informative tra gli investitori e coloro che ricevono gli investimenti. I general partner consentono anche di sfruttare economie di scala, distribuendo i costi di transazione derivanti dalle operazioni di investimento su un'ampia base di investitori. Inoltre, la gestione da parte dei general partner consente di aumentare la diversificazione del portafoglio, riducendo così i rischi associati agli investimenti.

1.1.1 I LIMITED PARTNER

I principali attori che partecipano agli investimenti di private equity includono banche, fondi pensione, compagnie assicurative, fondazioni, casse previdenziali e investitori privati con consistenti disponibilità finanziarie, noti come "high net worth individuals". Questi soggetti effettuano investimenti di private equity attraverso l'acquisizione di quote in fondi dedicati, i quali a loro volta investono nei confronti di imprese target, oppure tramite l'acquisizione di quote di fondi che investono in altri fondi di private equity. La scelta tra un investimento diretto o indiretto dipende dall'entità dell'impegno che l'investitore desidera dedicare a questa asset class. L'investimento diretto in un fondo di private equity comporta un'esposizione molto onerosa a livello economico e operativo, mentre l'investimento in fondi di fondi consente una partecipazione più agevole al

comparto del private equity, anche senza una profonda conoscenza del mercato, garantendo al contempo una maggiore diversificazione del portafoglio.

I limited partner, desiderosi di investire nel private equity, selezionano i fondi principalmente basandosi sulle competenze e sui risultati passati del team di gestione del general partner. Infatti, nonostante i fondi di private equity mostrino una redditività media superiore rispetto al mercato obbligazionario e azionario, la loro performance presenta una notevole variabilità. Viene infatti utilizzato lo storico dei rendimenti dei fondi gestiti in precedenza dai general partner con benchmark chiave per l'orientamento delle decisioni di investimento.

1.1.2 GENERAL PARTNER

I general partner sono intermediari finanziari che agiscono come gestori dei fondi di private equity. La loro responsabilità include l'investire il capitale per conto dei limited partner, monitorare gli investimenti e formulare strategie appropriate per l'uscita dagli investimenti.

La remunerazione dei general partner è composta da due componenti principali, seguendo la pratica nota come "2 e 20". Il "2" rappresenta una commissione di gestione annuale pari al 2% del capitale investito dagli limited partner nel fondo, che serve a coprire le spese generali amministrative, i costi di monitoraggio, le spese operative e gli stipendi dei manager. Questa è quindi una commissione fissa e non

legata alle performance del fondo. Il "20" si riferisce a una quota percentuale del guadagno in conto capitale realizzato dal fondo, ed è nota come "promotion", "transport", o "carried interest". Questa componente serve ad incentivare il lavoro svolto dai general partner. Se il fondo infatti registrerà rendimenti elevati, i general partner riceveranno una percentuale più alta del guadagno in conto capitale, incentivandoli a cercare performance superiori per gli investitori. Tuttavia, se il fondo non ottiene risultati positivi, i general partner subiscono solo la perdita della commissione di gestione fissa, mentre la quota variabile rappresenta una sorta di rischio condiviso. Inoltre, i general partner sono spesso tenuti a investire una parte del proprio capitale nel fondo compreso tra l'1% e il 5% del totale del fondo. Questo impegno finanziario coinvolge maggiormente l'operatore nella gestione del fondo, facendo sì che condividendo eventuali perdite. Questo meccanismo mira a incentivare i general partner a prendere decisioni oculate e a gestire i rischi in modo responsabile.

L'EVCA (2007) suddivide gli investitori di private equity in quattro categorie: early stage, venture capital, development venture capital, buy-out firm e generalist private equity providers. La categoria dei generalist private equity providers comprende imprese che forniscono capitale di rischio o strumenti ibridi di capitale di rischio e capitale di debito a una varietà di imprese in diversi stadi di sviluppo.

In Italia, i principali operatori nel campo del private equity includono SGR, SGA, SICAV, venture capitalist, incubatori, acceleratori, vulture investor, business angels e operatori pubblici.

Le Società di Gestione del Risparmio:

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), istituite con il D.Lgs.n. 58 del 1998, e soggette alla disciplina contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF)³, sono gli intermediari finanziari autorizzati a svolgere il servizio di gestione di patrimoni mobiliari, sia su base individuale che su base collettiva.

L'art. 1, lett. n), TUF, definisce la gestione collettiva del risparmio come “il servizio che si realizza attraverso la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili; la commercializzazione di quote o azioni di OICR propri”⁴.

³ Il TUF è stato istituito con Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Il Titolo III del TUF riunisce le disposizioni che, in precedenza, disciplinavano distintamente i fondi comuni aperti (l. 23 marzo 1983, n. 77), i fondi comuni chiusi (l. 14 agosto 1993, n. 344), i fondi comuni chiusi di tipo immobiliare (l. 25 gennaio 1994, n. 86) e le SICAV (d.lgs. 25 gennaio 1994, n. 86). La disciplina della gestione collettiva del risparmio deriva dalle normative comunitaria risalenti alla Direttiva n. 85/611/CEE e successive modificazioni.

⁴ Fonte: Testo Unico della Finanza – TUF, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 aggiornato alla Legge n. 52/2023, art 1, lett. n).

Per operare, le Società di Gestione del Risparmio (SGR) devono ottenere un'autorizzazione amministrativa dalla Banca d'Italia e Consob, nelle seguenti condizioni:

- a) adottare la forma di società per azioni;
- b) avere la sede legale e la direzione generale in Italia;
- c) avere un capitale sociale versato non inferiore a quanto stabilito dalla Banca d'Italia;
- d) gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale devono soddisfare i requisiti previsti dagli articoli 13 e 14 del Testo Unico della Finanza (TUF);
- e) la struttura del gruppo al quale la società appartiene non deve pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla stessa, fornendo almeno le informazioni richieste dall'articolo 15, comma 5, del TUF;
- f) presentare, insieme all'atto costitutivo e allo statuto, un programma riguardante l'attività iniziale e una relazione sulla struttura organizzativa;
- g) la denominazione sociale deve contenere le parole "società di gestione del risparmio".

L'articolo 34, comma 2, del TUF stabilisce che "l'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni indicate non risulta garantita la sana e prudente gestione"⁵.

⁵ Fonte: Testo Unico della Finanza – TUF, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 aggiornato alla Legge n. 52/2023, art 34, comma 2.

Le SGR sono soggette alla vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. La Consob si occupa della sorveglianza sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti mentre, la Banca d'Italia è responsabile per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari.

Esistono due principali tipologie di SGR:

- le SGR di promozione, che si occupano dell'istituzione e dell'organizzazione del fondo.
- le SGR di gestione, che si dedicano all'attività di investimento e disinvestimento del patrimonio del fondo.

Nonostante tale distinzione le SGR possono scegliere di svolgere congiuntamente sia l'attività di promozione e di gestione.

L'obiettivo delle SGR che gestiscono fondi di private equity è creare valore per le imprese del portafoglio di investimenti, cercando di dismettere le partecipazioni a un prezzo superiore al costo di acquisizione, generando guadagni in conto capitale. Per costruire il portafoglio di investimenti, le SGR utilizzano tre tipi di leve gestionali specifiche:

- *L'asset allocation*, che coinvolge la distribuzione delle risorse finanziarie tra diverse categorie di attività, tenendo conto delle preferenze degli investitori, dell'orizzonte temporale e delle opportunità di mercato. Si distingue in *asset allocation strategica* e *tattica*. *L'asset allocation strategica* implica la definizione della distribuzione del patrimonio del fondo tra

diverse categorie di titoli, aree geografiche e settori merceologici, vincolata dalle disposizioni regolamentari del fondo stesso. D'altra parte, l'*asset allocation tattica* coinvolge aggiustamenti a breve termine dell'*asset allocation strategica*, mirati a individuare e sfruttare opportunità di investimento non considerate nell'*asset allocation strategica*, e che devono essere dismesse in tempi brevi.

- Lo *stock pricing* tiene conto della selezione dei singoli titoli sulla base di analisi fondamentali e tecniche.
- Il *market timing* si occupa della scelta del momento ottimale per l'acquisto e la vendita dei titoli per massimizzare i rendimenti.

Le Società di Gestione Armonizzate:

Le Società di Gestione Armonizzate (SGA) sono entità costituite negli Stati membri dell'Unione Europea che possono operare in Italia nell'ambito delle attività di gestione collettiva del risparmio, gestione di portafogli e servizi di consulenza, inclusa la gestione di fondi di private equity. Le SGA sono essenzialmente equivalenti alle Società di Gestione del Risparmio (SGR) di diritto italiano, ma con alcune differenze significative: mentre le SGR possono svolgere sia l'attività di promozione che la gestione di fondi comuni, le SGA sono autorizzate esclusivamente per l'attività di gestione e non possono, di conseguenza, istituire fondi comuni secondo la legislazione italiana. Per operare in Italia, le SGA hanno

la possibilità di stabilire succursali sul territorio nazionale oppure di svolgere le attività consentite attraverso il regime di libera prestazione di servizi.

Le Società di Investimento a Capitale Variabile:

Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) sono società il cui scopo è l'investimento collettivo del patrimonio raccolto attraverso l'offerta al pubblico delle proprie azioni (art.1 TUF), i quali sono autorizzati a svolgere l'attività di prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Conformemente all'articolo 43, comma 1, del TUF, le SICAV possono essere costituite solo previa autorizzazione della Banca d'Italia, sotto ricezione della Consob. L'autorizzazione amministrativa diventa una condizione necessaria per la stessa costituzione del soggetto oltre che per l'avvio dell'attività. Le condizioni fondamentali richieste per ottenere l'autorizzazione sono simili a quelle richieste per le Società di Gestione del Risparmio (SGR) e includono:

- Adozione della forma di società per azioni.
- Sede legale e direzione della società situate nel territorio della Repubblica.
- Capitale di ammontare non inferiore a quanto stabilito dalla Banca d'Italia.
- Possesso, da parte di tutti i soggetti che ricoprono compiti di direzione e controllo, e dei partecipanti al capitale, dei requisiti di onorabilità e professionalità, secondo quanto stabilito dalla normativa secondari.

- Previsione, a livello statutario, dell'oggetto esclusivo consistente nell'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle azioni della SICAV.

Il tratto distintivo delle SICAV rispetto ai fondi comuni di investimento risiede nel fatto che nei primi, il risparmiatore-investitore assume il ruolo di socio partecipante. Attraverso il suo diritto di voto, il socio può influenzare le strategie d'investimento della società partecipando alle riunioni assembleari ed esercitando il proprio diritto di voto. Tuttavia, le SICAV incontrano diverse limitazioni rispetto alle Società di Gestione del Risparmio (SGR). Ad esempio, alle SICAV è preclusa la possibilità di offrire, oltre al servizio di gestione collettiva, anche il servizio di gestione individuale, cosa consentita invece alle SGR. Inoltre, le SICAV sono soggette esclusivamente alle disposizioni previste per i fondi comuni aperti.

Gli operatori bancari:

Gli operatori bancari rivestono un ruolo di notevole importanza nel contesto del private equity, agendo non solo come fornitori di capitale tra i limited partner, ma assumendo anche la funzione di general partner, operando attivamente come gestori. Le banche sono riconosciute come investitori strategici nei progetti di private equity, soprattutto nel settore del venture capital. Il vantaggio competitivo delle banche nelle transazioni di private equity deriva dalla loro capacità di accedere a un ampio patrimonio informativo, grazie al loro stretto contatto con le aziende

target. Ciò consente loro di generare margini superiori rispetto ad altri operatori. Esistono diverse modalità, sia dirette che indirette, attraverso le quali gli operatori bancari possono partecipare ad operazioni di private equity.

All'interno dei gruppi bancari, è comune trovare SGR che gestiscono fondi di private equity. Queste collaborano direttamente sfruttando le risorse sinergiche derivanti dalle connessioni con le altre divisioni del gruppo bancario.

Al contrario, le banche di investimento possono decidere di partecipare direttamente alla formulazione di operazioni di private equity o venture capital.

Particolare rilevanza è attribuita alle banche locali, che traggono vantaggio dalla loro connessione territoriale con le imprese. Questi operatori godono di un beneficio nella riduzione delle asimmetrie informative nel rapporto tra banca e impresa, oltre che a far convergere i propri interessi con quelli delle imprese operanti nel territorio. Le banche locali sono spesso percepite dagli operatori economici dell'area come motore di crescita economica, evidenziando il loro ruolo cruciale nello sviluppo del territorio.

I venture capitalist:

Il termine "venture capitalist" si riferisce a operatori specializzati che forniscono capitale azionario o sottoscrivono titoli convertibili in azioni con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Questi operatori si concentrano su imprese non quotate con un elevato potenziale di sviluppo, sia in termini di nuovi prodotti e

servizi che di nuove tecnologie e concezioni di mercato. Le partecipazioni assunte dai venture capitalist sono generalmente di minoranza, di natura temporanea e mirano all'aumento del valore dell'impresa e alla possibilità di ottenere un elevato profitto in fase di dismissione. I venture capitalist raccolgono il risparmio dagli investitori istituzionali per investirlo nell'acquisizione di partecipazioni in imprese. Solitamente, investono in imprese in fase di avvio o appena costituite che cercano finanziamenti per consolidare ed espandere la propria attività. Le imprese target possono variare in dimensioni, dalle più piccole a quelle medio-grandi, e i settori di interesse possono spaziare dalla new economy alle attività più tradizionali. Tuttavia, nella pratica, i venture capitalist si concentrano principalmente su imprese attive nei settori legati alle nuove tecnologie, poiché queste presentano caratteristiche più adatte alla loro modalità di investimento. Una caratteristica significativa dell'attività dei venture capitalist è la flessibilità nell'orizzonte temporale. Sebbene la durata di questa forma di partecipazione nel capitale possa variare, non è possibile pianificare con esattezza il momento dell'uscita. Questo può essere molto breve in casi di successo immediato (2 anni o meno), medio-lungo in altri casi (4-6 anni) o ancora più lungo (oltre 6 anni).

Un'altra caratteristica tipica dei venture capitalist è il coinvolgimento attivo nella gestione dell'impresa finanziata. Come investitori di private equity, forniscono supporto manageriale e conoscenze in vari settori aziendali, agendo come partner essenziali per aiutare le imprese finanziate a raggiungere uno stadio di maturità

finanziaria e manageriale. Tuttavia, è importante sottolineare che il venture capitalist non ha l'intenzione di gestire direttamente l'impresa e che le principali responsabilità gestionali sono affidate agli imprenditori-fondatori.

Gli incubatori:

Gli incubatori di impresa, noti anche come business incubator, sono strutture concepite per consentire a ricercatori e giovani imprenditori di sviluppare i propri progetti, fornendo loro una serie di risorse e servizi che favoriscono la crescita di nuove imprese. Queste strutture fisiche offrono uno spazio in cui le neo-imprese possono operare, mettendo a disposizione apparecchiature tecniche, risorse umane e competenze aziendali cruciali per il loro sviluppo. Gli obiettivi principali degli incubatori includono l'incremento dell'imprenditorialità nel contesto della ricerca, la facilitazione del trasferimento tecnologico, la creazione di opportunità di incontro con potenziali investitori privati e la ricerca e distribuzione di sovvenzioni statali per lo sviluppo territoriale.

Solitamente, un incubatore segue la nascita della nuova impresa per un periodo che varia da 4 a 8 mesi. Una volta che il nuovo prodotto o servizio è stato sviluppato a sufficienza, l'incubatore assiste la nuova impresa nella ricerca di finanziatori, come ad esempio i venture capitalist. In cambio dei servizi forniti, l'incubatore raramente richiede compensi monetari (fees); piuttosto, cerca una quota di partecipazione nel capitale della nuova impresa, rimanendo così connesso al suo destino. Nel caso di

successo dell'impresa, l'incubatore beneficia dei capital gain ottenuti dalla vendita della propria partecipazione.

Gli incubatori possono essere orientati al profitto, dove forniscono servizi dietro pagamento di un corrispettivo, oppure non profit, utilizzando finanziamenti pubblici. Gli incubatori orientati al profitto, di tradizione statunitense, sono gestiti principalmente da operatori privati con l'obiettivo di ottenere guadagni attraverso quote partecipative nelle imprese. Gli incubatori non profit operano supportando l'economia territoriale mediante l'insediamento di nuove imprese tecnologicamente avanzate. Questa tipologia di incubatore, più consolidata in Italia, persegue principalmente obiettivi di sviluppo e accrescimento del benessere collettivo.

Gli operatori pubblici:

Si tratta di operatori istituzionali che adottano approcci di investimento distinti rispetto ad altri gestori. Gli operatori di emanazione pubblica non perseguono esclusivamente la redditività degli investimenti come unico obiettivo; piuttosto, pongono al centro della loro attività lo sviluppo del territorio.

In Italia, gli operatori pubblici includono le finanziarie regionali e i fondi di investimento con attività a livello nazionale, come il Fondo Strategico Italiano. Le finanziarie regionali si concentrano su una ristretta cerchia di realtà, spesso caratterizzate da un impatto strategico sul territorio, e operano in modo strumentale.

Il Fondo Strategico Italiano (FSI), creato con il Decreto Legislativo del 3 maggio 2011, è una holding di partecipazioni con Cassa Depositi e Prestiti Spa come azionista strategico (80,1% Ministero dell'Economia e delle Finanze, 18,4% fondazioni di origine bancaria) per il sostegno dell'economia e nello sviluppo infrastrutturale. Il FSI acquisisce generalmente quote di minoranza in imprese di "rilevante interesse nazionale" che si trovano in equilibrio economico-finanziario e presentano prospettive di redditività e sviluppo adeguate. La politica di investimento del FSI prevede un orizzonte temporale di lungo periodo e un coinvolgimento attivo nella governance delle imprese partecipate, mirando a garantire il perseguimento delle finalità dell'intervento.

1.2 LE TIPOLOGIE DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

L'industria del Private Equity è comunemente suddivisa in due categorie principali: Venture Capital e Buyout, ognuna delle quali comprende diverse sottocategorie di attività. Questa classificazione si basa principalmente sulla fase che l'azienda target occupa nel ciclo di vita complessivo e sul contributo del fondo alla creazione di valore durante il proprio coinvolgimento.

Venture Capital:

Il termine "Venture Capital" si riferisce a un insieme specifico di investimenti orientati alla fase iniziale di un'azienda. Secondo la definizione proposta dalla European Venture Capital Association (EVCA, ora Invest Europe), gli investimenti in Venture Capital possono essere distinti in base alla fase del ciclo di vita dell'impresa:

- *Seed Capital:* Questa rappresenta l'investimento azionario in un'azienda ancora in una fase embrionale. In questa fase, l'azienda sta ancora conducendo ricerche, valutando, o sviluppando un singolo prodotto o servizio prima della fase di start-up.
- *Start-Up Capital:* Questo tipo di investimento azionario è destinato allo sviluppo e alla commercializzazione di un prodotto o servizio. In questa fase, l'azienda potrebbe aver appena iniziato a commercializzare il prodotto o essere prossima a farlo. L'azienda di solito non è ancora redditizia e può bruciare liquidità per molti anni. Il finanziamento azionario è essenziale in questa fase poiché fornisce risorse senza creare vincoli di cassa o piani di rimborso. Gli investitori non forniscono solo finanziamenti ma apportano anche competenze cruciali in termini di marketing, analisi del business e governance.
- *Expansion Capital:* Si tratta di un finanziamento mirato a stimolare la crescita di un'azienda già al di fuori della fase di start-up, ovvero un'azienda

che è o sarà presto redditizia e generatrice di cassa. Questo tipo di finanziamento è spesso destinato all'acquisizione di quote di mercato, all'ingresso in nuovi mercati, all'aumento della produzione e/o allo sviluppo di nuovi prodotti/servizi. Sebbene rientri nel contesto del venture capital, le operazioni di Expansion rappresentano talvolta un ponte tra venture capital e buyout. Possono concentrarsi su aziende giovani che necessitano di maggiori risorse per crescere o su aziende più mature desiderose di espandersi senza aumentare la dipendenza dal debito. Le operazioni di espansione dovrebbero essere considerate singolarmente, poiché possono variare significativamente.

- *Replacement Capital*: Questa forma di finanziamento riguarda l'acquisizione di una partecipazione in una società con l'obiettivo di consentire l'uscita di un azionista esistente o di ridurre il livello di indebitamento attraverso il rifinanziamento del debito.

Il capitale di rischio nelle sue fasi iniziali è intrinsecamente rischioso, caratterizzato da tassi di insuccesso elevati e una distribuzione ineguale dei rendimenti, in cui anche un singolo investimento può rappresentare l'intero profitto del fondo. Per affrontare queste sfide, i venture capitalist adottano pratiche volte a ridurre il rischio e ottimizzare la distribuzione delle risorse. Ad esempio, il finanziamento a tappe implica la graduale erogazione di risorse man mano che l'azienda raggiunge obiettivi specifici di sviluppo. Questa pratica consente ai venture capitalist di

finanziare un maggior numero di imprese promettenti, di interrompere il finanziamento per quelle che non hanno successo e di esercitare pressioni sul management, disincentivando le prestazioni scadenti.

BuyOut:

Il termine "Buyout" si riferisce a tutte le operazioni in cui un fondo di private equity acquisisce una partecipazione superiore al 50% nella società target o acquisisce il controllo sulla società stessa. Queste operazioni coinvolgono società in una fase più avanzata, di dimensioni maggiori e con un piano aziendale consolidato, destinato a finanziare l'espansione, il consolidamento, la separazione o fusione di divisioni o società controllate.

I fondi di buyout investono in un numero limitato di società, aspettandosi di trarre profitto da ciascuna di esse, poiché spesso rappresentano una parte significativa del capitale impegnato nel fondo. Gli obiettivi di buyout possono variare notevolmente e possono includere intere aziende o divisioni di aziende più grandi, sia pubbliche che private. Tuttavia, ci sono caratteristiche comuni che distinguono un target ottimale da un'azienda meno attraente per un fondo di private equity.

Gli obiettivi ideali per l'acquisto sono:

- Possedere opportunità di crescita non sfruttate, magari a causa di limitazioni nell'accesso al mercato dei capitali, che limitano gli investimenti a causa delle scarse risorse interne.

- La società target è gestita in modo inefficiente da un team di gestione prudente o poco incentivato che produce performance inferiori rispetto ai concorrenti.
- Ha una struttura di capitale unlevered che può essere ottimizzata finanziando una parte significativa del prezzo di acquisizione con nuove emissioni di debito, massimizzando così i rendimenti del capitale investito.
- Può generare flussi di cassa affidabili per estinguere il debito utilizzato per finanziare l'operazione, per valutare tale capacità si usano spesso indici di rendimento come l'EBIDTA Margin.

È raro che un fondo di private equity trovi un'azienda che soddisfi esattamente tutte queste caratteristiche, non è necessario infatti che tutte siano presenti affinché un'azienda rappresenti una solida opportunità di investimento. Le strategie per creare valore dopo il buyout possono variare notevolmente tra i fondi e possono concentrarsi su uno o due degli aspetti sopra citati.

La categoria degli investimenti di tipo buyout comprende diverse tipologie di operazioni, ciascuna con caratteristiche distintive. Nella letteratura specifica, vengono riconosciute le seguenti fattispecie di buyout:

- Leverage Buyout (LBO): Operazione di buyout caratterizzata dall'ampio utilizzo della leva finanziaria. Queste transazioni comportano un elevato livello di indebitamento per l'impresa target, ma si prevede che essa possa

generare flussi di cassa stabili nel corso degli anni d'investimento, consentendo il rimborso del debito.

- Management Buyout (MBO): Investimento promosso dal management dell'impresa target, che si affianca a un investitore istituzionale nella partecipazione azionaria. Il valore aggiunto di questo tipo di investimento deriva dalla conoscenza specifica del management dell'impresa oggetto di acquisizione e del settore in cui opera.
- Management Buy-in (MBI): Simile al MBO, ma in questo caso il gruppo di manager proviene dall'esterno dell'impresa target.
- Workers Buyout (WBO): Buyout in cui l'acquisizione è effettuata dai dipendenti della PEBC. I lavoratori hanno conoscenze approfondite del business e dell'azienda in cui operano.
- Family Buyout (FBO): Operazione di buyout in cui gli investitori istituzionali acquisiscono le quote di imprenditori che intendono uscire dalla dall'impresa di famiglia, facilitando il ricambio generazionale.
- Corporate Buyout (CBO): Investimento in cui il soggetto acquirente è un'impresa industriale o commerciale che utilizza la tecnica del buyout per implementare una strategia di crescita esterna.
- Fiscal Buyout (FIBO): Operazione volta a eludere la normativa fiscale, creando una nuova società che, indebitandosi, acquisisce il pacchetto di maggioranza della PEBC. Successivamente, avviene la fusione tra la nuova

società indebitata e l'impresa, con un risparmio fiscale dovuto al carico dei costi finanziari dell'operazione.

- Reverse Buyout (RBO): Consiste nel delisting di un'impresa quotata per prepararla a una successiva cessione. L'investitore istituzionale effettua un'operazione di acquisto delle azioni quotate, preparando l'impresa, grazie agli apporti tipici del private equity, per una successiva cessione.

È importante sottolineare che queste categorie non sono rigidamente separate, e spesso si verificano operazioni che presentano contemporaneamente più di una delle categorie soprascritte.

Vi sono infine ulteriori fattispecie di operazioni di Private Equity che possono essere avviate in base alle caratteristiche dell'impresa target e dell'intervento che si vuole realizzare. Queste fattispecie sono *l'Expansion Capital*, *il Replacement Capital*, *il Turnover Financing* e *il Bridge Financing*.

Si fa riferimento all'*Expansion Capital* (o *Growth Capital*) quando vengono effettuati investimenti di minoranza in imprese con elevato potenziale di crescita. L'obiettivo è affiancare l'imprenditore e il management, fornendo risorse finanziarie e know-how. Questi investimenti mirano a sostenere lo sviluppo e l'espansione dell'azienda.

Gli interventi di *Replacement Capital* coinvolgono imprese in cui si sostituisce la compagine azionaria senza modificarne la consistenza del capitale sociale. In altre parole, vi è un cambio di azionisti, ma la struttura del capitale rimane invariata.

Questo tipo di intervento può essere motivato da varie ragioni, come il desiderio di nuovi investitori di entrare nell'azienda o il reperimento di nuove risorse per sostenere la crescita.

Gli investimenti di tipo *Turnaround Financing* riguardano imprese in situazioni di dissesto finanziario o fallimento. Questi interventi sono spesso condotti da operatori specializzati e mirano a ristrutturare l'azienda finanziariamente e operativamente, consentendo il suo rilancio.

Il *Bridge Financing* è un finanziamento "ponte" che accompagna l'impresa verso la quotazione sui mercati dei capitali. Questo tipo di finanziamento facilita il passaggio da un'impresa a capitale chiuso a una quotata. In genere, viene utilizzato per coprire esigenze finanziarie nel periodo che precede l'offerta pubblica iniziale (IPO), consentendo all'azienda di prepararsi per il debutto sui mercati azionari.

1.3 LE FASI DEL PROCESSO DI PRIVATE EQUITY E LE MODALITÀ DI EXIT

Il percorso di vita di un fondo di private equity può essere suddiviso in tre fasi distintive: la raccolta delle risorse finanziarie (fundraising), l'investimento (investment period) e il disinvestimento (divestment period).

La fase di fundraising ha una durata che oscilla tra un minimo di 6 mesi e un massimo di 24 mesi. Durante questa fase, il fondo attrae gli investitori e raccoglie le risorse finanziarie necessarie per le attività successive.

La seconda fase si concentra sull'impiego delle risorse finanziarie raccolte nella fase precedente. Durante l'investment period, il fondo identifica opportunità di investimento, acquisisce partecipazioni in aziende e implementa le strategie.

La terza e ultima fase del ciclo di vita del fondo di private equity è dedicata al disinvestimento. In questa fase, si procede alla cessione delle partecipazioni che può avvenire attraverso diverse modalità come la vendita diretta o l'offerta pubblica iniziale (IPO), consentendo al fondo di generare guadagni che vengono poi restituiti agli investitori insieme al capitale inizialmente impegnato, al netto delle commissioni e degli oneri.

1.3.1 FUNDRAISING

La fase di fundraising rappresenta il momento in cui gli investitori vengono sollecitati a mettere a disposizione i capitali destinati agli investimenti del fondo. Questa attività è intrinsecamente critica, poiché dipende dalla capacità dei gestori del fondo di ottenere risorse attraverso l'implementazione di una strategia di raccolta adeguata. Il fundraising è un processo impegnativo, sia dal punto di vista delle sfide operative che dei tempi necessari, che generalmente variano da 6 mesi a 2 anni.

Il processo di fundraising può essere suddiviso in diverse fasi, che includono l'identificazione del mercato target per la raccolta di fondi, la fase di pre-marketing,

la strutturazione del fondo, la preparazione e la distribuzione del materiale di marketing, il roadshow con potenziali investitori, la preparazione della documentazione legale, il collocamento delle quote e infine la chiusura della sottoscrizione. Ogni fase richiede attenzione e pianificazione accurata per garantire il successo complessivo della raccolta di fondi.

Nella fase di fundraising, un elemento cruciale che determina la decisione dei Limited Partner di sottoscrivere quote del fondo è sicuramente il *track record* della performance del team di gestione. Questo track record fornisce un'analisi dei risultati ottenuti dal team su un arco temporale storico medio-lungo e costituisce un indicatore chiave della competenza e della capacità del team nel generare rendimenti positivi.

Inoltre, la strategia d'investimento delineata dal team è altrettanto importante, considerando fattori come la dimensione delle operazioni, la tipologia di investimenti, il settore di interesse e il Paese prescelto. Altri elementi rilevanti includono la trasparenza e l'aderenza alle commissioni di mercato, una struttura organizzativa chiara e priva di conflitti d'interesse.

La fase di fundraising si conclude con il *commitment*, che rappresenta l'impegno formale da parte dei Limited Partners a versare le quote di sottoscrizione concordate. Questo passaggio segna la conclusione della fase iniziale del processo e avvia il percorso operativo del fondo.

1.3.2 L'INVESTIMENTO

L'investimento è un processo lungo e complesso che richiede competenze ed esperienza da parte del team di gestione del fondo. All'interno di questa fase, possono essere identificati i seguenti momenti:

Deal Flow:

L'attività di deal flow o origination nel contesto del private equity consiste nella ricerca di opportunità d'investimento. Questa fase implica la selezione del target più idoneo e richiede un ampio pool di opzioni da valutare prima di identificare l'impresa che si rivela essere la scelta ottimale. Una prima categorizzazione delle modalità di origination, proposta dall'Osservatorio Private Equity Monitor (PEM), include le seguenti:

- *Family and Private:* Coinvolge tutte le trattative che hanno origine in modo privato.
- *Secondary Buyout:* Si riferisce agli investimenti in imprese già sottoposte a investimenti da parte di altri investitori istituzionali e soggette a un ulteriore processo di buyout.
- *Public to Private:* Implica investimenti in imprese quotate, con l'obiettivo di delistarle dai mercati pubblici.
- *Local Parent:* Riguarda la cessione di un ramo di un'impresa situata nel Paese d'origine.

- *Foreign Parent*: Avviene attraverso la cessione di un ramo di un'impresa straniera.

Dal punto di vista dell'operatore professionale nel settore del private equity, il processo di ricerca, selezione e individuazione delle opportunità di investimento rappresenta una fase di vitale importanza nello sviluppo dell'attività. La creazione di un flusso costante di opportunità (deal flow) richiede investimenti significativi in termini di tempo e risorse.

Un elemento cruciale che influenza la capacità di generare un flusso costante e sistematico è rappresentato dalle qualità soggettive dell'operatore, come l'immagine, la notorietà e la considerazione nel mercato di riferimento. Queste caratteristiche soggettive derivano principalmente dal track record dell'operatore, che consiste nella quantità, qualità e tipologia delle operazioni realizzate in passato. Il track record costituisce l'elemento fondamentale su cui l'investitore costruisce la propria credibilità nel mercato.

Tuttavia, un buon track record da solo non è sufficiente; è essenziale la capacità di comunicare in modo efficace al mercato le esperienze e i successi dell'operatore. A tal fine, vengono implementate politiche di marketing attraverso vari canali, tradizionali e non.

Nella selezione delle imprese verso cui indirizzare gli investimenti, il General Partner predilige imprese con le seguenti caratteristiche:

- *Progetto di sviluppo*: La presenza di un progetto di sviluppo realizzabile che può portare a prospettive di crescita dimensionale e reddituale dell'impresa.
- *Socio imprenditore*: Imprese guidate da un Socio Imprenditore capace e determinato nella realizzazione del progetto di sviluppo.
- *Management*: Presenza di un management competente, con esperienza e conoscenza specifica del settore.
- *Caratteristiche del mercato*: Si cercano imprese che operano in un mercato in espansione, con prodotti/servizi caratterizzati da scarsa imitabilità e bassa sostituibilità rispetto ai prodotti concorrenti.
- *Possibilità di exit*: La prospettiva di adeguati scenari di disinvestimento è un elemento considerato attentamente.

Una volta selezionati i potenziali acquirenti, il processo di investimento si articola attraverso una serie di fasi che richiedono la preparazione di documenti specifici.

Questi documenti includono:

- *Approach Letter*: Una lettera attraverso la quale si comunica l'opportunità di acquisizione di un'impresa, con l'obiettivo di ottenere un feedback iniziale dai potenziali acquirenti.
- *Blind Profile*: Un profilo anonimo dell'impresa target contenente informazioni sintetiche sul settore di riferimento, sull'attività svolta e sui principali dati finanziari. Questo viene inviato a coloro che rispondono positivamente all'approach letter.

- *Confidentiality Agreement*: Un accordo di riservatezza che formalizza lo stato di avanzamento della trattativa, stabilendo regole e vincoli sulla condivisione e l'utilizzo delle informazioni riservate.
- *Information Memorandum*: Un documento più dettagliato e completo che fornisce un ritratto approfondito dell'impresa target, inclusi il posizionamento di mercato, la situazione economica e le potenzialità di sviluppo.
- *Lettera di Intenti*: Un documento che formalizza per iscritto i termini generali dell'operazione, impegnando le parti a rispettarli. La lettera di intenti è una sorta di accordo preliminare che precede la fase negoziale più dettagliata.

Due Diligence:

La due diligence costituisce un processo di analisi fondamentale finalizzato a valutare la fattibilità di un investimento. Questo approccio coinvolge la raccolta e l'analisi mirata di dati e informazioni specifiche sull'impresa oggetto dell'investimento, fornendo le basi per una valutazione consapevole del deal.

L'ampiezza delle informazioni acquisite durante la due diligence abbraccia diverse aree chiave di interesse:

- *Finanziaria*: verifica la solidità finanziaria dell'impresa, esaminando l'efficacia della gestione della tesoreria, l'esposizione con il sistema bancario e analizzando i principali contratti in essere.
- *Contabile e Patrimoniale*: L'analisi dei dati contabili e gestionali, insieme a una valutazione delle attività e passività, è fondamentale per comprendere la situazione finanziaria complessiva dell'impresa.
- *Commerciale e Operativa*: La due diligence approfondisce la posizione dell'impresa nel mercato, valutando i prodotti, la quota di mercato, la forza del brand, la concorrenza e le prospettive di vendita. Inoltre, si concentra sull'analisi del processo produttivo e sull'esposizione al cambiamento tecnologico.
- *Legale*: Questa fase comprende lo studio delle regole di corporate governance, l'analisi dei contenziosi in corso e la verifica dei requisiti normativi e regolamentari.
- *Fiscale*: La verifica delle passività fiscali, l'analisi dei contenziosi e la corretta applicazione delle norme fiscali sono cruciali per comprendere gli aspetti fiscali dell'operazione.
- *Rischi e Assicurazione*: Si valuta la copertura dei rischi e l'adeguatezza delle polizze assicurative esistenti.
- *Information Technology*: L'efficacia dei sistemi ICT è oggetto di valutazione per garantire un'adeguata infrastruttura tecnologica.

- *Ambientale*: Vengono identificate potenziali passività ambientali, valutate le procedure interne rispetto alla normativa e verificata la conformità alle leggi ambientali.
- *Risorse Umane*: Si valutano l'adeguatezza del personale, le politiche retributive e le relazioni sindacali.

L'obiettivo principale di questo processo è fornire un quadro completo e obiettivo dello stato di salute dell'impresa, permettendo al potenziale investitore di prendere decisioni informate. La due diligence è un vero e proprio strumento di risk management che contribuisce a mitigare i rischi associati all'investimento, favorendo una trattativa professionale basata su dati verificati in modo indipendente. Inoltre, un'analisi di sensibilità aiuta a identificare le variabili critiche e valutare gli impatti associati ai diversi scenari, contribuendo a un processo decisionale robusto e consapevole.

Closing:

Il closing rappresenta la fase culminante nel processo di investimento nel Private Equity, focalizzandosi sulla valutazione e negoziazione dell'impresa target. Dopo aver selezionato l'impresa più idonea, la determinazione del prezzo di acquisto diventa un punto cruciale.

La negoziazione durante il closing è un processo delicato che non solo determina il successo complessivo della trattativa ma influisce anche sulla definizione del prezzo e sulla stesura dei patti parasociali.

Durante questa fase, si evidenzia l'importanza della coerenza tra le intenzioni strategiche, le azioni pianificate e le stime economico-finanziarie. La presenza di una valutazione realistica e giustificabile, insieme a una comprensione delle dinamiche competitive del settore, contribuisce a rendere il processo più attendibile. La prassi consolidata prevede l'utilizzo di almeno due metodologie di valutazione per ottenere un range di prezzo ragionevole. La fase di closing, oltre a influenzare il risultato della trattativa, incide sui rapporti tra Socio Imprenditore e investitore istituzionale, delineando il futuro dell'impresa target.

1.3.3 IL DISINVESTIMENTO

Il disinvestimento rappresenta il momento chiave in cui gli investitori istituzionali cercano di ottenere un ritorno finanziario realizzando il capital gain tramite la cessione delle quote dell'impresa target. Questa fase è fondamentale non solo per concretizzare gli obiettivi dell'investitore ma anche per liberare risorse finanziarie che possono essere reinvestite in nuove opportunità, contribuendo così a perpetuare il ciclo di raccolta, investimenti, rendimento e nuova raccolta.

Le modalità attraverso le quali il disinvestimento può essere attuato sono varie e dipendono da diversi fattori. Tra le opzioni principali, vi è l'Initial Public Offering (IPO), che consiste nella vendita delle azioni sul mercato regolamentato. Sebbene teoricamente favorevole, l'IPO può comportare maggiori costi e clausole che limitano la vendita immediata delle azioni, oltre a potenziali sfide legate all'illiquidità dei mercati europei.

Un'altra modalità comune è il Trade Sale, che implica la cessione delle quote a nuovi soci industriali o la fusione con altre imprese. Questa opzione offre vantaggi come l'ottenimento di una maggiorazione di prezzo legata all'importanza strategica della partecipazione per l'acquirente industriale, ma può presentare sfide legate alla ricerca di acquirenti disponibili e all'opposizione del management dell'impresa.

Il Secondary Buy Out rappresenta la cessione delle partecipazioni a un altro operatore di Private Equity. Questa opzione è considerata quando l'impresa necessita di ulteriori capitali e competenze. È un'alternativa professionale, rapida e specializzata per l'exit, soprattutto in situazioni di mercato avverse per la quotazione in Borsa.

Il Buy-back, invece, prevede il riacquisto delle partecipazioni da parte del socio imprenditore originario, spesso definito contrattualmente fin dall'inizio. Questa modalità può essere attuata nell'ambito delle operazioni di expansion o quando non è possibile procedere con un'IPO.

Infine, il Write Off consiste nell'azzeramento del valore della partecipazione a seguito di una procedura concorsuale dell'impresa target. Pur non essendo una vera e propria modalità di uscita, il Write Off ha lo stesso effetto pratico di eliminare la partecipazione dal bilancio dell'investitore in caso di fallimento dell'impresa.

La scelta della modalità di disinvestimento dipende da variabili specifiche, comprese le dimensioni dell'impresa, il settore di attività, le preferenze degli azionisti e le condizioni di mercato, con ciascuna opzione che presenta vantaggi e svantaggi unici.

CAPITOLO 2: IL PROCESSO DI CREAZIONE DEL VALORE NELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

2.1 LA CREAZIONE DEL VALORE NEL CONTESTO DEL PRIVATE EQUITY:

La discussione e l'analisi dell'idea che le società di Private Equity siano in grado di migliorare le performance e generare valore hanno radici nella letteratura accademica degli anni '80, quando si è verificata la prima ondata di leveraged buyout negli Stati Uniti. In quel periodo, accademici come Jensen sostenevano che la proprietà di Private Equity rappresentasse una forma organizzativa superiore. Questa superiorità era attribuita alle partecipazioni azionarie del management, all'elevata leva finanziaria e al ruolo di "investitore attivo" dei fondi di Private Equity. Alcuni addirittura ipotizzavano che il Private Equity sarebbe potuta diventare la forma organizzativa aziendale dominante (Jensen, 1989).

Il mercato del Private Equity e del leveraged buyout ha continuato a crescere, parallelamente allo sviluppo della letteratura che esamina come queste operazioni possano generare valore a lungo termine nelle società target. La creazione di valore in questo contesto è stata affrontata principalmente attraverso tre componenti chiave: l'ingegneria della governance, l'ingegneria finanziaria e l'ingegneria operativa. Questi tre aspetti sono stati oggetto di numerosi studi empirici e sono

generalmente considerati gli strumenti fondamentali per ottimizzare le operazioni nel campo del Private Equity.

L'ingegneria della governance:

La struttura della proprietà societaria derivante dall'acquisizione da parte di una società di Private Equity offre notevoli opportunità per migliorare la governance aziendale che possono andare dalla progettazione di nuovi sistemi di incentivazione per il management allo snellimento dell'intero processo decisionale.

Nei management buyout, il tratto distintivo riguarda la considerevole partecipazione azionaria richiesta dalle società di Private Equity al team di manager incaricato della gestione aziendale. Questa partecipazione può avvenire direttamente attraverso la proprietà di azioni o indirettamente tramite stock option. Si tratta di uno dei principali meccanismi di incentivazione adottati per allineare gli interessi del management con quelli della società di Private Equity. La rilevanza di questa partecipazione azionaria nel contesto dei leveraged buyout risiede nel fatto che le azioni di società private sono altamente illiquide e non possono essere facilmente vendute fino all'uscita dell'investitore di Private Equity attraverso le opzioni di disinvestimento precedentemente menzionate.

Inoltre, le azioni del management sono spesso soggette a clausole di lock-up, siglate al momento dell'acquisizione della società. Pertanto, affinché il team di gestione possa beneficiare della propria partecipazione, è necessario che si concentri su

obiettivi a medio-lungo termine, migliorando l'operatività e il valore dell'impresa fino all'uscita programmata dall'investitore di Private Equity. L'evidenza empirica ha dimostrato che, nonostante non partecipino alle operazioni quotidiane, i fondi di Private Equity assumono generalmente un ruolo attivo nella gestione aziendale. I consigli di amministrazione delle società partecipate da Private Equity tendono a essere più piccoli, si riuniscono più frequentemente e mostrano tassi di sostituzione più elevati nelle società con prestazioni scarse, permettendo alle società di Private Equity di affrontare efficacemente i problemi legati al management in tempi rapidi a differenza delle società pubbliche quotate.

Infine, i benefici derivanti dall'introduzione di una struttura di governance più complessa e avanzata possono essere considerati come un ulteriore vantaggio nelle transazioni private-to-private che coinvolgono imprese di piccole dimensioni.

L'ingegneria finanziaria:

L'ingegneria finanziaria è strettamente collegata all'ingegneria della governance e si riferisce ai vantaggi derivanti dall'emissione di un elevato quantitativo di debito per finanziare un'acquisizione a leva. La struttura di capitale a leva è considerata fondamentale per ridurre i "costi d'agenzia dei free cash flow", ovvero il rischio legato agli investimenti della liquidità in eccesso dopo aver finanziato tutti quei progetti con un valore attuale netto positivo (Jensen, 1986). Questo costo deriva dalla separazione tra proprietà e gestione che può portare ad una discrepanza di

interessi tra la gestione e gli azionisti. I team di gestione possono essere incentivati a far crescere l'azienda oltre la sua dimensione ottimale per trarre vantaggio dai più elevati profitti derivanti dalla gestione di un'azienda più grande. Ciò potrebbe portare a investire in progetti con valore attuale netto negativo con l'unico obiettivo di aumentare la dimensione dell'azienda anziché restituire profitti agli azionisti attraverso dividendi.

Tuttavia, l'ampio utilizzo del debito nelle operazioni di leveraged buyout esercita forti pressioni sulla gestione per far rispettare gli impegni di pagamento dei futuri free cash flows del debito e impedendo che vengano investiti in progetti potenzialmente non redditizi. Questo effetto disciplinante del leverage comporta anche costi, come l'aumento dei costi dell'agenzia del debito, la probabilità di fallimento e i vincoli finanziari. In modo paradossale, un'azienda potrebbe non essere in grado di investire in progetti con valore attuale netto positivo a causa del rimborso del debito. Inoltre, l'efficacia di questo controllo del debito dipende fortemente dalle caratteristiche e dallo stadio del ciclo di vita dell'azienda. Nei leveraged buyout degli anni '80, i bersagli erano spesso aziende mature in settori consolidati, con capacità di generare flussi di cassa stabili per estinguere il debito e margini per miglioramenti nei costi, oltre a relativamente basse esigenze di reinvestimento. Al contrario, nei leveraged buyout rivolti a aziende ad alto potenziale di crescita, l'uso del nuovo debito potrebbe non fornire nuovo capitale, ma essere utilizzato solo per acquisire le quote dei precedenti proprietari, rendendo

difficile un ulteriore aumento della leva che potrebbe avere un effetto destabilizzante. Infine, il leverage offre il beneficio aggiuntivo di aumentare il valore dell'azienda attraverso la deducibilità fiscale degli interessi e la scelta di una struttura di capitale ottimale per massimizzare i rendimenti patrimoniali (Kaplan, 1989).

L'ingegneria operativa:

La maggior parte delle prove empiriche dagli anni '80 in poi ha indicato che i leveraged buyouts tendevano a essere seguiti da strategie incentrate sull'efficienza operativa attraverso la riduzione dei costi e le dismissioni, piuttosto che sulla crescita delle vendite, oltre ad essere guidati principalmente da general partners con un background finanziario. Tuttavia, negli ultimi anni, le società di Private Equity hanno seguito una tendenza diversa. Si sono concentrate su settori specifici in cui hanno acquisito una conoscenza approfondita e hanno integrato nella loro struttura operativa un numero crescente di esperti e professionisti con esperienze operative e un focus su settori specifici (Kaplan e Stromberg, 2009; Acharya et al., 2013). Queste competenze, cruciali per avere successo nel settore, possono svolgere un ruolo chiave nella creazione di valore economico anche in transazioni che coinvolgono aziende più mature, soprattutto quelle con notevole potenziale di crescita inesplorato.

Questo ci porta alla terza componente del processo di creazione di valore nelle operazioni di Private Equity, l'ingegneria operativa, definita come la somma delle conoscenze di settore, dell'esperienza operativa e delle reti di contatti che possono essere date dalla società di Private Equity alla società target. Esistono molte forme attraverso le quali le competenze delle società di Private Equity possono influenzare le performance in termini sia di misure contabili che di produttività. L'esperienza può essere orientata alla crescita delle entrate migliorando il processo di analisi e decisione sui nuovi investimenti, potenziando le relazioni con i clienti, implementando meccanismi per incentivare la forza vendita o focalizzandosi su marketing ed espansione, ad esempio attraverso diversi canali distributivi o in mercati dove i general partners hanno già sviluppato una conoscenza approfondita. I miglioramenti nella struttura dei costi sono la tipologia più comune di efficienze associate al processo di leveraged buyout e possono derivare da cambiamenti nei rapporti con soggetti esterni o interni all'azienda. Nel primo caso, i costi possono essere ridotti attraverso negoziazioni più favorevoli con i fornitori o attraverso cambiamenti nel sistema di distribuzione, mentre nel secondo caso, le prestazioni possono essere migliorate progettando sistemi di incentivazione più efficienti o risolvendo ambienti di lavoro poco efficienti. Le società di Private Equity sono anche più propense a dismettere asset o divisioni che non generano rendimenti sufficienti, portando a miglioramenti nei rapporti di redditività. Inoltre, le operazioni possono essere razionalizzate per migliorare la gestione del capitale

circolante e la generazione di flussi di cassa, agevolando così il rimborso del debito. L'eterogeneità delle competenze dei general partners si è dimostrata significativa nella creazione di valore: ad approvare ciò può tornaci utile l'analisi condotta da Acharya nel 2013 sulle operazioni di leverage buyout che ha evidenziato che i general partners con un background più operativo generano una performance migliore nelle transazioni focalizzate su programmi interni di creazione di valore, mentre i general partners con principalmente un background finanziario hanno risultati migliori nelle transazioni di M&A.

Focus sulla creazione di valore:

Nonostante le tre componenti di ingegneria presentate, si ritiene più opportuno concentrare le strategie di creazione di valore nelle operazioni di Private Equity (PE) per quella operativa e finanziaria. La componente di governance è esclusa in quanto può essere considerata un meccanismo strettamente legato alla quota di partecipazione alla società derivante da un buyout, indipendentemente dalla strategia effettivamente attuata per massimizzare il valore. In particolare, mentre l'effetto dell'ingegneria finanziaria è direttamente associato alla governance dell'azienda, i miglioramenti delle performance operative possono essere riconosciuti come una conseguenza diretta, o almeno parziale, delle risorse non finanziarie, come i miglioramenti nella struttura di governance e le nuove competenze o sistemi di incentivazione.

Sarebbe quindi più appropriato analizzare le differenze nelle performance operative come una conseguenza diretta del nuovo regime di governance piuttosto che cercare di stimare un effetto diretto e separato della governance sulla creazione di valore economico. Questo approccio alla creazione di valore è stato confermato dalla maggior parte della letteratura esistente che analizza l'effetto della PE sulle performance operative delle aziende target.

La ragione della separazione tra le due strategie per creare valore deriva dal fatto che, pur non escludendosi a vicenda, nelle loro messa in opera si basano su obiettivi diversi e creano valore attraverso modalità differenti. Nella sua forma più semplice, l'ingegneria finanziaria è una strategia che mira alla massimizzazione del rendimento del capitale investito attraverso l'uso del leverage e senza obiettivi particolarmente ambiziosi in termini di crescita. Secondo questo concetto, i leveraged buyouts sono capaci di generare alti rendimenti semplicemente cambiando la struttura finanziaria delle aziende e migliorando l'efficienza attraverso la cessione di attività, tagli di costi e minori investimenti. La maggior parte delle critiche ai leveraged buyouts sostiene che in questo processo non viene creato valore e opportunità di crescita e la sopravvivenza dell'azienda nel lungo periodo potrebbe essere messa in pericolo. Al contrario, l'ingegneria operativa è una forma di creazione di valore volta a generare crescita, produttività e redditività in un'ottica più di medio lungo periodo.

Questi due meccanismi attraverso i quali l'ingegneria operativa e finanziaria creano valore per gli azionisti possono essere ben spiegati dalla scomposizione del ROE e dal DCF model. Nonostante non misuri direttamente i flussi di cassa, il ROE è un indice di redditività che, sotto specifiche ipotesi in termini di performance e investimenti, può essere direttamente collegato al rapporto P/B (Price to Book), ovvero il rapporto tra il valore del patrimonio netto e il suo valore contabile. Come possiamo vedere dalla formula, finché l'azienda è in grado di generare alti rendimenti sugli investimenti, un aumento del leverage ha un effetto positivo sul ROE. Questo è l'effetto dell'ingegneria finanziaria, ovvero massimizzare i rendimenti patrimoniali attraverso una struttura di capitale ottimale che consente agli azionisti di ottenere i massimi profitti dal minor importo di patrimonio netto. L'effetto diventa negativo solo quando il costo del debito dell'azienda diventa superiore al rendimento che l'azienda è in grado di generare con il suo capitale. Al contrario, l'ingegneria operativa non dipende dal leverage ma influisce sul ROI migliorando sia i margini operativi che il turnover dell'attivo.

$$ROE = \{ROI + [(ROI - ROD) * Leverage]\} * (1 - taxrate)$$

Guardando le comuni ipotesi dei modelli DCF, l'uso di un leverage più elevato può portare a un costo del capitale più basso sfruttando appieno la deducibilità fiscale delle spese finanziarie e la scelta di una struttura di capitale ottimale, mentre i

miglioramenti precedentemente esposti nelle performance in termini di ROI si traducono in flussi di cassa operativi più elevati. Inoltre, fintanto che l'azienda è in grado di generare un ROI superiore al suo costo del capitale, qualsiasi aumento del fatturato operativo ha un effetto positivo sul valore dell'azienda. La riduzione delle spese di investimento e la razionalizzazione delle operazioni attraverso la cessione di attività rappresentano il terzo modo in cui il denaro viene generato nel processo. Sulla base delle metodologie di creazione di valore descritte sopra, si può rilevare la presenza di una relazione causale tra l'ingresso della PE nel capitale della società target, la creazione di valore e la sovraperformance del target rispetto alle società non partecipate da Private Equity. Questo è uno dei principali argomenti analizzati dagli accademici che studiano l'industria della Private Equity, e questa tesi ha l'obiettivo di analizzare il mercato italiano del PE per ricercare la presenza di queste relazioni. Dalla fine degli anni '80, una vasta quantità di letteratura ha analizzato l'effetto dei leveraged buyout sulle aziende target e la sezione successiva fornisce i risultati delle principali analisi.

2.2 PUBLIC-TO-PRIVATE LEVERAGE BUYOUT

Il lavoro più importante nell'analisi dell'industria delle PE è l'articolo pubblicato da Kaplan nel 1989 dove viene rappresentata la forza dell'effetto dei leveraged buyout dal Pubblico al Privato sulla performance e sulle modalità di creazione del

valore per gli investitori. Viene considerato il primo elaborato in tema di analisi delle operazioni di PE e della creazione di valore in aziende privatizzate e nel tempo è stata sottoposta spesso alla critica accademica e della stampa finanziaria. Le principali critiche mosse contro le operazioni di LBO sono tuttora ampiamente discusse e sono: Le società di Private Equity sono state accusate di praticare l'”asset flipping”, ossia di spogliare le aziende dei loro asset più importanti per ottenere profitti a breve termine, danneggiando così le opportunità a lungo termine; Sono inoltre criticate per l'impatto negativo sia sull'occupazione che sui salari dei dipendenti, attraverso misure di riduzione dei costi e ristrutturazioni; Alcune preoccupazioni riguardano l'aumento delle prestazioni non solo attraverso l'uso di una leva finanziaria elevata, ma anche attraverso l'impiego di holding off-shore al fine di ridurre gli oneri fiscali. Kaplan, con il suo elaborato, è considerato il primo ad aver affrontato il tema e ad aver fornito prove concrete in merito alla veridicità o meno delle precedenti critiche.

Analizzando la performance di 48 target di leveraged buyout pubblico-privato che hanno avuto luogo negli Stati Uniti tra il 1980 e il 1986, Kaplan ha dimostrato che le società target hanno registrato una crescita dell'Ebitda (crescita del 15,6%, 30,7%, 42,0% dall'anno precedente al buyout (T1) al primo (T+1), al secondo (T+2) e al terzo (T+3)) rispettivamente in linea con il settore nei primi anni dopo l'acquisizione (-2,7% a T+1; 0,7% T+2, tassi di crescita corretti per il settore) e in aumento nel terzo (24,1%; T+3), nonostante una minore crescita delle vendite nei

primi due anni successivi alle transazioni (-7,7, -6%, 2,7% variazione delle vendite annuali corretta per il settore rispetto all'anno T-1 all'anno T+1, T+2, T+3; solo i valori T+1 e T+2 significativi a un livello di confidenza dell'1%), il che ha portato alla conclusione che gli obiettivi di leveraged buyout hanno registrato notevoli miglioramenti del margine Ebitda dopo la transazione. Di conseguenza, i dati relativi ai risultati post-buyout hanno mostrato che a differenza da quanto riportato dalla critica, gli obiettivi hanno generato efficienze in termini di costi che non derivavano semplicemente dai licenziamenti del personale, dall'alienazione di attività e dalla conseguente riduzione delle spese. In tema di influenza negativa dei LBO sulla occupazione della aziende target, Kaplan non ha riscontrato nel campione analizzato evidenze di sottoperformance rispetto al settore, dove l'occupazione delle società target è cresciuta anche senza tenere conto dell'effetto del licenziamento dopo l'acquisizione (crescita mediana dell'occupazione dello 0,9% per il primo anno dopo l'operazione con dati sull'occupazione disponibili, -12% crescita corretta per il settore; crescita mediana del 4,9% escludendo le società con cessioni e acquisizioni significative, -6,2% la crescita mediana corretta per l'industria). I risultati di Kaplan sembrano quindi contraddire le argomentazioni a sostegno della riduzione della ricchezza dei dipendenti che viene trasferita agli investitori tramite i licenziamenti. Tuttavia, non vengono analizzate le tendenze sulla variazione dei salari post-buyout, che potrebbe spiegare i miglioramenti in termini di redditività precedentemente descritti.

Altro driver analizzato, oltre all'aumento della redditività, per spiegare il fenomeno del forte aumento dei flussi di cassa netti è il calo delle spese in conto capitale. Dai dati analizzati da Kaplan si può osservare un forte calo in termini assoluti (-21,1%, -2,4%, -6,9% variazione dal tempo T-1 al tempo T+1, T+2, T+3) ma soprattutto se confrontato con l'industria dei target (-35,9%, -32,6%, -64,4%). Minori spese in conto capitale possono effettivamente significare che, al fine di generare più liquidità, i leveraged buyout hanno danneggiato le opportunità di crescita a lungo termine. Tuttavia, le prove raccolte da Kaplan sui rendimenti generati dal fondo di Private Equity su tali operazioni smentiscono tale ipotesi. Infatti, i rendimenti corretti per il mercato sono positivi, il che significa che tali cambiamenti operativi verso una dimensione ottimale hanno generato dei valori economici positivi.

Per riassumere, il lavoro di Kaplan ha messo sotto una luce diversa l'ondata di leveraged buyout degli anni '80, mostrando come i leveraged buyout abbiano generato valore principalmente attraverso l'ingegneria finanziaria e una crescita stabile delle prestazioni operative, della redditività e dell'occupazione piuttosto che dimissioni e gestione mirata del flusso di cassa.

Successivamente alla pubblicazione di Kaplan, molti ricercatori hanno sviluppato ulteriormente il tema, analizzando il settore del PE e in particolare dell'LBO grazie anche al flusso crescente di informazioni derivante dalla grande massa di transazioni avvenute nei successivi periodi. La ricerca si è spostata geograficamente e si è concentrata sull'operazione LBO tra pubblico e privato nei paesi anglosassoni

(Usa e Inghilterra) dove possiamo trovare il più sviluppato mercato dei capitali con la più alta concentrazione di operazioni. Molti di questi studi vanno a confermare i risultati ottenuti da Kaplan nel 1989 osservando che le LBO e in particolare le MBO migliorano le prestazioni delle società target e hanno effetti positivi sulla occupazione e sul lavoro generando effettivo valore dal potenziale inespresso delle imprese target. Davis (2008) analizzando un campione di 3200 leveraged buyout statunitensi tra il 1980 e il 2005, conferma quanto concluso da Kaplan: dopo un leveraged buyout, l'occupazione in azienda cresce moderatamente e a un ritmo inferiore rispetto a quella sperimentata da altre società simili, un trend che però era già stato sperimentato prima dell'operazione. Risultati simili a quelli di Kaplan sono ottenuti per le acquisizioni negli Stati Uniti da Lichtenberg e Siegel (1990), mentre per le acquisizioni nel Regno Unito Amess e Wright (2007) rilevano un modello di crescita dell'occupazione simile con una crescita salariale più lenta dopo l'acquisizione. Le evidenze sembrano quindi coerenti con la tesi secondo cui i leveraged buyout generano valore attraverso l'efficienza operativa senza minacciare l'occupazione né avere un effetto positivo significativo su di essa.

Solo Boucly (2009) nella analisi degli effetti delle acquisizioni sull'occupazione nelle aziende francesi ha riscontrato una maggiore crescita dell'occupazione e dei salari rispetto alle aziende simili negli anni successivi alla transazione. Tuttavia, il loro campione è più recente ed è composto da transazioni private-to-private.

Nonostante come descritto precedentemente gran parte della letteratura concordi sugli effetti positivi dei LBO, studi moderni hanno evidenziato che rispetto alla prima ondata di LBO degli anni '80, i miglioramenti apportati dalle PE alle società target risultano marginali o almeno inferiori da quanto dimostrato precedentemente dalla letteratura.

Choen (2014), sviluppando una analisi su 317 leveraged buyout pubblico-privato avvenuti tra il 1995 e il 2007 negli Stati Uniti, ha riscontrato poche prove concrete che tali operazioni abbiano portato a sostanziali miglioramenti della performance operativa, misurata in termini di ROS e di ROA e confrontati con competitor quotati selezionati. Tuttavia, Cohn riscontra che nei casi in cui sono disponibili dati finanziari nei due anni successivi alla transazione, si osserva un miglioramento significativo nel ROS pre-interesse rispetto ai competitori. Questo miglioramento è evidenziato da una media del 9,0% e una mediana del 4,1%. Un altro risultato interessante è che i modelli di crescita in termini di attività totali e vendite non sono chiari come in studi precedenti. Contrariamente alle aspettative, gli obiettivi di LBO non riducono sistematicamente sia le attività che le vendite, suggerendo che non seguono la stessa strategia di disinvestimento e riduzione delle spese di quelli della prima ondata di LBO. Infine, l'analisi evidenzia la persistenza di un'elevata leva finanziaria nei periodi successivi all'operazione di buyout. Questo risultato è sorprendente poiché solleva interrogativi sul motivo per cui le aziende target non hanno aumentato la leva finanziaria prima dell'accordo e sono rimaste pubbliche.

Cohn propone l'ipotesi che le società di Private Equity possano aumentare la capacità di indebitamento delle aziende target riducendo il rischio di difficoltà finanziarie. In pratica, sembra che le società di Private Equity siano disposte a iniettare nuovo capitale nelle aziende con carenze di free cash flow. L'evidenza conferma questa idea, poiché le società di Private Equity contribuiscono in media all'8,55% e al 2,66% del valore delle transazioni nel primo e secondo anno dopo l'acquisizione, con un impatto più significativo per le società con carenze di free cash flow. Guo (2011) ha ottenuto risultati simili per quanto riguarda i miglioramenti operativi. Nel suo studio, basato su un campione di 94 leveraged buyout pubblico-privato negli Stati Uniti tra il 1990 e il 2006, ha osservato che i guadagni nella performance operativa, misurati attraverso il ROS (Ebitda/Vendite) e il flusso di cassa netto in rapporto alle vendite, erano paragonabili o leggermente superiori a quelli osservati nel loro settore o in società simili. Tuttavia, questi miglioramenti non raggiungevano mai l'entità di quelli osservati durante gli accordi negli anni '80.

Come precedentemente evidenziato, le metodologie utilizzate per la creazione di valore possono variare notevolmente non solo tra specifiche operazioni di Private Equity, come il buyout o l'espansione, ma anche tra società coinvolte nello stesso tipo di operazione. Un punto cruciale da considerare per fornire un quadro completo degli effetti dei PE buyout è che gran parte della letteratura empirica precedentemente menzionata che valuta l'effetto del PE sulla performance delle

imprese si concentra sullo studio dei leveraged buyout pubblico-privato nei paesi anglosassoni. Questo porta a una relativa mancanza di prove empiriche, sia negli anni passati che in quelli più recenti, riguardo all'effetto dei leveraged buyout (o dell'ingresso degli investitori di Private Equity in generale) sulla creazione di valore nelle transazioni private nei paesi dell'Europa occidentale.

Colmare questa lacuna nella ricerca empirica è fondamentale poiché la maggior parte delle transazioni di Private Equity nell'Europa continentale non è costituita da leveraged buyout public-to-private, bensì da transazioni private-to-private.

2.3 PRIVATE-TO-PRIVATE LEVERAGE BUYOUT

L'analisi delle acquisizioni da privato a privato rispetto a quelle da pubblico a privato richiede una considerazione separata, poiché sono guidate da diverse forze economiche. Le società private, con la loro struttura proprietaria concentrata e la sovrapposizione tra proprietà e gestione, di solito non sperimentano i costi di agenzia di free cash flow associati alle società pubbliche, che rappresentano uno dei vantaggi chiave dei leveraged buyout public-to-private.

La sovrapposizione tra proprietà e gestione nelle società private non supporta l'ipotesi del vantaggio informativo del trasferimento di ricchezza dagli azionisti ai manager e alle società di Private Equity. Inoltre, la concentrazione delle strutture proprietarie, spesso presente nelle imprese private, come le familiari, porta a

obiettivi non solo economici ma anche alla preservazione del patrimonio nel tempo. Ciò può limitare la disponibilità delle società private a sfruttare opportunità di crescita più rischiose.

Nel contesto delle imprese private, le società di Private Equity possono svolgere un ruolo significativo. In primo luogo, le imprese private potrebbero subinvestire, evitando opportunità di crescita più rischiose. Attraverso un buyout, le società di Private Equity possono ridurre l'impegno finanziario dei proprietari, favorendo una gestione più professionale e preparando la vendita totale o parziale prima del pensionamento o in mancanza di un successore interno.

In secondo luogo, le imprese private, a causa delle asimmetrie informative, potrebbero avere minori opportunità di accesso alle risorse esterne per finanziare i loro investimenti. Le società di Private Equity, con il loro processo di due diligence e la credibilità nei mercati finanziari, possono mitigare questi vincoli finanziari, facilitando le risorse necessarie per la crescita. Questo può essere particolarmente rilevante per le imprese private con minore credibilità.

In sintesi, le transazioni private-to-private sono guidate da dinamiche diverse rispetto a quelle public-to-private. La concentrazione delle proprietà, gli obiettivi non esclusivamente economici dei proprietari e le asimmetrie informative rendono le società di Private Equity attori chiave nell'agevolare la crescita e mitigare i vincoli finanziari nelle imprese private.

Su tale tema si sono espressi due recenti lavori (Boucly, 2011; Chung, 2011) che analizzano l'effetto dei leveraged buyout nelle transazioni private-to-private. Boucly analizza 839 buyout di società francesi realizzati tra il 1994 e il 2004, mentre Chung analizza 1009 buyout (88% private-to-private, 12% public-to-private) avvenuti tra il 1997 e il 2006 nel Regno Unito. In entrambi i casi, le società target registrano grandi incrementi delle vendite, del numero di dipendenti e delle spese in conto capitale, situazione che troviamo differente per le operazioni pubblico-privato.

Le aziende target analizzate da Boucly hanno mostrato un aumento significativo delle vendite, con un incremento del 12% rispetto ai loro concorrenti nei tre anni successivi alla transazione e un miglioramento della redditività, misurato come aumento del ROA di circa 4 punti percentuali che è perdurato dall'anno successivo l'operazione. Questo modello positivo si riflette anche nelle spese in conto capitale, che hanno registrato una crescita superiore al 30% rispetto ai concorrenti nei primi tre anni dopo il buyout, aumentando oltre il 40% nel quarto anno. Parallelamente, le società target hanno sperimentato una crescita progressiva dell'occupazione, con un aumento dell'18% nel quarto anno successivo all'operazione.

Oltre a valutare la performance operativa, l'ipotesi chiave avanzata da Boucly suggerisce che i fondi di Private Equity si rivolgano a imprese sottosviluppate, caratterizzate da vincoli di credito, per aiutarle a sbloccare il loro potenziale di crescita attraverso la mitigazione di tali vincoli.

L'utilizzo di misure a livello di settore per valutare la dipendenza delle imprese dalla finanza esterna ha evidenziato che la crescita post-buyout, l'incremento della leva finanziaria e delle spese in conto capitale sono più pronunciati nelle imprese private operanti in settori fortemente dipendenti dal finanziamento esterno. Questa relazione non è però significativa nelle acquisizioni secondarie, pubbliche, private o divisionali. I risultati supportano l'ipotesi che le società pubbliche, le divisioni di aziende più grandi o quelle che hanno già subito un buyout da parte di Private Equity, non traggano beneficio dall'allentamento dei vincoli di credito successivo al buyout.

Chung ha ottenuto risultati analoghi a quelli di Boucly: le imprese private soggette ad acquisizioni da parte di Private Equity mostrano significativi aumenti nelle attività totali, nelle vendite e nelle immobilizzazioni tangibili rispetto al loro settore e ai loro omologhi nei periodi successivi all'operazione. Tuttavia, i dati sull'occupazione suggeriscono che, sebbene ci sia un aumento significativo del numero di dipendenti dopo la transazione, il salario per dipendente, corretto per settore, diminuisce. Un elemento distintivo rispetto agli studi precedenti è che, nonostante la crescita, i margini non registrano miglioramenti. Analogamente a Boucly, Chung mette in discussione l'ipotesi che la crescita successiva all'acquisizione da parte di Private Equity sia favorita dall'allentamento dei vincoli di credito e di investimento. Tuttavia, utilizzando metodologie diverse Chung non riesce a ottenere risultati statisticamente significativi.

CAPITOLO 3: IPOTESI E DESCRIZIONE DEI DATI ALLA BASE DELL'ANALISI

3.1 IPOTESI DELL'ANALISI

Dalle evidenze riscontrate dalla letteratura accademica precedentemente citata e in particolare i lavori di Boucly (2011) e Chung (2011) sulle transazioni private-to-private, la seguente analisi si sostanzia dalla verifica delle seguenti ipotesi:

H1) Le imprese sostenute da Private Equity mostrano una crescita più marcata rispetto alle loro controparti nei periodi successivi all'acquisizione.

L'obiettivo dell'ipotesi è quella di esaminare se l'aspetto legato all'ingegneria operativa nel processo di creazione del valore conduca a sovraperformance statisticamente significative rispetto alle aziende simili e contribuisca a comprendere il ruolo del Private Equity nel superare i vincoli di credito che limitano le opportunità di sviluppo.

H2) I modelli di crescita successivi all'operazione dipendono dalla natura dell'acquisizione, che sia un Acquisto Secondario (SBO) o un Investimento Iniziale (IBO).

Le diverse possibilità di crescita possono essere interpretate come evidenza che i meccanismi di creazione di valore possono manifestarsi in forme e tempi variabili a seconda della presenza pregressa di una società di Private Equity nella struttura proprietaria. Le aziende soggette a secondary buyout potrebbero già beneficiare di una struttura organizzativa e di governance predisposta per ottenere vantaggi immediati dall'acquisizione. In contrasto, le imprese che vivono un buyout per la prima volta potrebbero richiedere un periodo più lungo per sviluppare la giusta struttura organizzativa e di governance.

H3) Le imprese sostenute da Private Equity mostrano miglioramenti nella redditività successivamente all'operazione.

L'obiettivo di questa ipotesi è esaminare se la partecipazione di una società di Private Equity abbia un impatto diretto sulla redditività, come sostiene la maggior parte della letteratura, oppure se tale effetto non sia così significativo come precedentemente stimato.

H4) Gli impatti del Private Equity sulla crescita si concentrano su società che presentano vincoli di credito.

Per l'ipotesi utilizzo il rapporto tra investimenti e flusso di cassa come proxy per i vincoli di credito di ciascuna società e analizzo se le aziende che affrontano maggiori restrizioni creditizie sperimentano una crescita più marcata negli anni successivi al buyout.

H5) La crescita complessiva degli attivi e delle immobilizzazioni delle imprese sostenute da Private Equity supera quella delle loro controparti.

Verifico l'ipotesi che negli anni successivi al buyout, le aziende target registino una crescita maggiore sia nel totale dell'attivo che nelle immobilizzazioni, utilizzate come proxy degli investimenti in quel periodo.

H6) L'occupazione nelle aziende sponsorizzate da Private Equity cresce più rapidamente rispetto alle aziende concorrenti.

L'obiettivo di questo test è fornire ulteriori prove che la proprietà di Private Equity abbia un impatto positivo sull'occupazione, come dimostrato da Boucly (2011), e può rappresentare una conferma aggiuntiva che le società target aumentano gli investimenti dopo le acquisizioni.

3.2 DESCRIZIONE DELLE FONTI E DEL METODO DI SELEZIONE DEL CAMPIONE

Le fonti di dati utilizzate nell'analisi empirica sono principalmente due: i report annuali di Private Equity Monitor e il database Aida di BureauVanDijk

La prima fonte fornisce dati riguardanti le transazioni che coinvolgono imprese private italiane nel periodo dal 2000 a oggi. Le operazioni sono categorizzate in base a due principali caratteristiche: la fase di investimento (Buyout, Expansion, Turnover, Replacement e Other) e l'origine dell'operazione (Secondary Buyout, Local Partner, Foreign Partner, Family & Private, Public to Private). Questa fonte viene utilizzata per identificare tutte le transazioni avvenute dal 2014 al 2019.

La seconda fonte è il data base Aida, sviluppato da BureauVanDijk, che raccoglie informazioni complete sulle società di capitali in Italia, con uno storico fino a dieci anni. Consente di ricercare singole società, società con profili simili e di eseguire analisi dettagliate.

Dal database Aida sono state raccolti i dati dei bilanci e altre informazioni non finanziarie per un campione di 102340 aziende dall'anno 2013 al 2022. I criteri adottati per la selezione del campione di imprese target e di controllo sono i seguenti:

1. La società deve avere sede in Italia.
2. La società deve avere almeno 1 dipendente durante il periodo di studio

3. La società deve avere almeno 5'000'000,00 € di ricavi operativi in uno degli anni in analisi.

Per ogni azienda ottenuta dal database Aida, ho raccolto i seguenti dati finanziari e non finanziari:

- Finanziari: Ricavi – Totale Attivo – Totale immobilizzazioni – EBITDA Margin – ROA – ROI – ROS – ROE – Numero Dipendenti
- Non finanziari: Ragione Sociale – Provincia – Sede Legale – Forma Giuridica – Codice Fiscale – Partita Iva – Ateco 2007 – Ateco Descrizione

3.3 SELEZIONE DELLE SOCIETÀ TARGET

Il campione per l'analisi è stato costruito considerando le operazioni di buyout avvenute tra il 2013 e il 2021, classificate come tali nel Rapporto PEM di Private Equity Monitor. Al fine di garantire almeno 2 anni di dati finanziari prima e dopo ciascuna operazione e allinearsi con le informazioni fornite dal database Aida, è stata scelta una finestra temporale più specifica, compresa tra il 2014 e il 2019.

Inizialmente, il campione includeva 577 operazioni di buyout, ma per concentrarsi esclusivamente sulle operazioni private-to-private, sono state eliminate tutte le transazioni da pubblico a privato, riducendo così il campione a 516 operazioni. Successivamente, è stato effettuato un passo ulteriore per cercare corrispondenze tra le informazioni sulle società coinvolte nelle operazioni di buyout del campione

e il database costruito con i dati Aida. Questo ulteriore passaggio ha ulteriormente ridotto il campione a 336 transazioni.

Infine, dopo aver eseguito tali procedure di selezione, sono state identificate 218 transazioni che presentano dati finanziari di almeno un anno prima e due anni dopo l'operazione, costituendo così il campione finale per l'analisi.

Ogni operazione del campione è stata poi classificata come secondary buyout o initial buyout, al fine di tenere conto della presenza di un investitore PE negli anni che hanno preceduto l'operazione.

3.4 IL GRUPPO DI CONTROLLO

Per ogni singolo elemento del campione sono state poi ricercate minimo due aziende nella banca dati Aida che presentano lo stesso codice ATECO.

L'utilizzo del codice ATECO consente di selezionare come imprese di controllo solo quelle che operano nello stesso settore dell'impresa oggetto dell'acquisizione e che dovrebbero pertanto essere soggette agli stessi fattori concorrenziali esterni.

Per migliorare la modalità di scelta sono state poi selezionate solo quelle aziende che soddisfano i seguenti criteri nell'anno precedente l'acquisizione:

1. Δ Ricavi operativi $< \pm 35\%$
2. Δ Totale attivo $< \pm 35\%$
3. Δ Ebitda Margin $< \pm 10\%$

I Δ Ricavi operativi e il Δ Totale attivo sono calcolati come differenza percentuale tra i ricavi operativi della società di controllo e dell'obiettivo nell'anno precedente l'acquisizione e come differenza percentuale tra le attività totali della società di controllo e dell'obiettivo nell'anno precedente l'acquisizione come segue:

$$\Delta \text{Operating Revenue} = \frac{\text{Operating Revenue}_{\text{Control},T-1}}{\text{Operating Revenue}_{\text{Target},T-1}} - 1$$

$$\Delta \text{Total Assets} = \frac{\text{Total Assets}_{\text{Control},T-1}}{\text{Total Assets}_{\text{Target},T-1}} - 1$$

Mentre il margine Δ Ebitda è calcolato come la differenza tra i margini della società di controllo e quelli del target nell'anno precedente l'acquisizione come segue:

$$\Delta \text{Ebitda Margin} = \text{Ebitda Margin}_{\text{Control},T-1} - \text{Ebitda Margin}_{\text{Target},T-1}$$

In caso di presenza di più di due aziende che soddisfano i criteri di selezione, la prima fase consiste nell'escludere inizialmente quelle che presentano lacune nelle informazioni, specialmente se tali informazioni sono considerate fondamentali per l'analisi.

Successivamente, se persistono più di due aziende nel campione, si procede a selezionare le due che minimizzano il seguente valore:

$$\begin{aligned} &|\Delta\text{Ebitda Margin}| \\ &+|\Delta\text{Operating Revenue}| \\ &+|\Delta\text{Total Assets}| \end{aligned}$$

Nel caso in cui non siano disponibili almeno due società che soddisfano i criteri precedentemente definiti, l'analisi si estende alle società che condividono le prime cinque cifre del Codice ATECO e rispettano gli stessi quattro criteri iniziali. Questa estensione è finalizzata a colmare eventuali vuoti nel campione.

Se la ricerca ha successo, si replica la stessa procedura applicata alle società del gruppo di controllo originario che condividono tutte le cifre del Codice ATECO. In caso contrario, si ripete la procedura per le società che condividono le prime quattro cifre della Codice ATECO. Se, nonostante queste iterazioni, non si trova almeno un comparabile che condivida le prime quattro cifre del Codice ATECO e che disponga di dati sufficienti, il bersaglio viene escluso dal campione.

La selezione di questi criteri è giustificata dalla necessità di individuare società di controllo che operino nello stesso settore e che presentino misure dimensionali e di redditività simili. Tuttavia, è importante riconoscere che le acquisizioni sono eventi endogeni influenzati da questioni non completamente controllabili solo attraverso dati finanziari. Di conseguenza, i risultati ottenuti possono essere soggetti a potenziali bias di endogeneità, e pertanto è più accurato interpretarli come descrittivi piuttosto che strettamente causali.

Utilizzando la metodologia descritta, ho selezionato un campione target di buyout composto da 140 operazioni, rappresentanti in totale il 25% delle transazioni del periodo preso in considerazione. Il gruppo di controllo scelto è composto da 280 aziende, 2 associate a ciascuna delle 140 aziende target. Tra le 140 transazioni individuate come target vengono individuati 19 secondary buyout, di cui 2 nel periodo scelto sono state soggette ad un buyout iniziale e ad un secondary buyout.

A fine di procedere con l'analisi temporale, è assegnato l'anno del buyout come anno 0 (T), mentre gli anni precedenti e successivi al buyout sono stati indicati rispettivamente come anno $-X$ (T-X) e $+Y$ (T+Y). Le statistiche descrittive delle principali variabili analizzate al tempo T-1 sono riportate nella tabella seguente.

Tabella 1: Valori medi per le società target, il gruppo di controllo e il totale campione al tempo T-1.

	Target	Controllo	Totale	Δ Target %
Ricavi operativi*	31.998	32.421	32.210	-1.31%
Totale Attività*	28.980	29.692	29.336	-2.40%
Totale Immobilizzazioni*	10.241	9.159	9.700	11.97%
N. Dipendenti	110	108	109	1.95%
Margine Ebitda	14.10%	11.43%	12.76%	23.35%

*Importi in migliaia di euro.

I risultati di questa selezione evidenziano una tendenza in cui, in media, gli obiettivi presentano dimensioni leggermente inferiori in termini di ricavi e attivo. Tuttavia,

è importante notare una notevole differenza in termini di EBITDA Margin, che registra un aumento significativo di oltre il 20% nelle performance.

CAPITOLO 4: ANALISI

4.1 IPOTESI 1: CRESCITA DEI RICAVI SUCCESSIVAMENTE AD UN BUYOUT

Inizio conducendo un'analisi di regressione al fine di valutare se le disparità nei ricavi operativi medi tra le società identificate come target di buyout e quelle designate come società di controllo nell'anno precedente all'acquisizione siano statisticamente significative e giustifichino un'attenzione ulteriore. Le regressioni sono basate su una variabile dummy che assume il valore di 1 se l'azienda è un obiettivo di buyout e 0 se è una società di controllo, indipendentemente dalla natura specifica del buyout (iniziale o secondario). I risultati indicano che, in media, le società oggetto di buyout presentano ricavi operativi inferiori rispetto alle società di controllo nell'anno precedente all'acquisizione. Tuttavia, è rilevante notare che tale differenza non raggiunge un livello di significatività statistica, sia considerando l'intero campione di società, sia escludendo il primo e il decimo percentile.

Tabella 2: Regressione sui ricavi operativi pre-buyout per le società target e di controllo.

VARIABILI € Miglialia	(T-1) Ricavi operativi	(T-1) Ricavi operativi (p10-p90)
Buyout	-241	-521
Errore standard	3,009	1,619
Intercetta	32,421***	27,050***
Errore standard	1,737	944

Osservazioni	414	329
R-quadro	0.0016%	0.0016%

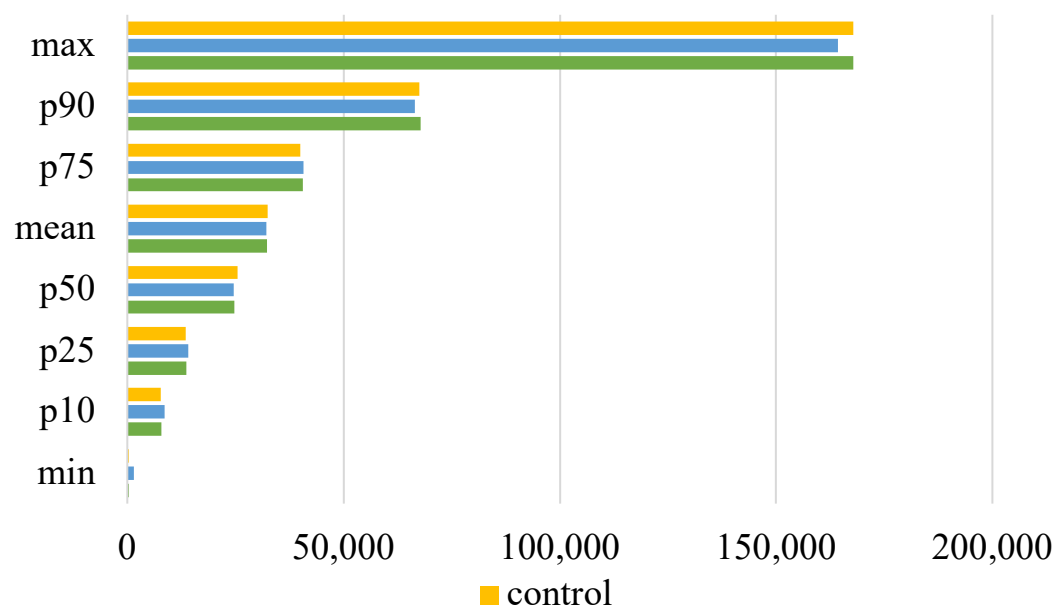
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nella seguente tabella e nel seguente grafico vengono riportati i dati descrittivi dei ricavi operativi delle imprese target, del gruppo di controllo e il loro totale.

Tabella 3: Distribuzione dei ricavi operativi per aziende target e per le imprese di controllo.

	min	p10	p25	p50	mean	p75	p90	max
total	350	7,951	13,655	24,786	32,341	40,548	67,851	167,857
target	1,470	8,645	14,067	24,671	32,181	40,712	66,547	164,313
control	350	7,778	13,487	25,420	32,421	40,029	67,482	167,857

Grafico 1: Distribuzione dei ricavi operativi per aziende target e per le imprese di controllo.



Analisi pre-buyout:

Proseguiamo l'analisi andando a verificare la presenza di differenze nella crescita dei ricavi negli anni precedenti l'acquisizione, eseguendo regressioni sui tassi di crescita annuali dei ricavi operativi (prev1y) e dei tassi di crescita annuali composti (prevcagr2y, prevcagr3y) sulla dummy descritta precedentemente per gli anni T-1, T-2 e T-3.

Tabella 4: Performance pre-buyout delle imprese target e dei gruppi di controllo.

	(T-1)	(T-1)	(T-1)	(T-2)	(T-3)
VARIABILI	prev1y	prevcagr2y	prevcagr3y	prev1y	prev1y
Buyout	0.0198	0.0216	0.0141	-0.1020	-0.0597
Errore standard	0.0222	0.0159	0.0883	0.0883	0.0767
Intercetta	0.0367***	-0.0107	0.0298***	0.2174***	0.1817***
Errore standard	0.0128	0.0092	0.0080	0.0511	0.0448
Osservazioni	411	408	397	391	341
R-quadro	0.0020	0.0045	0.0027	0.0034	0.0018

I risultati della regressione sui tassi di crescita dei ricavi operativi antecedenti il buyout non mostrano differenze significative (variazioni tra l'1% e il 2%) tra le società target e il gruppo di controllo: le regressioni sul CAGR 3 anni e sul CAGR a 2 anni e il tasso di crescita a 1 anno a T-1 non mostrano coefficienti di buyout significativi al contrario dell'intercetta. Dalla regressione dei tassi di crescita annuali a T-2 e T-3 possiamo invece notare una crescita inferiore dei target rispetto ai diretti opposti del gruppo di controllo ma con valori che non risultano

significativi. Di conseguenza, sulla base di queste evidenze si può concludere che il pattern di sviluppo delle imprese target e del gruppo di controllo non presenta differenze significative negli anni antecedenti all'acquisizione.

Analisi post-buyout:

Analogamente alla precedente analisi per testare l'influenza dei buyout di PE, eseguiamo regressioni sui tassi di crescita annuali composti per gli anni, T+3 e T+2.

Tabella 5: Regressione dei ricavi operativi 3ycagr e 2ycagr dopo l'acquisizione.

VARIABILI	(T+2) prevcagr3y	(T+3) prevcagr3y	(T+3) prevcagr2y
Buyout	0.0208*	0.0265*	0.0236*
Errore standard	0.0209	0.0168	0.0229
Intercetta	0.0515***	0.0455***	0.0845***
Errore standard	0.0123	0.0097	0.0132
Osservazioni	397	385	385
R-quadro	0.0025	0.0065	0.0028

Si possono evidenziare le seguenti evidenze:

- Le imprese sostenute da Private Equity hanno manifestato un tasso di crescita superiore rispetto alle società di controllo nel periodo (T-1; T+2). L'impatto dell'operazione di acquisizione sui ricavi operativi, con un tasso di crescita annuale composto (CAGR) di 2,08% nei tre anni, risulta statisticamente significativo al 10% di livello di confidenza.

- Questa crescita viene confermata anche durante gli altri due periodi analizzati (T; T+3) e (T+1; T+3). Infatti, sia nei tre anni successivi all'acquisizione e nel periodo compreso tra T+1 e T+3, le società soggette ad un buyout hanno registrato rispettivamente un CAGR superiore del 2,65% e del 2,36% rispetto ai loro pari.

Questo risultato finale conferma che gli incrementi nei tassi di crescita si traducono in effetti positivi negli anni successivi all'acquisizione, sottolineando che le performance post-buyout non sono semplicemente il risultato di un aumento a breve termine nel periodo immediatamente successivi all'operazione.

Analisi dei tassi di crescita annuali:

Con l'obiettivo di identificare gli anni in cui si concentrano la sovraperformance e la crescita, procedo con l'esecuzione di regressioni sui tassi di crescita annuale nei periodi successivi all'operazione (T; T+1; T+2; T+3).

Tabella 6: regressione sui tassi di crescita annuali delle imprese target e del gruppo di controllo.

	(T)	(T+1)	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	prevly	prevly	prevly	prevly
Buyout	0.0198*	0.0194	-0.0115	0.0634*
Errore standard	0.0222	0.0254	0.0356	0.0421
Intercetta	0.0367***	0.0112	0.1069***	0.1095***
Errore standard	0.0128	0.0148	0.0209	0.0242
Osservazioni	411	408	397	384

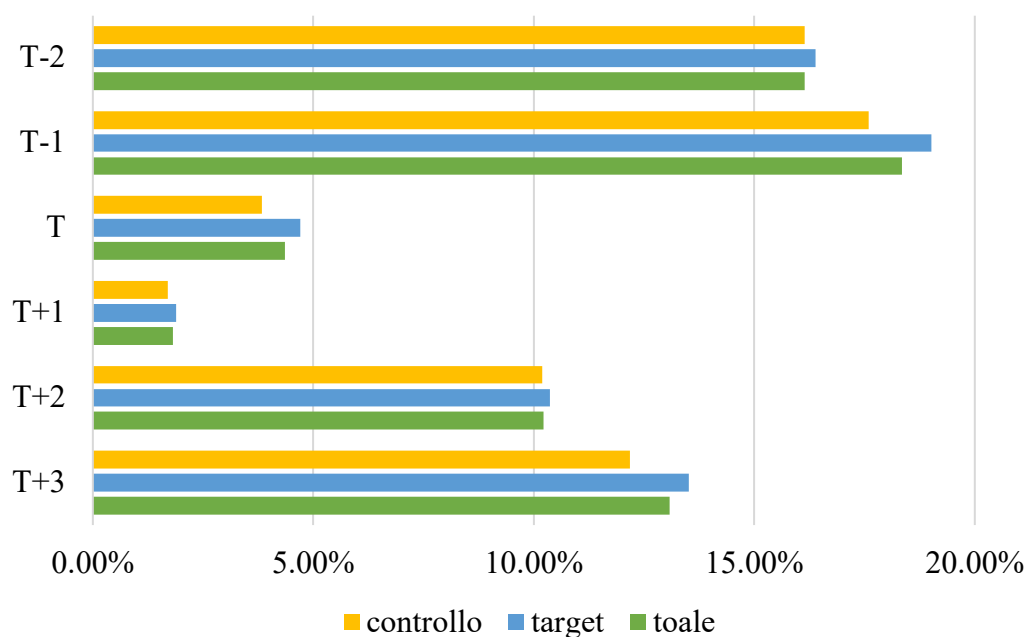
R-quadro	0.0020	0.0014	0.0003	0.0059
----------	--------	--------	--------	--------

I risultati evidenziano che i coefficienti associati all'acquisizione mantengono un valore positivo in tutto il periodo post-buyout tranne che in T+2 e raggiungono significatività statistica solo negli anni T e T+3. Sono, infatti, questi ultimi ad essere contraddistinti da tassi di crescita annuale più elevati pari 1.98% epr il T+1 e 6,4% per il T+3. Di seguito, sono riportati i tassi di crescita medi annuali delle imprese target e di controllo.

Tabella 7: Tasso di crescita annuo medio dei ricavi operativi da T-3 a T+3.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Toale	13.05%	10.29%	1.78%	4.34%	18.33%	16.14%
Target	13.05%	8.54%	2.16%	4.80%	17.79%	16.12%
Controllo	11.94%	10.51%	1.82%	4.44%	18.22%	16.14%

Grafico 2: Tasso di crescita annuo medio dei ricavi operativi da T-3 a T+3.



L'evidenza sembra indicare che le imprese partecipate da Private Equity hanno superato in performance le loro controparti negli anni successivi all'acquisizione. Questi risultati sono in linea con quelli osservati da Boucly (2011) e Chung (2011). Tuttavia, è importante notare che i tassi di crescita sono stati soggetti a notevole volatilità nel corso degli anni considerati, e le regressioni non rivelano costanti o coefficienti di buyout significativi per tutti gli anni analizzati.

Per esaminare più approfonditamente la sovraperformance degli obiettivi, adotto una metodologia simile a quella utilizzata da Boucly et al. (2011), calcolando la crescita percentuale annua in eccesso delle aziende sponsorizzate da Private Equity rispetto ai loro omologhi:

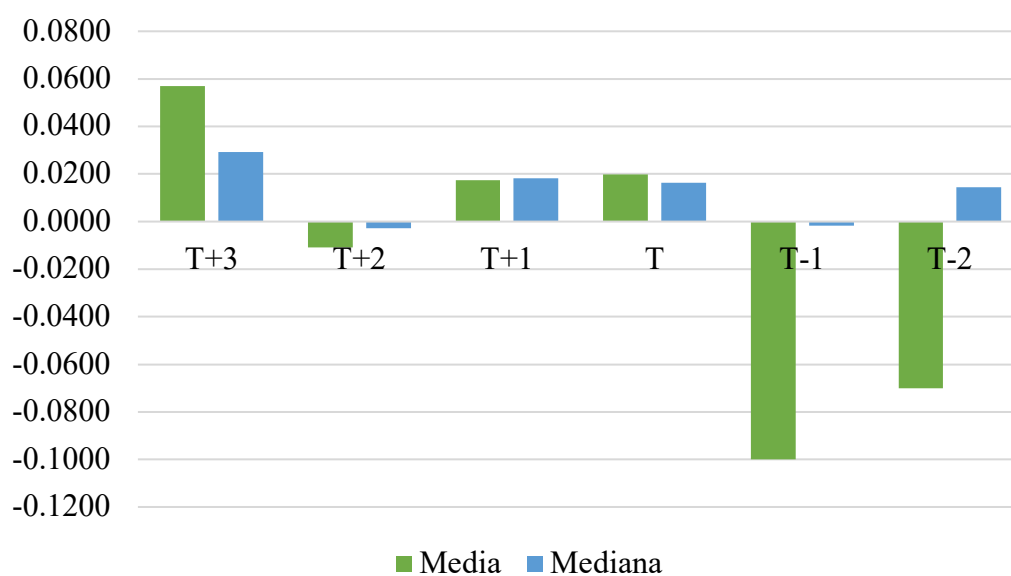
$$\begin{aligned}
 & \textit{ExcessOperatingRevenue1YGrowth} \\
 & = \textit{OperatingRevenue1YGrowth}_{\textit{Target},T\pm X} \\
 & - \textit{OperatingRevenue1YGrowth}_{\textit{Control},T\pm X}
 \end{aligned}$$

I test t di Student calcolati per ciascun anno del periodo campione sono stati utilizzati per testare le proprietà statistiche dei tassi di crescita in eccesso. I risultati stimati confermano l'assenza di significatività nella performance nei periodi antecedenti e successivi all'acquisizione. Tuttavia, rivelano che le società target hanno sovraperformato i loro omologhi negli anni successivi all'operazione, ad eccezione del periodo T+2.

Tabella 8: Risultati dei test di Student sulla crescita annua dei ricavi operativi in eccesso.

VARIABILE	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Media	0.0568	-0.0109	0.0173	0.0198	-0.0999	-0.0701
Mediana	0.0292	-0.0029	0.0181	0.0164	-0.0016	0.0144
P value	0.0573	0.3268	0.1909	0.0937	0.0564	0.3236
Osservazione	241	262	274	277	262	213

Grafico 4: Crescita media e mediana annua dei ricavi operativi in eccesso.



Nonostante ciò, l'ipotesi 1 non può essere respinta perché in media, i target di buyout registrano una crescita dei ricavi operativi negli anni successivi l'acquisizione e sovraperformano i loro omologhi in quasi tutto il periodo dell'analisi.

4.2 IPOTESI 2: CRESCITA SUCCESSIVA AD UN SECONDARY BUYOUT (SBO) E/O UN BUYOUT INIZIALE (IBO).

Esaminiamo ora l'ipotesi 2 focalizzandoci sui tassi di crescita annuali che differenziano l'analisi tra il buyout iniziale e quello secondario. Introduco una variabile fittizia denominata "SBO" che assume il valore di 1 per identificare i buyout secondari e 0 per identificare i buyout iniziali (IBO).

Dai dati riportati nelle tabelle sottostanti emerge inequivocabilmente la presenza di differenze sostanziali nelle performance sia nei periodi antecedenti che successivi all'operazione di buyout. Tuttavia, è degno di nota che ambedue i gruppi di società target manifestano una crescita costante e positiva nel corso dell'intero arco temporale considerato. Nella fase pre-buyout, si evidenzia una performance superiore da parte degli IBO, caratterizzata da tassi di crescita che risultano essere il doppio di quelli registrati per i corrispondenti SBO.

Un'analisi più approfondita delle performance post-buyout mette in luce una significativa disparità nei modelli di crescita adottati dai due gruppi, con tassi medi differenziali di circa 300 punti base, a favore degli IBO. Le acquisizioni secondarie mostrano un incremento più marcato solamente nel primo anno, stabilizzandosi successivamente al periodo T+3. In contrasto, i buyout iniziali sembrano inizialmente affrontare difficoltà nella fase di crescita, ma tale sottoperformance viene successivamente superata nei successivi anni, culminando con un tasso di crescita degli IBO che supera di quasi 300 punti base il valore registrato per le SBO

al momento T+3. Di seguito sono riportati i valori medi e mediani di crescita annua dei ricavi operativi per i due gruppi.

Tabella 9: Crescita media annua dei ricavi operativi nelle acquisizioni iniziali.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
IBO	18.20%	10.39%	2.32%	5.17%	12.17%	11.91%
Controllo	10.24%	9.04%	1.79%	4.48%	22.27%	18.72%

Grafico 3: Crescita media annua dei ricavi operativi nelle acquisizioni iniziali.

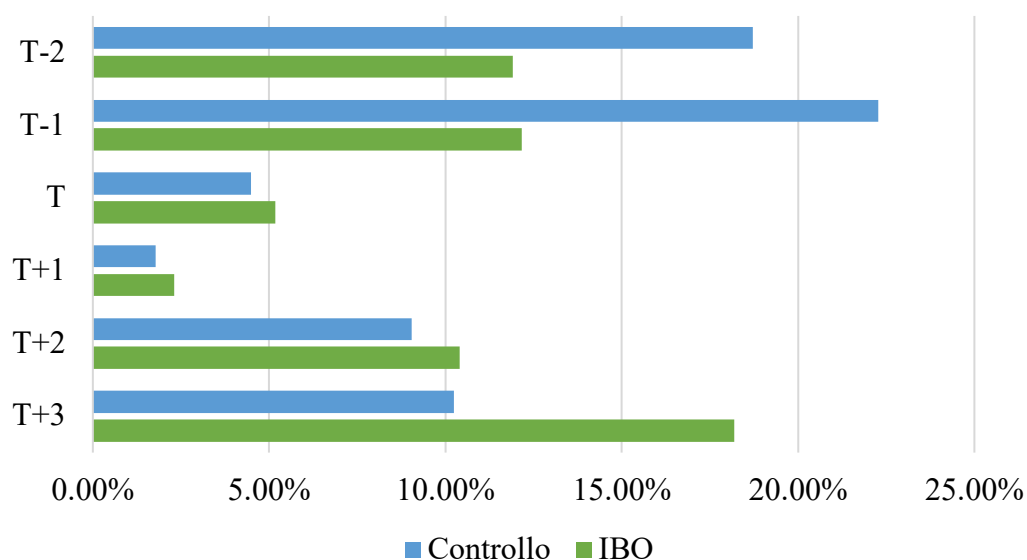


Tabella 10: Crescita annua mediana dei ricavi operativi nelle acquisizioni iniziali

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
IBO	11.92%	7.25%	2.44%	4.63%	9.32%	8.73%
Controllo	8.80%	5.76%	0.72%	4.25%	6.91%	7.52%

Grafico 4: Crescita annua mediana dei ricavi operativi nelle acquisizioni iniziali

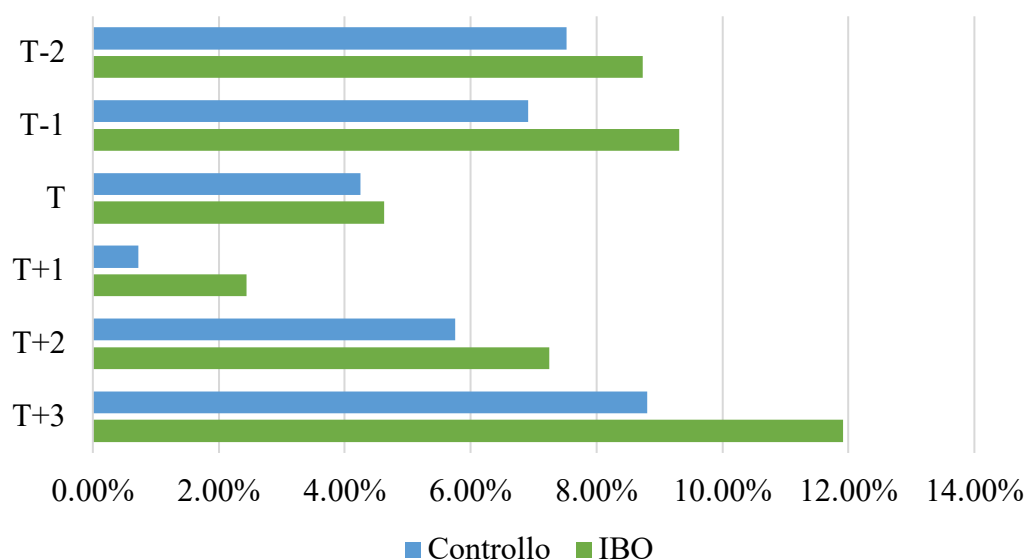


Tabella 11: Crescita media annua dei ricavi operativi nelle acquisizioni secondarie

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
SBO	10.25%	5.48%	7.91%	8.30%	6.15%	13.75%
Controllo	17.42%	23.42%	-3.73%	-0.57%	15.90%	14.12%

Figura 5: Crescita media annua dei ricavi operativi nelle acquisizioni secondarie

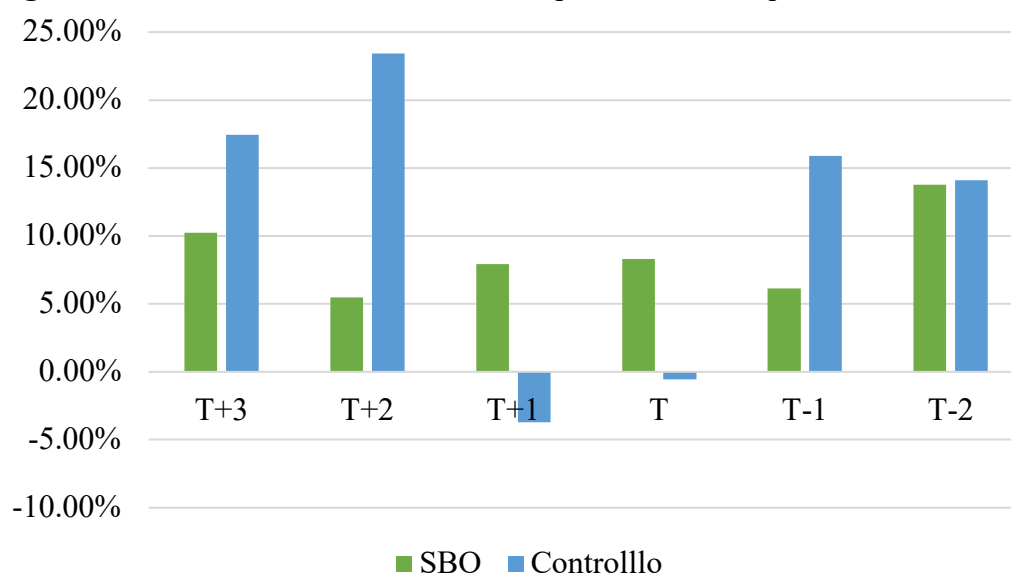
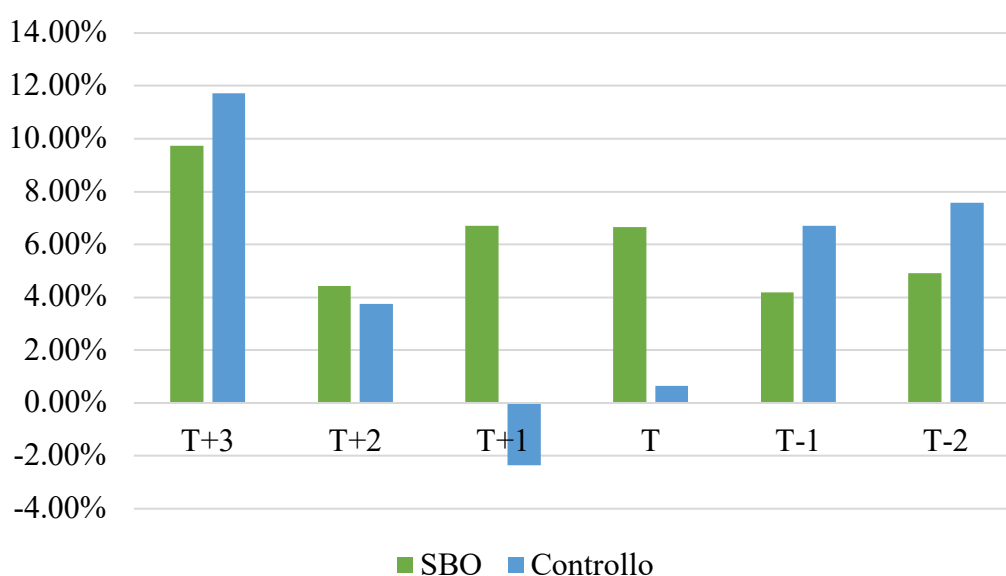


Tabella 12: Crescita annua mediana dei ricavi operativi nelle acquisizioni secondarie.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
SBO	9.72%	4.44%	6.70%	6.65%	4.18%	4.91%
Controllo	11.71%	3.74%	-2.36%	0.66%	6.71%	7.59%

Grafico 6: Crescita annua mediana dei ricavi operativi nelle acquisizioni secondarie



Andamento pre-buyout:

Al fine di approfondire l'analisi delle disparità nei modelli di crescita, ho replicato la procedura adottata per verificare l'ipotesi 1 attraverso l'esecuzione di due regressioni separate. Nella prima regressione, ho impiegato la variabile dummy dell'ipotesi 1 come predittore per la variazione annuale, nonché il CAGR a 2 e 3 anni delle vendite nel periodo T.

Successivamente, ho esteso la regressione concentrandola esclusivamente sugli obiettivi di buyout secondari, mantenendo inalterato l'approccio metodologico. Tale metodologia mi ha consentito di esplorare se una specifica performance fosse associata non solo al buyout in sé, ma anche ai buyout secondari. Tuttavia, i risultati ottenuti rivelano l'assenza di significatività nei tassi di crescita al tempo T tra le imprese oggetto di buyout e quelle del gruppo di controllo, così come tra gli obiettivi di buyout secondari e le aziende del gruppo di controllo correlate.

Tabella 13a: Regressione della crescita dei ricavi operativi per buyout prima dell'operazione.

	T	T	T
VARIABILI	prev1y	prevcagr2y	prevcagr3y
Buyout	0.0181	-0.0108	0.0033
Errore standard	0.0219	0.0268	0.0180
Intercetta	0.0379***	0.0876***	0.0860***
Errore standard	0.0127	0.0155	0.0105
Osservazioni	416	392	343
R-quadro	0.0016	0.0004	0.0001

Tabella 13b: Regressione della crescita dei ricavi operativi per SBO prima dell'operazione.

	T	T	T
VARIABILI	prev1y	prevcagr2y	prevcagr3y
SBO	0.0871**	0.0260	0.0368
Errore standard	0.0395	0.0281	0.0280
Intercetta	-0.0040	0.0435	0.0601***
Errore standard	0.0230	0.0164	0.0162
Osservazioni	56	50	42
R-quadro	0.0825	0.0176	0.0414

Andamento post-buyout:

Riproduco l'analisi condotta precedentemente per il periodo pre-buyout, suddividendo le regressioni tra gli obiettivi di buyout e quelli di buyout secondari. Facendo riferimento alla Tabella 14a/b, si evidenzia un andamento delle performance dei buyout secondari che si discosta in modo significativo da quanto osservato nei casi di buyout tradizionali, manifestando un notevole declino nelle vendite per il CAGR a 2 anni nel periodo T+3. Tuttavia, è fondamentale notare che tutti i coefficienti associati sia ai buyout che agli SBO non raggiungono livelli di significatività statistica per il periodo considerato.

Tabella 14a: Regressione della crescita dei ricavi operativi per buyout dopo l'operazione.

	(T+2)	(T+3)	(T+3)
VARIABILI	loprevcagr2y	loprevcagr2y	loprevcagr3y
Buyout	0.0097	0.0206	0.0251
Errore standard	0.0175	0.0228	0.0167
Intercetta	0.0385***	0.0878***	0.0473***
Errore standard	0.0102	0.0131	0.0096
Osservazioni	402	390	390
R-quadro	0.0008	0.0021	0.0058

Tabella 14b: Regressione della crescita dei ricavi operativi per SBO dopo l'operazione.

	(T+2)	(T+3)	(T+3)
VARIABILI	loprevcagr2y	loprevcagr2y	loprevcagr3y
SBO	0.0198	-0.0701	0.0076
Errore standard	0.0503	0.0677	0.0353
Intercetta	0.0401	0.1431***	0.0626***
Errore standard	0.0299	0.0402	0.0210
Osservazioni	54	54	54
R-quadro	0.0030	0.0202	0.0009

Prestazioni annuali:

Estendo l'analisi esaminando le sovra performance annuali nel corso degli anni, seguendo l'approccio utilizzato per l'ipotesi 1 e utilizzando la crescita dei ricavi in

eccesso, suddividendo le acquisizioni iniziali da quelle secondarie. Come previsto, né gli obiettivi di acquisizione secondaria né quelli di acquisizione iniziale mostrano una sovra performance statisticamente significativa negli anni antecedenti all'operazione.

Come evidenziato nella Tabella 15, la sovra performance dei buyout secondari è concentrata negli anni successivi al buyout, in particolare negli anni T, T+1, con incrementi rispettivamente del 8.81%, e 12.13% significativi ad un livello di confidenza del 5%. Questi risultati risultano superiori a quelli degli IBO ad eccezione degli anni T+2 e T+3, in cui le acquisizioni iniziali sovraperformano il gruppo di controllo con valori elevati (rispettivamente 3,65% e 9,98%) e significatività con un livello di confidenza del 5%.

Tabella 15: Risultati del test t di Student sulla crescita in eccesso dei ricavi dei buyout secondari.

VARIABILE	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Media	0.0093	-0.0103	0.1213	0.0881	0.0003	-0.0040
Mediana	0.0154	0.0206	0.0687	0.0646	-0.0017	0.0119
P value	0.2027	0.0798	0.0189	0.0017	0.1704	0.4794
Osservazione	35	35	35	37	34	28

Tabella 16: Risultati del test t di Student sulla crescita in eccesso dei ricavi dei buyout iniziali.

VARIABILE	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Media	0.0988	0.0365	0.0139	0.0169	-0.0377	-0.0693
Mediana	0.0374	0.0007	0.0090	0.0114	0.0044	0.0117
P value	0.0207	0.1918	0.4474	0.2396	0.0776	0.1472
Osservazione	201	222	234	235	223	194

Grafico 7: Mediana crescita in eccesso dei buyout secondari e iniziali.



L'evidenza emersa può essere interpretata nel seguente modo: nonostante sia confermato che le società sponsorizzate da Private Equity superano i loro omologhi, è plausibile suggerire che, per raggiungere tale sovraperformance, le società di Private Equity coinvolte in acquisizioni iniziali abbiano probabilmente bisogno di un periodo più esteso per implementare gli investimenti previsti o per attuare i cambiamenti pianificati in termini di governance e struttura organizzativa.

Al contrario, nelle acquisizioni secondarie, in cui la struttura organizzativa è già implementata, i guadagni di performance possono manifestarsi inizialmente durante il processo stesso, con un'entità elevata e una successiva inversione non appena l'azienda diventa potenzialmente pronta per l'uscita (anno T+3 e successivi).

Di conseguenza, basandoci su questa interpretazione, l'ipotesi 2 non può essere respinta: le acquisizioni secondarie e le acquisizioni iniziali seguono modelli di crescita distinti negli anni successivi all'operazione.

4.3 IPOTESI 3: PRIVATE EQUITY E REDDITIVITÀ

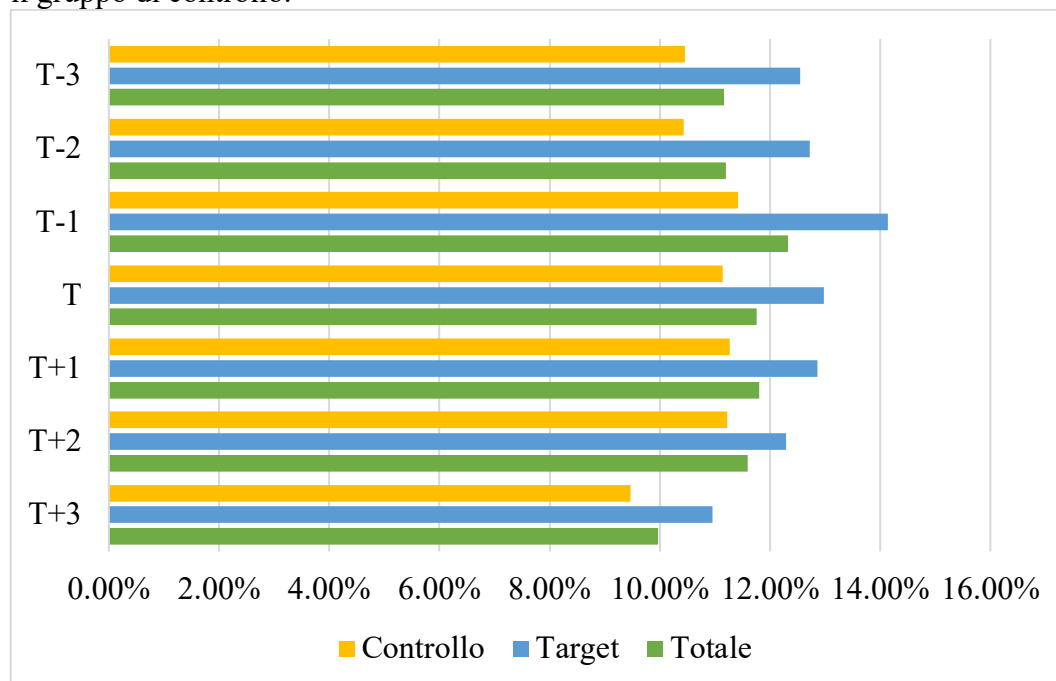
Inizio l'analisi sulla redditività valutando se le aziende partecipate da Private Equity presentano un andamento del margine EBITDA superiore alle aziende del gruppo di controllo nei periodi antecedenti e successivi all'operazione di Buyout.

Come osservabile dalla tabella che segue, l'analisi della redditività evidenzia che, in media, le imprese del gruppo target raggiunge margini EBITDA superiori rispetto al gruppo di controllo negli anni antecedenti il buyout. Questa evidenza viene confermata negli anni successivi dove si osservano valore di EBITDA Margin costanti per i periodi T, T+1 e T+2. Si può osservare una leggera flessione del margine solo nel T+3 dove le aziende target performano comunque in modo migliore rispetto al gruppo di controllo.

Tabella 19: Tasso medio di EBITDA Margin tra T-3 e T+3 per le imprese target e il gruppo di controllo.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2	T-3
Total	9.96%	11.59%	11.81%	11.76%	12.32%	11.20%	11.16%
Target	10.95%	12.29%	12.86%	12.98%	14.14%	12.72%	12.54%
Controllo	9.47%	11.23%	11.27%	11.14%	11.42%	10.43%	10.45%

Grafico 8: Tasso medio di EBITDA Margin tra T-3 e T+3 per le imprese target e il gruppo di controllo.



Andamento pre-buyout:

Eseguo regressioni sull' margine EBITDA per verificare se le differenze pre-buyout sono statisticamente significative per il periodo T-1, T-2 e T-3. I risultati mostrano che il margine Ebitda ha coefficienti di Buyout positivi per tutto il periodo analizzato con valori che variano tra l'1% e il 2%. I coefficienti della regressione risultano essere significativi con un livello di confidenza del 10% per il T-2 e del 1% per il T-1 e non significativo per il periodo T-3.

Queste disparità non risultano sorprendenti, considerando che il gruppo di controllo è stato selezionato in modo da minimizzare le differenze nei margini operativi. È consueto che i fondi di Private Equity si orientino verso imprese redditizie con

margini elevati, soprattutto in termini di margine Ebitda, al fine di facilitare il rimborso del debito grazie alla maggiore liquidità generata da tali margini.

Tabella 20: Regressione sull' EBITDA Margin per il periodo Pre-Buyout.

	(T-3)	(T-2)	(T-1)
VARIABILI	ebitdam	ebitdam	ebitdam
Buyout	0.0209	0.0228*	0.0273***
Errore standard	0.0095	0.0154	0.0078
Intercetta	0.1045***	0.1043***	0.1142***
Errore standard	0.0055	0.0089	0.0045
Osservazioni	345	396	420
R-quadro	0.0140	0.0055	0.0287

Andamento post-buyout:

Passando all'analisi post-buyout, le regressioni sui margini mostrano che le aziende target registrano un costante e leggero declino della loro performance ma rimanendo comunque al di sopra dei risultati raggiunti dall'gruppo di controllo. È importante segnalare che la regressione presenta dei valori significativi per il periodo T con livello di confidenza del 10% e per il periodo T+1 con livello di confidenza del 5%. Da tale analisi si può concludere che, nonostante le società target hanno mantenuto il margine Ebitda più elevato rispetto ai loro pari, la proprietà di PE non sembra aver avuto un effetto positivo sulla redditività.

Tabella 21: Regressione del margine EBITDA successivamente al buyout.

	(T)	(T+1)	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	ebitdam	ebitdam	ebitdam	ebitdam
Buyout	0.0184**	0.0159*	0.0106	0.0148
Errore standard	0.0092	0.0103	0.0125	0.0178
Intercetta	0.1114***	0.1127***	0.1123***	0.0947***
Errore standard	0.0053	0.0060	0.0074	0.0103
Osservazioni	417	414	403	390
R-quadro	0.0095	0.0058	0.0018	0.0018

Analisi del margine in eccesso:

A conferma dei risultati delle regressioni utilizzo il tasso medio del margine EBITDA in eccesso per svolgere un test T di Student. Il tasso in eccesso del margine EBITDA è così calcolato.

$$Excess\ Margin_T = Margin_{Target,T} - Margin_{Control,T}$$

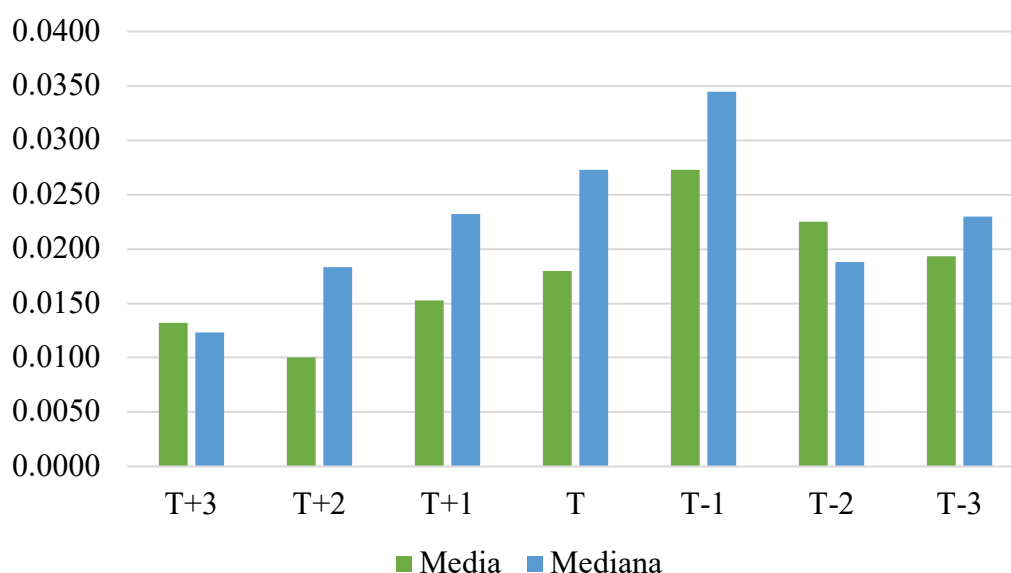
È evidente che, successivamente all'operazione, le società target continuano a mantenere il loro vantaggio in termini di margine EBITDA per l'intero periodo osservato. Tuttavia, è interessante notare che questo margine di eccedenza mostra una graduale diminuzione, raggiungendo infine un valore del 1,32%, non distante rispetto al gruppo di controllo.

I risultati del test t forniscono risultati significativi per l'intero periodo precedente l'operazione e per gli anni T e T+1, con un livello di confidenza del 5%.

Tabella 22: Risultati del test t di Student sul margine medio di margine Ebitda in eccesso per anno

VARIABILE	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2	T-3
Media	0.0132	0.0100	0.0152	0.0180	0.0273	0.0225	0.0193
Mediana	0.0124	0.0184	0.0232	0.0273	0.0345	0.0188	0.0230
P value	0.1589	0.1449	0.0220	0.0049	0.0000	0.0285	0.0063
Osservazione	242	262	274	277	280	260	221

Grafico 9: Ebitda medio in eccesso e Ebit per anno



L'evidenza può essere interpretata nel seguente modo: nonostante il graduale declino generale della redditività fino a T+3, le società target hanno mantenuto un margine EBITDA più elevato rispetto ai loro omologhi, suggerendo una notevole resilienza del margine in eccesso delle società target nel periodo successivo alla partecipazione di un fondo di Private Equity.

Sebbene tali prove supportino l'ipotesi che i fondi di Private Equity cerchino società target con una forte generazione di flussi di cassa (evidenziata dal margine EBITDA più elevato negli anni precedenti l'acquisizione), la proprietà di Private Equity non sembra aver avuto un effetto sostanziale e positivo sulla redditività nel lungo periodo. Questi risultati sono coerenti con quanto osservato da Chung (2011). Pertanto, sulla base di questa interpretazione, l'ipotesi 3 non può essere accettata: le società target non registrano miglioramenti nelle prestazioni nel periodo successivo all'acquisizione.

4.4 IPOTESI 4: IMPATTO DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY SUI VINCOLI DI CREDITO.

Al fine di esaminare se gli obiettivi di buyout manifestino una crescita più marcata in presenza di vincoli di credito che limitano le opportunità di sviluppo, ho creato un proxy per gli investimenti aziendali nel corso del tempo mediante la somma algebrica della variazione annuale delle immobilizzazioni all'ammortamento totale dell'anno. Successivamente, ho generato una variabile che rappresenta il CAPEX dividendo il flusso di cassa per gli investimenti. Per ogni anno, ho calcolato la media dei valori correnti e precedenti, al fine di considerare la discontinuità degli investimenti nel corso degli anni.

L'analisi è circoscritta ai buyout iniziali, poiché si presume che le aziende già partecipate da una società di Private Equity non affrontino gli stessi vincoli di credito prima del buyout. Di seguito, sono fornite le statistiche descrittive per la proxy degli investimenti al tempo T-1.

Tabella 23: Distribuzione media delle finanze interne a T-1

T-1	min	p10	p25	p50	mean	p75	p90	max
CAPEX	-2.0163	0.0074	0.077	0.311	0.867	0.628	1.439	26

Per testare l'ipotesi relativa ai vincoli di credito, ho suddiviso il campione di acquisizioni iniziali in quattro quartili secondo i seguenti criteri:

- Secondo e terzo quartile: Questi rappresentano le imprese con vincoli di credito, caratterizzate da una finanza interna media al tempo T-1 compresa tra 0,077 e

0,628. Questa categoria include le società che destinano una parte significativa dei loro flussi di cassa agli investimenti e che potrebbero beneficiare dell'eliminazione dei vincoli di credito attraverso la partecipazione di società di Private Equity al loro capitale sociale.

- Primo e quarto quartile: Questi rappresentano rispettivamente le imprese senza vincoli di credito e senza necessità di investimento. Si ipotizza che le imprese con valori più elevati di finanza interna non presentino esigenze significative di investimento e non traggano vantaggi dall'eliminazione dei vincoli di credito a causa della mancanza di opportunità di investimento. L'ipotesi per le imprese senza vincoli di credito si basa sulla constatazione che queste società non presentano vincoli di credito significativi prima del buyout e non traggono vantaggi dalla partecipazione di Private Equity in termini di riduzione dei vincoli di credito. Le società con valori negativi, pur appartenendo al primo quartile, condividono le stesse caratteristiche del quarto.

Eseguo quindi la regressione tra i due gruppi come fatto in precedenza per l'analisi dei ricavi operativi e limito l'analisi al CAGR a 3 anni al tempo T+3 e al CAGR a 2 anni al tempo T-1.

Tabella 24: Regressione dei ricavi operativi a 3 anni CAGR al tempo T+3 per gruppi selezionati

VARIABILI	(T+3)	(T+3)
	prevcagr3y 1Q-4Q	prevcagr3y 2Q-3Q
Buyout	0.0384*	0.0122
Errore standard	0.0232	0.0264
Intercetta	0.0451	0.0450
Errore standard	0.0110	0.0110
Osservazioni	286	273
R-quadro	0.0096	0.0008

Tabella 25: Regressione dei ricavi operativi a 3 anni cagr al tempo T-1 per gruppi selezionati

VARIABILI	(T-1)	(T-1)
	prevcagr3y 1Q-4Q	prevcagr3y 2Q-3Q
Buyout	-0.0225	-0.0378
Errore standard	0.0413	0.0415
Intercetta	0.1447***	0.1441***
Errore standard	0.0192	0.0184
Osservazioni	251	250
R-quadro	0.0012	0.0033

I risultati evidenziano che, in media, le società target che manifestano una crescita più pronunciata nel periodo successivo al buyout appartengono al primo e quarto quartile, presentando un coefficiente di buyout più elevato (3,84%) e

statisticamente significativo (al livello di confidenza del 10%). Inoltre, considerando la performance preacquisizione, le società nei due gruppi di target hanno mostrato un andamento simile tra di loro, presentando coefficienti di crescita negativi rispetto al gruppo di controllo, ma senza raggiungere significatività statistica.

Dai suddetti risultati, si può concludere che nonostante l'eliminazione dei vincoli da parte delle società di Private Equity, le aziende che registrano le performance migliori sono comunque quelle che non avevano vincoli di credito o esigenze di nuovi investimenti prima del buyout. Tale constatazione potrebbe essere giustificata dal fatto che, nel gruppo di aziende che presentano vincoli di credito, gli effetti derivanti dai nuovi investimenti potrebbero non essere stati completamente assorbiti dalla crescita dei ricavi nei tre anni successivi al buyout. Tuttavia, nonostante questa interpretazione, i risultati dell'analisi conducono al rifiuto dell'ipotesi 6.

4.5 IPOTESI 5: CONFRONTO SULLA LA CRESCITA DEGLI ATTIVI TRA LE SOCIETÀ TARGET E IL GRUPPO DI CONTROLLO.

Avvio l'analisi testando le differenze nel totale delle attività e delle immobilizzazioni tra le società target e quelle di controllo al tempo T-1. I risultati non mostrano differenze significative né nel totale delle attività né nelle immobilizzazioni nell'anno precedente l'acquisizione.

Tabella 26: Regressione sul totale attivo e immobilizzazioni nel periodo T-1 per le imprese target e per il gruppo di controllo.

VARIABILI	(T-1)	(T-1)
	Attivo	Immobilizzazione
Buyout	510	1,724
Errore standard	3,053	1,527
Intercetta	29,504***	9,140***
Errore standard	1,763	881
Osservazioni	420	420
R-quadro	0.0001	0.0030

Andamento pre-buyout:

Cerco diversi modelli di crescita negli anni precedenti all'acquisizione, utilizzando le regressioni dei tassi di crescita delle attività totali (tota) e delle immobilizzazioni (fixa), con il dummy di acquisizione come variabile indipendente.

I risultati relativi alla crescita del patrimonio totale forniscono evidenze contrastanti. Emergono una sottoperformance significativa al 5% nell'anno

precedente l'acquisizione, ma non si osserva alcuna differenza significativa rispetto ai concorrenti nel periodo di 2 anni precedente all'operazione.

Tabella 27: Regressione della crescita delle attività totali a T-1.

	(T-1)	(T-1)
VARIABILI	totaly	totacagr2y
Buyout	-0.0578**	0.0058
Errore standard	0.0371	0.0227
Intercetta	0.0214***	0.1072***
Errore standard	0.0214	0.0132
Osservazioni	396	347
R-quadro	0.0061	0.0002

In modo simile, le regressioni sulla crescita delle immobilizzazioni a T-1 non evidenziano valori significativi per il coefficiente di buyout sulla variazione ad un anno e sul CAGR a 2 anni. Tuttavia, rivelano che nei due anni precedenti l'acquisizione, la crescita delle immobilizzazioni delle società target ha sottoperformato quella delle loro controparti. Interessante notare che, nonostante tale sottoperformance, le società target hanno registrato comunque un sostanziale aumento delle immobilizzazioni durante questo periodo.

Tabella 28: Regressione della crescita delle immobilizzazioni a T-1.

VARIABILI	(T-1)	(T-1)
	fixa1y	fixacagr2y
Buyout	-0.0464	-0.1546
Errore standard	0.0519	0.2163
Intercetta	0.0299***	0.2938***
Errore standard	0.0299	0.1258
Osservazioni	397	346
R-quadro	0.0020	0.0015

Andamento post-buyout:

Passando alla valutazione della performance post-buyout, le regressioni evidenziano una significativa sovra performance dei target rispetto ai loro omologhi, sia in termini di crescita totale che di immobilizzazioni, nei tre anni successivi all'operazione. Particolarmente rilevante è la notevole sovra performance registrata per il CAGR a 2 anni, con un +12,8% per il totale dell'attivo e un sorprendente +48,32% per il totale delle immobilizzazioni nelle società target.

La robustezza di tale sovra performance è confermata dalla significatività statistica per tutti i periodi considerati, con un intervallo di confidenza dell'1%.

Tabella 29: Regressione della crescita delle attività totali dopo l'operazione.

	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	totacagr2y	totacagr3y
Buyout	0.128***	0.079***
Errore standard	0.024	0.019
Intercetta	0.014***	0.099***
Errore standard	0.014	0.011
Osservazioni	403	391
R-quadro	0.0676	0.0438

Tabella 30: Regressione della crescita delle immobilizzazioni dopo l'operazione.

	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	fixacagr2y	fixacagr3y
Buyout	0.4832***	0.2120***
Errore standard	0.0867	0.0544
Intercetta	0.0507***	0.1558***
Errore standard	0.0507	0.0312
Osservazioni	401	389
R-quadro	0.0721	0.0377

I dati presentati confermano l'ipotesi che, a seguito di un'acquisizione, le imprese non solo crescano in termini di ricavi operativi, ma anche in termini di attività totali e, in particolare, di attività finanziate. È interessante notare che i buyout sembrano rivolgersi a società che, pur non differenziandosi significativamente in termini di

crescita dei ricavi operativi, tendono a sotto investire nel proprio business, come indicato dalla crescita delle immobilizzazioni negli anni precedenti all'acquisizione. Gli elementi emersi suggeriscono che la proprietà da parte di società di Private Equity ha una relazione positiva sia con il capitale che con gli investimenti. Inoltre, la maggiore crescita osservata nelle immobilizzazioni può contribuire a spiegare la diminuzione dei margini.

In conclusione, l'ipotesi 5 non può essere respinta: le società target registrano una crescita sia in termini assoluti che relativi, sia del totale dell'attivo che del capitale fisso, negli anni successivi all'acquisizione.

4.6 IPOTESI 6: ANALISI SULLA CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE

Concludo l'analisi esaminando il tasso di crescita dell'occupazione nelle aziende soggette a buyout, confrontandolo con i risultati registrati dal gruppo di controllo nel periodo pre e post operazione.

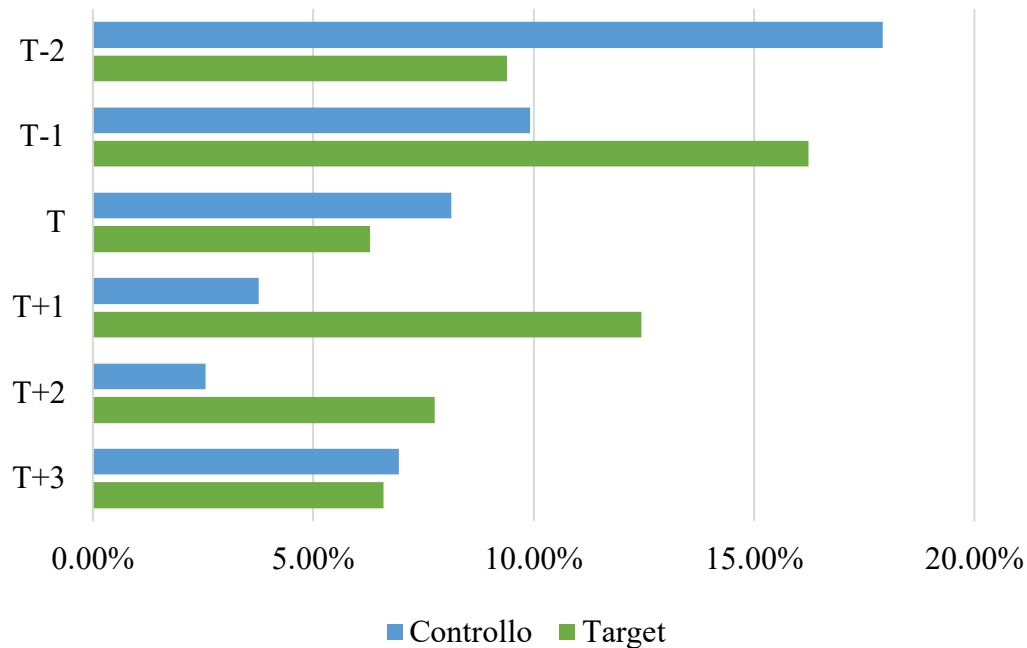
Nell'approfondire la dinamica occupazionale, analizzo separatamente l'andamento delle aziende soggette a buyout iniziale da quello delle aziende coinvolte in acquisizioni secondarie. Tale approccio mira a evidenziare le differenze nelle tendenze occupazionali tra i due tipi di operazioni di buyout, consentendo così una valutazione più dettagliata degli impatti sull'occupazione nei diversi contesti di acquisizione.

Come si evince dai dati sui tassi di crescita medi annui, le imprese target hanno registrato una crescita dell'occupazione più elevata in quasi tutti gli anni, con una crescita significativa realizzata nel periodo dopo l'acquisizione. È importante notare in particolare le sovra performance registrate dai target nei periodi T-1 e T+1, in cui i tassi di crescita raggiungono valori percentuali a due cifre. Vale la pena sottolineare che, durante il periodo T-2, si osserva un'unica eccezione in cui il gruppo di controllo mostra una sovra performance rispetto ai target.

Tabella 31: Tasso di crescita annuo dell'occupazione per gruppo.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Target	6.60%	7.76%	12.44%	6.29%	16.23%	9.39%
Controllo	6.95%	2.55%	3.77%	8.13%	9.93%	17.93%

Grafico 10: Tasso di crescita annuo dell'occupazione per gruppo



Analisi pre-buyout:

Le regressioni condotte sui tassi di disoccupazione del numero di dipendenti negli anni antecedenti all'acquisizione indicano che, in media, la crescita risulta più elevata quando si considera la variazione nell'anno T-1, mentre il CAGR a due anni presenta una leggera sottoperformance dei target dell'1,39% rispetto ai loro diretti concorrenti. Tuttavia, è importante notare che dall'analisi non emergono coefficienti di acquisizione significativi per entrambi i periodi selezionati.

L'osservazione di una maggiore crescita nelle aziende target nell'anno precedente all'operazione potrebbe suggerire che le acquisizioni abbiano preso di mira imprese

già in una fase di espansione. Tali risultati sono dettagliatamente riportati nella Tabella 32.

Tabella 32: Crescita dell'occupazione prima dell'acquisizione.

	(T-1)	(T-1)
VARIABILI	emp1y	empcagr2y
Buyout	0.0630	-0.0139
Errore standard	0.0834	0.0403
Intercetta	0.0993**	0.1076***
Errore standard	0.0482	0.0235
Osservazioni	395	346
R-quadro	0.0015	0.0003

Analisi post-buyout:

I risultati delle regressioni condotte negli anni successivi al buyout rivelano che, in media, l'occupazione delle aziende target è cresciuta con un CAGR a 3 anni del 7,79% al tempo T+3, registrando una sovra performance del +4,44% rispetto ai concorrenti. Questa superiorità viene ulteriormente confermata dalla variazione del tasso di occupazione ad un anno e dal CAGR a due anni, che evidenziano rispettivamente un incremento del +8,67% e del +6,41% rispetto al gruppo di controllo.

La robustezza di tali risultati è ulteriormente sottolineata dalla significatività statistica di tutti i coefficienti associati ai buyout, con un livello di confidenza

inferiore all'1%. È interessante notare che tali conclusioni sono in linea con quanto osservato da Boucly nel 2011, consolidando la validità e la coerenza delle dinamiche occupazionali post-buyout.

Tabella 33: Crescita dell'occupazione dopo l'acquisizione.

	(T+1)	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	empl y	empcagr2y	empcagr3y
Buyout	0.0867***	0.0641***	0.0444***
Errore standard	0.0289	0.0167	0.0132
Intercetta	0.0377**	0.0246**	0.0335***
Errore standard	0.0168	0.0098	0.0076
Osservazioni	412	403	390
R-quadro	0.0216	0.0356	0.0281

Acquisizioni secondarie e iniziali:

Al fine di considerare l'impatto significativo del buyout sulla crescita osservata nel periodo post-buyout, seguo un approccio analogo a quello utilizzato per testare l'ipotesi 2. Si procede quindi ad analizzare la crescita dell'occupazione separando i buyout secondari dai buyout iniziali. Di seguito sono riportati i tassi medi annui di crescita dell'occupazione.

Tabella 34: Tasso medio annuo di crescita dell'occupazione per le acquisizioni iniziali.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Target IBO	7.21%	8.45%	12.81%	5.84%	18.41%	7.98%
Controllo SBO	7.23%	2.90%	3.43%	7.19%	10.58%	19.68%

Grafico 11: Tasso medio annuo di crescita dell'occupazione per le acquisizioni iniziali.

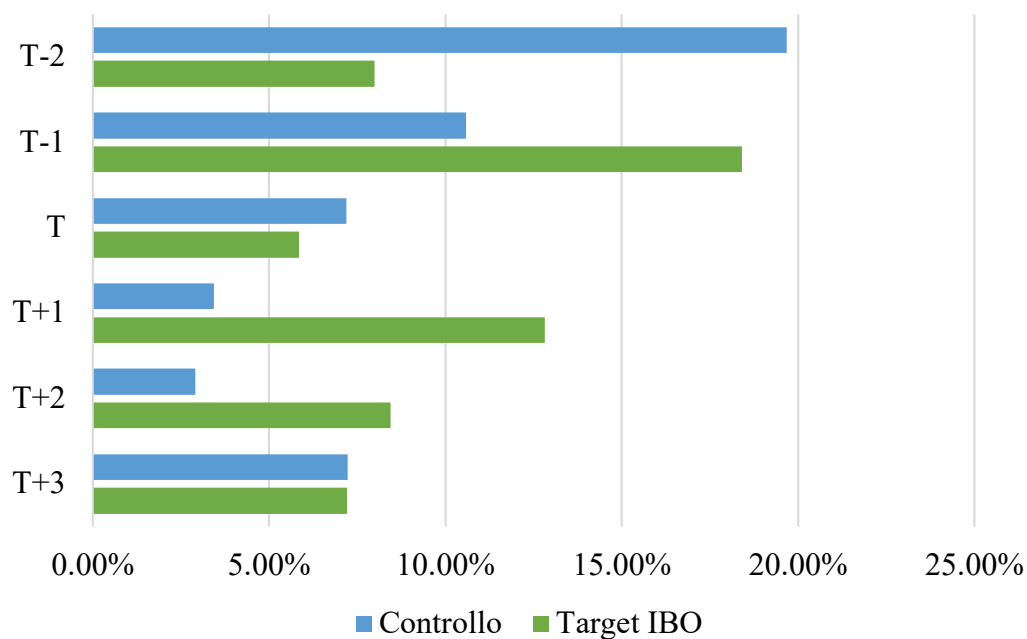
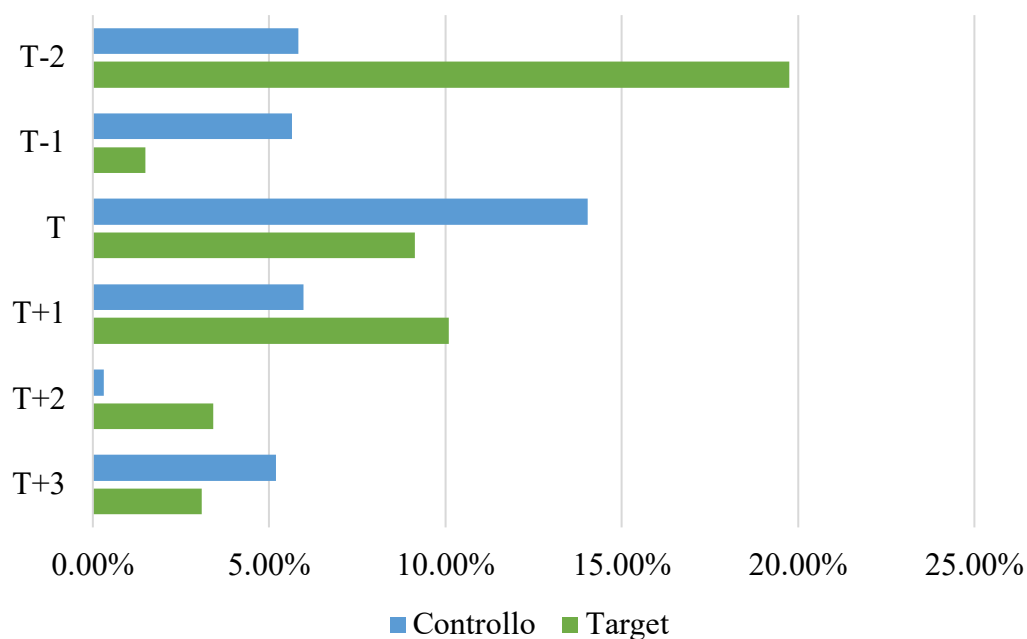


Tabella 35: Tasso medio di crescita annuo dell'occupazione per i Buyout secondari.

	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Target SBO	3.08%	3.41%	10.10%	9.14%	1.49%	19.75%
Controllo SBO	5.20%	0.32%	5.97%	14.03%	5.64%	5.82%

Grafico 12: Tasso medio annuo di crescita dell'occupazione per i Buyout secondari.



Le regressioni evidenziano che gli obiettivi di secondary buyout hanno registrato una crescita superiore negli anni precedenti all'acquisizione, con un tasso di crescita medio del 5,8%, risultando statisticamente significativo al 1% di confidenza. In contrasto, gli obiettivi iniziali di buyout hanno manifestato una crescita inferiore negli anni preacquisizione, con un coefficiente di buyout CAGR a 2 anni a T pari a -1,07% e un coefficiente di buyout CAGR a 3 anni a T pari a -2,78%, sebbene tali coefficienti non risultino significativi.

Nel periodo post-buyout, le regressioni sull'occupazione a 2 e 3 anni indicano che entrambe le tipologie di società target hanno registrato una crescita superiore agli anni precedenti l'acquisizione, con gli IBO che presentano un coefficiente di buyout

inferiore rispetto ai SBO (rispettivamente, 6,45% vs 7,65% per CAGR a 3 anni; 4,47% vs 3,52% per CAGR a 2 anni). Tutti i coefficienti relativi al periodo post-buyout risultano statisticamente significativi, con un intervallo inferiore all'1%.

Tabella 36: Crescita dell'occupazione prima e dopo le acquisizioni iniziali.

	(T)	(T)	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	empcagr2y	empcagr3y	empcagr2y	empcagr3y
IBO	-0.0107	-0.0278	0.0645***	0.0447***
Errore standard	0.0248	0.0306	0.0178	0.0142
Intercetta	0.0715***	0.0898***	0.0257**	0.0352***
Errore standard	0.0145	0.0180	0.0105	0.0082
Osservazioni	343	304	350	337
R-quadro	0.0006	0.0027	0.0362	0.0289

Tabella 37: Crescita dell'occupazione prima e dopo le acquisizioni secondarie.

	(T)	(T)	(T+2)	(T+3)
VARIABILI	empcagr2y	empcagr3y	empcagr2y	empcagr3y
SBO	0.0267***	0.0584***	0.0765***	0.0525**
Errore standard	0.0236	0.0240	0.0439	0.0345
Intercetta	0.0307***	0.0353***	0.0178	0.0226
Errore standard	0.0136	0.0140	0.0270	0.0213
Osservazioni	51	44	58	58
R-quadro	0.0255	0.1236	0.0514	0.0397

I risultati suggeriscono che, dopo l'acquisizione, l'occupazione delle imprese target è cresciuta sia in termini assoluti che relativi. Inoltre, è rilevante notare che il coefficiente di buyout, significativo sia nei buyout iniziali che secondari negli anni successivi all'operazione, aumenta in modo sostanziale immediatamente dopo l'acquisizione. Tale modello riveste un particolare interesse in quanto potenzialmente conferma l'ipotesi di maggiori investimenti post acquisizione iniziale, mirati a favorire una crescita sostenibile nel lungo termine.

Una spiegazione plausibile della performance delle acquisizioni secondarie potrebbe essere attribuita al fatto che una parte significativa della crescita occupazionale e della relativa sopra performance si manifesta durante la prima acquisizione. Durante questa fase, è più probabile che la struttura organizzativa subisca modifiche sostanziali, consentendo alle aziende di raggiungere una maturità tale da sfruttare le economie di scala generate dalla prima acquisizione. Ciò spiegherebbe il notevole aumento dell'occupazione nelle aziende target nei casi di secondary buyout.

Sulla base dei risultati ottenuti, l'ipotesi 6 non può essere respinta: negli anni successivi all'operazione, gli obiettivi di acquisizione iniziale hanno manifestato una crescita positiva dell'occupazione sia in termini assoluti che relativi.

Tabella 38: Riepilogo delle variazioni principali variabili dell'analisi suddivise per gruppo di aziende dal periodo T-2 a T+3.

	Aziende	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2
Crescita ricavi	Totale	13.0%	10.3%	1.8%	4.3%	18.3%	16.1%
	Target	17.3%	9.5%	3.1%	5.7%	11.5%	12.2%
	Controllo	11.0%	10.7%	1.1%	3.7%	21.7%	18.2%
Margine EBITDA	Totale	10.0%	11.6%	11.8%	11.8%	12.3%	11.2%
	Target	11.0%	12.3%	12.9%	13.0%	14.1%	12.7%
	Controllo	9.5%	11.2%	11.3%	11.1%	11.4%	10.4%
Δ Attivo	Totale	12.1%	11.6%	22.8%	20.2%	225.6%	15.0%
	Target	10.5%	11.4%	45.9%	43.8%	5.9%	18.3%
	Controllo	12.9%	11.7%	11.0%	8.3%	335.0%	13.3%
Δ Immobilizzazioni	Totale	49.5%	26.7%	179.5%	206.5%	12.3%	371.9%
	Target	8.1%	13.6%	474.6%	570.2%	9.2%	38.3%
	Controllo	70.2%	33.7%	28.7%	22.7%	13.8%	542.3%
Δ Occupazione	Totale	6.3%	4.3%	6.7%	7.5%	12.0%	15.0%
	Target	6.6%	7.8%	12.4%	6.3%	16.2%	9.4%
	Controllo	6.0%	3.5%	4.4%	8.6%	4.8%	8.5%

COCNCLUSIONI

Sulla base dei risultati emersi nel capitolo precedente, la tesi fornisce evidenze positive a favore di quattro delle sei ipotesi discusse nell'analisi. Inoltre, i risultati confermano una relazione positiva tra le performance delle aziende target italiane e quelle degli studi analizzati nella letteratura sui buyout private-to-private in Europa. Per precisare ulteriormente, in primo luogo, si osserva che la crescita dei ricavi operativi per le aziende target non presenta differenze significative nei periodi precedenti l'acquisizione. Tuttavia, la partecipazione dei fondi di Private Equity modifica questa dinamica, associando una crescita positivamente correlata alle acquisizioni. Le differenze nei tassi di crescita post-acquisizione tra gli obiettivi e i concorrenti sono significative e consistenti.

In secondo luogo, la crescita e la sovra performance post-buyout delle società target seguono andamenti diversi in base alla natura dell'acquisizione. I buyout secondari registrano crescita e sovra performance nei primi anni successivi all'operazione, con una successiva decrescita nell'ultimo anno analizzato. Al contrario, i buyout iniziali richiedono più tempo per ottenere una crescita elevata, suggerendo che necessitano di un periodo esteso per implementare investimenti e attuare i cambiamenti pianificati.

In terzo luogo, l'analisi sulla redditività evidenzia che le acquisizioni di Private Equity non influenzano significativamente gli obiettivi. Nonostante i fondi di Private Equity si rivolgano a società con Ebitda Margin mediamente superiori ai

competitor, la proprietà di Private Equity non sembra avere un effetto sostanziale e positivo sulla redditività nel lungo periodo.

In quarto luogo, nonostante l'eliminazione di vincoli da parte delle società di Private Equity, le aziende con performance migliori risultano essere quelle che non presentano vincoli di credito o esigenze di nuovi investimenti prima del buyout. Questo potrebbe essere spiegato dal fatto che, nel gruppo con vincoli di credito, gli effetti derivanti dai nuovi investimenti potrebbero non essere stati completamente assorbiti dalla crescita dei ricavi nei tre anni successivi al buyout.

In quinto luogo, l'analisi sulla crescita degli attivi conferma che, a seguito di un'acquisizione, le imprese non solo crescono in termini di ricavi operativi, ma anche in termini di attività totali e, in particolare, di attività finanziate. Le società di buyout sembrano preferire aziende che, pur non differenziandosi significativamente in termini di crescita dei ricavi operativi, tendono a sotto-investire nel proprio business, come indicato dalla crescita delle immobilizzazioni negli anni precedenti all'acquisizione.

Infine, i dati confermano la relazione positiva tra le acquisizioni private-to-private e la crescita dell'occupazione, sia in termini assoluti che relativi, in particolare nelle acquisizioni secondarie. Anche se la stessa crescita non è stata osservata nelle acquisizioni iniziali, queste ultime hanno comunque registrato una crescita significativamente maggiore negli anni successivi rispetto ai competitor. La Tabella 44 fornisce una sintesi dei principali risultati dell'analisi.

Tabella 39: Sintesi dei principali risultati

H1: Crescita dei ricavi successivamente ad un buyout.	
Non rifiutato	Le aziende target evidenziano una crescita dei ricavi operativi nei periodi successivi all'acquisizione, superando le performance dei loro pari.
H2: Crescita successiva ad un secondary buyout (SBO) e/o un buyout iniziale (IBO).	
Non rifiutato	I buyout secondari evidenziano una crescita e una sovraperformance più marcate nei primi anni successivi all'operazione, mentre i buyout iniziali richiedono un periodo prolungato per manifestare una crescita più accentuata e una sovraperformance di rilievo.
H3: Private Equity e redditività	
Respinto	Le aziende target non evidenziano miglioramenti in termini di redditività dopo l'operazione, nonostante i fondi di Private Equity si rivolgano a società con margini Ebitda mediamente superiori rispetto ai loro concorrenti nel periodo precedente all'acquisizione.
H4: Impatto di operazioni di Private Equity sui vincoli di credito.	
Respinto	Successivamente all'acquisizione, le imprese target prive di vincoli di credito manifestano una crescita più elevata rispetto a quelle soggette a tali vincoli.
H5: Confronto sulla la crescita degli attivi tra le società target e il gruppo di controllo.	
Non rifiutato	Negli anni successivi all'acquisizione, sia il totale attivo che le immobilizzazioni delle società target mostrano una crescita e una sovraperformance di rilievo.
H6: Analisi sulla crescita dell'occupazione	
Non rifiutato	Entrambi i buyout iniziali e secondari evidenziano una significativa crescita dell'occupazione dopo l'operazione, sia in termini assoluti che relativi.

BIBLIOGRAFIA

ACHARYA V. V., GOTTSCHLAG O. F., HAHN M., KEHOE C., Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, “The Review of Financial Studies”, 26(2), 2013, pp. 368-402.

AIFI, Capitali per lo sviluppo - sesto rapporto Biennale 1997 - 1998; Guerini e Associati, Milano 1998.

AIFI, Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity, 2008.

AIFI, Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un’azienda, “Pubblicazione interna”, 2012.

AIFI, L’investimento in un fondo di Private Equity: guida al processo di selezione e due diligence, “pubblicazione interna”, 2012

AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e venture capital 2022, “pubblicazione interna”, 2022

AMESS K., WRIGHT M., *Barbarians at the Gate? Leveraged Buyouts, Private Equity and Jobs*, available at SSRN, 2007.

BOUCLY Q., SRAER D., THESMAR D., *Growth LBOs*, “*Journal of Financial Economics* 102, 2011, pp. 432-453.

BOUCLY Q., SRAER D., THESMAR D., “*Leveraged Buyouts – Evidence from French Deals*”, “*The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*”, 2009.

CHUNG K. W., *Leveraged Buyouts of Private Companies*, available at SSRN, 2011

COHN J. B., MILLS L.F., TOWER E., *The Evolution of Capital Structure and Operating Performance after Leveraged Buyouts: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns*, “*Journal of Financial Economics*”, 111 (2), 2014, pp. 469-494.

Decreto legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza, TUF).

EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, “*An EVCA Special Paper*”, 2007.

FLEISCHER V., Two and twenty: taxing partnership profit in Private Equity funds,
“New York University Law Review”, Volume 83, Issue 1, 2008.

DAVIS S., HALTIWANGER J., JARMIN R., LERNER J., MIRANDA J., *Private Equity and
Employment*, “U.S. Census Bureau Center for Economic Studies Paper”, CES
08-07R, 2011.

GUO, S., HOTCHKISS E. S., SONG, W., *Do Buyouts (Still) Create Value*, “The Journal
of Finance”, 66, 2011, pp.479-517.

JENSEN, M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and
Takeovers*, “American Economic Review”, 76(2), 1986, pp. 323–29.

JENSEN, M. C., *Eclipse of the Public Corporation*, “Harvard Business Review”
September-October 1989, pp. 61-74.

JENSEN, M. C., Murphy K. J., *Performance Pay and Top Management Incentives*,
“Journal of Political Economy”, 98(2), 1990, pp. 225–64.

KAPLAN S. N., *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and
Value*, “Journal of Financial Economics” 24, 1989a, pp. 217-254.

KAPLAN S. N., *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*,
“Journal of Finance”, 44(3), 1989b, pp. 611–32.

KAPLAN S. N., STRÖMBERG P., *Leveraged Buyouts and Private Equity* “Journal of
Economic Perspectives”, 23, 2009, pp. 121-46.

LICHTENBERG F., SIEGEL D. S., *The effects of leveraged buyouts on productivity and
related aspects of firm behaviour*, “Journal of Financial Economics”, 27, 1990,
pp. 165-94

BANCHE DATI

AIDA di Bureau Van Dijk

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2014

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2015

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2016

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2017

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2018

PEM, Private Equity Monitor, Italia 2019