



© STOCK - ALAMY

Private equity italiano: gli investitori ci credono

A favorire il rilancio sono il soddisfacente rapporto rischio/rendimento e la fiducia degli investitori stranieri verso le nostre imprese

di Valter Conca

Il mercato del private equity dà segnali di risveglio: dalla seconda metà del 2015 si è registrato il lancio di nuovi fondi di investimento che proseguono l'attività già intrapresa sul mercato domestico.

A ciò concorrono vari fattori. In primo luogo il rendimento ottenibile dal mercato del private equity, pur in diminuzione rispetto agli anni passati, è ritenuto oggi più che soddisfacente in termini di rapporto rischio/rendimento. In secondo luogo, il fenomeno dimostra che gli investitori scommettono sulle possibilità di crescita delle nostre im-

prese, e il dato è ancora più incoraggiante dal momento che la maggior parte della raccolta proviene da istituzioni estere.

Il trend segnalato dal Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita della SDA Bocconi prosegue anche nei primi mesi del 2016. Peraltro, alle nuove iniziative già avviate se ne aggiungono altre in corso di completamento. Tra queste, la raccolta appena iniziata, ma non ancora chiusa, di Anthilia, che intende diversificare il core business del fondo sui mini-bond con un fondo di private equity focalizzato sul segmento del *lower mid market*.

I numeri parlano molto chiaro e fanno ben sperare:

- nel 2015 si è registrato il picco record di raccolta, giunta a sfiorare i 2,5 miliardi di euro (+85 per cento rispetto al 2014), valore mai superato dal primo *credit crunch* nel 2007;
- ci sono stati 16 nuovi *closing* di raccolta;
- gli investimenti sono cresciuti del 31 per cento, con un balzo a 4,6 miliardi di euro, rispetto ai 3,5 miliardi di euro del 2014;
- gli operatori internazionali (sia con base italiana che estera) rappresentano oggi ben il 66 per cento sul totale degli investimenti effettuati

© Egge SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

nel 2015, a fronte del 54 per cento nel 2014.

Per quanto concerne le principali fonti di raccolta si segnala il crescente ruolo dei *family offices*, che oltre a contribuire fortemente nella raccolta (Tabella 1), partecipano attivamente agli investimenti, soprattutto in una logica di *club deal*. L'operatività dei *family offices* si sta rivelando assai vivace nel nostro paese, pur trattandosi di operatori per loro natura assai poco trasparenti. In considerazione di questo il PE Lab sta promuovendo una serie di attività con l'obiettivo di studiarne i modelli organizzativi e di approfondire alcune criticità derivanti dalla normativa europea sugli investimenti alternativi (AIFMD).

«Partiamo con questo nuovo fondo credendo nell'economia italiana e con la dimostrazione che ci credono anche gli investitori esteri»: così Alessandro Benetton, fondatore della società 21 Investimenti, commenta il lancio del nuovo fondo di private equity. Le previsioni di raccolta dagli investitori sono state più che superate, infatti il fondo ha chiuso all'inizio del 2016 a quota 343 milioni di euro, a fronte di un target di 300 milioni di euro.

Con l'inizio del 2016, sono stati registrati altri sei fondi di investimento che opereranno nel Sud Europa. Il target aggregato è pari a oltre 4 miliardi di euro ed è già stato raccolto circa il 70 per cento del capitale previsto (si veda Tabella 3).

Il caso di maggior rilevanza riguarda Investindustrial, che dal 2000 a oggi ha raccolto più di 5 miliardi di euro. Nel mese di febbraio la società ha chiuso il sesto fondo a 2 miliardi di euro; già un mese dopo il lancio del fondo erano state raccolte manifestazioni di interesse per circa 6 miliardi di euro, ben oltre il livello raccolto dal quinto fondo nel 2012.

Ciononostante Investindustrial ha deciso di limitare la soglia massima a

tabella 1 | le fonti di raccolta nel mercato del private equity

Fonti di raccolta	2012	2013	2014	2015
Investitori individuali e family offices	3%	13%	7%	19%
Fondi pensione e casse di previdenza	10%	18%	16%	19%
Settore pubblico	11%	3%	43%	16%
Banche	35%	6%	3%	15%
Assicurazioni	0%	13%	8%	12%
Fondi di fondi	11%	32%	21%	10%
Altre	30%	15%	2%	9%

fonte: AIFI, vari anni

tabella 2 | i fondi di Investindustrial

Fondi di Investindustrial	F3	F Build Up (per Add-On)	F4	F5	F6
Capitale raccolto	€500 mln	€100 mln	€1 mld	€1,25 mld	€2 mld

2 miliardi di euro e di andare successivamente a riparto, in una logica di relativa prudenza per un fondo focalizzato sul Sud Europa caratterizzato da un ticket medio di importo già assai elevato. È infine interessante notare, come era stato anche per 21 Investimenti, che circa il 50 per cento dei capitali conferiti proviene da altri continenti (più del 40 per cento dagli Stati Uniti e la parte rimanente dal resto del mondo).

Anche Alpha Private Equity, Wise SGR e Quadrivio SGR hanno lanciato tre nuovi fondi. I primi, dopo i 700 milioni di euro raccolti dal precedente fondo nel 2010, hanno posto la soglia del settimo fondo a 1 miliardo di euro. Con il lancio del quarto fondo anche Wise supera la raccolta di quello precedente e il target di 200 milioni di euro fissando un *hard cap* a 215 milioni di euro. Quadrivio, infine, ha annunciato il primo *closing* del terzo fondo a 130 milioni di euro su un target di 300 milioni di euro. La strategia del fon-

do è di focalizzarsi sull'acquisizione di imprese leader in mercati di nicchia.

L'esito estremamente positivo della raccolta di questi operatori è stato certamente favorito dalla *pipeline* di investimenti già in portafoglio: lo dimostrano le prime operazioni chiuse dai nuovi fondi di 21 Investimenti e di Quadrivio, che hanno investito rispettivamente in Poligof e SIFI, e in Somacis.

Non sono mancate nemmeno iniziative di raccolta caratterizzate da un approccio particolare. Parte il Fondo Italiano per l'Efficienza Energetica (FIEE), prima sfida interamente dedicata a progetti di investimento nel settore dell'efficienza energetica, guidato da Andrea Marano, con precedenti esperienze in questo ambito. La seconda iniziativa riguarda invece la storica *maison* Tamburi Investment Partners che, tramite il fondo Asset Italia (target 500 milioni di euro), ha intrapreso una strategia basata sul

tabella 3 | nuovi fondi di private equity

Caratteristiche				Politica di investimento		
Società di gestione	Nome fondo	Target	Raccolto	Area	Settore	Dimensione target
Investindustrial	Fondo VI	Offerti €6 mld	€2 mld (a riparto)	South EU	Consumer Manifattura Industriale Servizi	Medio-grande
21 Investimenti	Fondo III	€300 mln	€343 mln (hard cap)	Italia	Multisetore	PMI con EV €50-€200 mln
TIP	Asset Italia	€500 mln	-	-	Multisetore	
Alpha Private Equity	Fund VII	€1 mld	-	EU	Multisetore	
Wise	Wisequity IV	€200 mln	Oltre il target	Italia	Multisetore	
Quadrivio	Fondo III	€300 mln	€130 mln	Italia	Multisetore	PMI con EV €30-€100 mln
Fondo Italiano per l'Efficienza Energetica (FIEE)	Fondo Italiano per l'Efficienza Energetica SGR	€150 mln	€25 mln	Italia	Energetico	

modello di business *pledge fund*. La caratteristica distintiva di questo modello è di ottenere in anticipo la disponibilità degli imprenditori interessati a partecipare alle acquisizioni che saranno di volta in volta proposte dal gruppo di investimento. Diversamente dal private equity classico, è lasciata ai *limited partner* la possibilità di decidere se investire o meno in ogni specifico progetto. Il modello condivide tratti comuni con la logica del *club deal* dove si crea un veicolo dedicato alla singola operazione con un approccio più «M&A style». Il vantaggio principale dei *pledge funds* consiste

nell'evitare la pressione «temporale» a chiudere l'investimento, tipica dei fondi di private equity, grazie alla logica *deal by deal*.

Da monitorare è anche il fermento nel mondo del private debt che, dopo un periodo di stasi (il 2015 si è chiuso con una raccolta di 923 milioni su un target di 5,5 miliardi di euro, con 406 milioni di euro investiti nel mercato italiano), sembra essere ripartito velocemente. Infatti, già nei primi mesi del 2016 si è registrato il *first closing* per Antares, RiverRock ed Equita SIM. Questi fondi hanno usufruito dell'apporto finanziario del Fondo Italiano d'Investimen-

to, in attuazione di una strategia di diversificazione che vede il maggior operatore nazionale presente nei tre segmenti: private equity, fondo di fondi, fondi di debito.

Antares AZ1, fondo gestito da Futurimpresa, ha raggiunto quota 80 milioni di euro su un target di 200 milioni di euro, con una quota di 30 milioni di euro versati dal Fondo Italiano d'Investimento. Il fondo Italian Hybrid Capital Fund, facente capo a RiverRock, ha raggiunto all'inizio del 2016 il primo *closing* a 90 milioni di euro su un target di 150 milioni di euro, con un contributo di 30 milioni di euro

tabella 4 | nuovi fondi di private debt

Caratteristiche				Politica di investimento	
Società di gestione	Nome fondo	Target	Raccolto	Area	Settore
Antares	AZ1	€200 mln	€80 mln	Italia	Multisetore
RiverRock	Italian Hybrid Capital Fund	€150 mln	€90 mln	Italia	Multisetore
Equita	Equita Private Debt	€150 mln	€66 mln	Italia	Multisetore
Anthilia	Anthilia Parallel Fund	€200 mln	€172 mln	Italia	Multisetore



I numeri del mercato del private equity fanno ben sperare

sempre da parte del Fondo Italiano. La società di *asset management* fondata dal consulente Roland Berger avrà tempo ancora un anno per raggiungere il *closing* definitivo.

Infine, l'arrivo di Alessandro Profumo come azionista di Equita SIM ha dato un'accelerazione all'attività della boutique che ha annunciato il primo *closing* a 66 milioni di euro. La raccolta proseguirà nei prossimi 12-18 mesi per raggiungere il target finale di 150 milioni di euro. Anche in questo caso 25 milioni di euro sono stati forniti dal Fondo Italiano d'Investimento.

Interessante per la struttura dell'attività è Anthilia SGR che ha lanciato, oltre al primo fondo Anthilia BIT, un veicolo *ad hoc* (Anthilia BIT Parallelo) per gestire i 30 milioni di euro forniti da Fondo Italiano d'Investimento. Gli investimenti del fondo parallelo sa-

ranno effettuati di pari passo con il fondo Anthilia BIT, in base a un accordo che prevede il co-investimento dei due fondi in proporzione alle disponibilità finanziarie dei due veicoli. Ciò significa che, una volta raggiunto anche il target del fondo principale (Anthilia Bond Impresa e Territorio), l'ammontare di denaro complessivamente gestito da Anthilia SGR (Anthilia BIT e Anthilia BIT Parallelo) diventerà di 230 milioni di euro.

Infine, dopo aver già raggiunto lo scorso gennaio la vetta della classifica per valore degli investimenti, Duemme SGR continua con il lancio del secondo fondo mini-bond. Il raggiungimento del primo *closing* è previsto per i prossimi mesi a 50-70 milioni di euro su un target di raccolta di 150 milioni di euro.

Queste iniziative confermano la tendenza alla disintermediazione in atto del sistema bancario. ■

Il caso Suba Seeds

di Alessandro Pizzini
e Guglielmo Adriano Bolla

Nel 1974 l'imprenditore Augusto Suzzi fondò Suba Srl. Da allora, tramite passione e intuito per il proprio lavoro, il Gruppo Suba Seeds è diventato leader italiano nella produzione e distribuzione di ampie varietà di sementi vegetali.

Al momento dell'entrata di Quadriovio tramite il Fondo 2 nel 2012 (Tabella 5), il gruppo era composto da sei società: due *production companies* (Suba Seeds Company SpA in Italia e Suba France in Francia) e quattro *packaging & distribution companies* (Royal Srl, Hortus Srl, SIPAS Packaging Srl e Suba Alimentare Srl, tutte situate in Italia). A queste nel 2013 si è andata ad aggiungere Condor Seeds Production Inc., società produttiva situata in Arizona, USA.

A Cesena si trova lo stabilimento storico della società, nel quale si collocano Suba Seeds, Hortus e SIPAS. Questa scelta, oltre che da una necessità organizzativa, deriva principalmente dalle condizioni climatiche favorevoli e uniche per la coltivazione delle sementi.

A oggi il Gruppo, che collabora con 1200 agricoltori e impiega 80 dipendenti, vanta una gamma di oltre 120 varietà di sementi.

Il settore/mercato di riferimento

Il settore della coltivazione di sementi per ortive si caratterizza per essere globale ed estremamente frammentato. I motivi sono da ricercare nella scelta delle gros-



Valter Conca

è professore presso il Dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi. Insegna nei corsi di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese e di Management delle Acquisizioni. Docente Senior di Corporate Finance presso la SDA Bocconi e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.

valter.conca@sdabocconi.it

tabella 5 | sintesi dei dati economico-finanziari del Gruppo Suba Seeds al 2012

Fatturato al closing	€46,1 mln
EBITDA al closing	€5,8 mln
PFN al closing	€7 mln (*)

nota: (*) PFN adjusted per working capital

se multinazionali di focalizzarsi a livello di prodotto su segmenti a più ampia marginalità (come i cereali) e a livello di processo sulla funzione di R&D. Ciò ha permesso alle piccole e medie imprese di aggredire i segmenti lasciati scoperti.

Nel 2010 il mercato della coltivazione delle sementi valeva 43 miliardi di dollari a livello globale, con aspettative di crescita del 4-5 per cento annuo. Inoltre, a renderlo più attrattivo, vi erano segmenti che crescevano a tassi annui maggiori, come il coriandolo (+20 per cento).

Il fattore principale che caratterizza il mercato sono le diverse tipologie di semi trattati dai vari player all'interno della filiera produttiva, illustrate di seguito.

■ *Open Polluted (OP) & Biologic:*

sono semi che derivano da un'impollinazione naturale e dal non utilizzo di pesticidi, insetticidi e diserbanti.

■ *Parental & Hybrid:* sono semi che vanno a isolare delle caratteristiche genetiche particolari tramite una serie di coltivazioni pluriennali *on field*. Il possesso di caratteristiche genetiche uniche e distintive li rende altamente complessi da generare e di conseguenza costosi.

■ *Genetically Modified Organisms (GMO):* sono OP modificati in laboratorio per resistere a determinati pesticidi ed insetti, e perciò particolarmente adatti a colture estensive. Questi, come i Parental, sono trattati esclusivamente dalle multinazionali.

All'interno di questo contesto, le società produttive di Suba Seeds

sviluppano due tipologie di processi.

Il primo, anche detto *contract-based production*, rappresenta il 40 per cento della produzione totale. Tale processo prevede che la multinazionale dia in concessione a Suba Seeds i semi *Parental* per ottenere tramite incroci semi *Hybrid* di prima generazione in larga scala. La multinazionale, dopo aver ottenuto i semi *Hybrid*, li vende a *professional farmers* specializzati nella coltivazione di grandi appezzamenti per l'ottenimento del prodotto finito (pomodori, carote, cipolle ecc.).

Il secondo, anche detto *home risk production*, rappresenta il 60 per cento della produzione totale. Tale processo è caratterizzato da una produzione a stock al termine della quale il seme *OP* coltivato, dopo interventi di packaging da parte delle altre società del Gruppo, viene distribuito o alla grande distribuzione specializzata o al canale retail.

La zona di Cesena è riconosciuta a livello mondiale, per fattori geo-climatici, come polo per la produzione di sementi. Infatti, oltre a Suba Seeds, qui nascono i principali operatori del settore: CAC, SAIS, Anseme. Tuttavia, a differenza di Suba Seeds, queste società operano mag-

La volontà dei vertici di Suba Seeds era quella di trovare un partner strategico



giormente su commessa, strategia che permette loro di non dover implementare un magazzino per lo stoccaggio di sementi, ma che allo stesso tempo le rende più esposte a movimenti ciclici del mercato. Inoltre tali competitor non hanno adottato una strategia di diversificazione della produzione, concentrando i propri impianti nella zona del Ceseate.

Le motivazioni all'investimento

Augusto Suzzi, per dare continuità all'azienda, da tempo cercava un nuovo investitore cui cedere parte delle sue quote nel Gruppo. L'imprenditore infatti, non avendo discendenti che potessero ereditare la società e per valorizzare il capitale umano della stessa, ha ceduto il 48 per cento delle quote del Gruppo al management.

La volontà di Suzzi era di trovare un partner strategico da affiancare al management della società, senza che venissero intaccate l'originalità del business model e dell'azienda stessa. Ciò ha portato l'imprenditore a prediligere l'entrata di un fondo di private equity nel capitale del gruppo.

Quadrivio SGR, realtà finanziaria con focus su società leader in settori di nicchia, da tempo seguiva questo mercato. Il Fondo infatti aveva già iniziato il processo di *scouting* atto a identificare possibili target di investimento. Tra questi era stata inizialmente individuata Blumen, società di Piacenza specializzata nel packaging delle sementi. Dopo una prima analisi Quadrivio ha ritenuto il prezzo di acquisto troppo alto e conseguentemente ha deciso di abbandonare le trattative.

Nel frattempo, giunta notizia attraverso il proprio network di advisor dell'opportunità di entrare nel capitale di Suba, i gestori del fondo decidono nell'inverno del 2011 di incontrare Suzzi e i manager. Da questo e da successivi incontri sono

tabella 6 | gli attori coinvolti nell'operazione

Investitore	Quadrivio SGR
Fondo	Quadrivio Fund 2
Venditori	Augusto Suzzi & Manager
Advisor legale	Gianni Origoni & Partners
Advisor contabile e tributario	PWC; Studio Russo De Rosa

emersi vantaggi di natura strategica e competitiva che hanno convinto Quadrivio a effettuare il *closing* nel dicembre 2012. Tali vantaggi possono essere ricondotti a:

■ *reputazione*, ossia forte affidabilità del processo produttivo, misurato in termini di qualità dei semi distribuiti ai vari canali di vendita;

■ *know-how tecnico*, ossia costante monitoraggio, assistenza e formazione degli oltre 1200 agricoltori sui metodi ottimali di coltivazione dei diversi semi;

■ *ampia disponibilità di prodotti*, ossia capacità di soddisfare le richieste del cliente in ogni periodo dell'anno grazie a un ampio magazzino, altamente efficiente e automatizzato;

■ *diversificazione della produzione*. Dato che il clima rappresenta la maggior componente di rischio, Suba Seeds ha instaurato rapporti di produzione con coltivatori presenti in tutto il mondo (Italia, Francia, Americhe, Asia, Africa, Oceania);

■ presenza in tutta la supply chain.

Avendo tenuto distinte le sue società, il Gruppo riesce a operare in modo efficiente attraverso tutta la filiera del business.

Successivamente il business plan messo a punto da Quadrivio con l'ausilio dei manager mostrava come ci fossero grandi possibilità di creare valore in Suba: internamente tramite un processo di razionalizzazione del controllo di gestione e rafforzamento delle vendite estere; esternamente tramite acquisizioni di società operanti nel settore.

La struttura dell'operazione

Nel dicembre 2012 le parti (Tabella 6) si sono accordate su una valutazione del gruppo di 40 milioni di euro (multiplo EV/EBITDA 2012 di 6.9x), incluso un *earn out* di 10 milioni di euro su EBITDA e *cash generation* del 2013 (Tabella 7).

La transazione è avvenuta tramite un SPV (Special Purpose Vehi-

tabella 7 | i dettagli dell'operazione – post earn-out

Tipologia operazione	Merger Leveraged Buy Out
Prezzo di acquisto 100% equity	€23 mln
% di capitale acquisita	52%
Enterprise Value	€40 mln
EV/EBITDA	6,9x

tabella 8 | la struttura finanziaria veicolo (*)

Equity	€23 mln
Vendor loan complessivo	€11 mln
Vendor loan pre earn-out	€6 mln
Piano di rimborso	Amortizing 6%
Vendor loan earn-out	€5 mln
Piano di rimborso	Bullet 6%
% Debito e % equity veicolo	67% equity 33% debt

nota: (*) incluso €1 mln di transaction act

cle) che ha acquisito il 100 per cento del Gruppo Suba Seeds. Tale veicolo è stato finanziato al 67 per cento con equity e al 33 con *vendor loan*. L'equity del veicolo è composto per il 52 per cento da Quadrivio e per il 48 per cento dall'imprenditore e i manager. In base ad accordi negoziali, a un anno dal *closing*, il Fondo acquisirà un ulteriore 12,48 per cento di quote dalla famiglia Suzzi, portando la sua quota complessiva al 64,48 per cento (Tabella 8).

Il prezzo di acquisto per il 100 per cento del capitale di Suba Seeds è di 33 milioni di euro. Questo valore è ottenuto sottraendo ai 40 milioni di euro di EV post *earn-out* 7 milioni di euro di PFN (inizialmente di 5,4 milioni di euro e aggiustata per il *working capital*).

L'evoluzione della gestione

In fase di negoziazione l'investment manager Roberto Giudici ha individuato quali interventi fossero necessari per rendere ancora più efficiente il Gruppo e aumentarne il valore.

Interventi di natura gestionale

La prima decisione del Fondo, in accordo col fondatore Suzzi, è stata di nominare come AD Giuseppe Tumedei, ex responsabile commerciale ed esperto del settore da oltre vent'anni.

Successivamente l'attenzione si è concentrata sulla creazione di un sistema di reporting infragruppo: infatti, nonostante la lungimirante decisione di tenere separate le singole società permettesse di individuare aree di forza e debolezza della filiera produttiva, era necessario implementare un sistema consolidato di controllo di gestione.

Questi miglioramenti gestionali hanno permesso di tenere sotto stretto controllo la marginalità aziendale.

Interventi di natura strategica

Attraverso un costante dialogo tra Quadrivio e i manager si è giunti a una rifocalizzazione del catalogo su prodotti a crescita maggiore e alla pianificazione di progetti di espansione tramite acquisizioni di società estere.

In questo processo ha giocato un ruolo chiave il nuovo AD Tume-

dei, proponendo come possibile target Condor Seed Production Inc., società con sede in Idaho, USA. Questa società realizzava sementi complementari che avrebbero reso ancor più competitivo il portafoglio prodotti di Suba.

A fine 2013 è stata effettuata l'operazione tramite la quale il Gruppo ha acquisito l'intero capitale di Condor Seed Production (Tabella 9).

Interventi di natura operativa

Nel novembre 2014 è stato inaugurato a Cesena il nuovo sito produttivo e di stoccaggio, completamente automatizzato. La ratio sottostante questo investimento è stata quella di migliorare la produzione in termini di timing e quantità, aumentando la capacità di stoccaggio e riducendo sensibilmente i tempi di pulizia dei semi. Inoltre, questo investimento ha permesso di risparmiare sui costi di stoccaggio presso terzi (circa 0,2 milioni di euro annui). A oggi questo impianto vanta di essere uno tra i più efficienti del mondo.

L'exit di Quadrivio

Nei primi mesi del 2015 e dopo un *holding period* di soli tre anni, il fondo americano Paine & Partners, particolarmente attratto dai benefici finanziari derivanti dal nuovo sito produttivo, ha manifestato il proprio interesse per Suba Seeds.

L'offerta arrivata sui tavoli dei manager del Fondo Quadrivio è stata irrinunciabile, nonostante le ro-

tabella 9 | sintesi dei dati economico-finanziari di Condor

Fatturato al closing	\$9 mln
EBITDA al closing	\$0,7 mln
PFN al closing	\$0 mln
EV/EBITDA	6,5x

tabella 10 | i dati economico-finanziari di Suba Seeds al 2016 (*)

Fatturato	€74,5 mln
CAGR (2012-2016)	12,7%
EBITDA	€9,6 mln
CAGR (2012-2016)	13,4%
PFN	€26,5 mln (**)

note: (*) dati a budget 2016
(**) PFN adjusted per working capital

tabella 11 | i dettagli dell'operazione post earn-out

Tipologia way out	Secondary Buy Out
Prezzo di acquisto del 100% equity	€54,7 mln
% di capitale acquisito	64,48%
Enterprise Value	€81,2 mln
EV/EBITDA	8,5x

see prospettive future: la società è stata infatti valutata al 2016 81,2 milioni di euro (EV/EBITDA 8,5x) (Tabella 10).

Durante il processo negoziale è stato concordato un *earn-out floored* a 9,2 milioni di euro (esigibile a gennaio 2017) basato sul raggiungimento di almeno il 75 per cento del *gross margin* a budget per il 2016.

Per giungere infine al prezzo di vendita, è stata sottratta all'EV di 81,2 milioni di euro una PFN *adjusted* di 26,5 milioni di euro, ottenendo un equity value di 54,7 milioni di euro (Tabella 11).

Considerando l'EV all'exit pre *earn-out* di 72 milioni di euro, la differenza tra il valore 2012 e il valore 2015 (32 milioni di euro) gene-

rata da Quadrivio è giustificata per il 52,5 per cento da un arbitraggio sulle performance dell'EBITDA e per il 47,5 per cento da un arbitraggio sui multipli.

Un bilancio conclusivo

«Quest'operazione ci ha soddisfatto per diversi motivi. Abbiamo dimostrato, ancora una volta, che la nostra strategia funziona: investiamo in società leader in settori di nicchia che, dopo essere state strutturate e sviluppate per linea interna ed esterna, diventano appetibili anche per investitori esteri. Abbiamo realizzato un grande ritorno per i nostri investitori, ma soprattutto abbiamo valorizzato un settore che, malgrado pochi ne siano a conoscenza, rappresenta un'eccellenza mondiale; il *made in Italy* è anche questo».

Queste le parole del *fund manager* Roberto Giudici, capo dell'operazione Suba Seeds. I ritorni post *earn-out* sono illustrati nella Tabella 12.

tabella 12 | i ritorni post earn-out

Totale investimento Quadrivio	€16,120 mln (*)
Cash in totale	€33,678 mln (**)
Cash on cash Multiple	2,1
IRR	32,7%

note: (*) 52%*€23 mln = €9,36 mln; 52%*€2 mln = €1,04 mln (cash out per Condor); €3,12 mln (passaggio da 52% a 64,48%)
(**) al netto di €1,6 mln di TC



Alessandro Pizzini

è laureando del MSc in Management presso l'Università Bocconi, dove sta svolgendo uno stage come research analyst per il PE Lab – Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita; è laureato in Economia Aziendale e Management all'Università Bocconi.
apizzini.eu@gmail.com



Guglielmo Adriano Bolla

è laureato in Economia Aziendale e Management presso l'Università Bocconi. Attualmente è research analyst per il PE Lab – Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.
bollaguglielmo@gmail.com



© STOCK - ANHARREI OVER

Un Chief Restructuring Officer non si può improvvisare

di Maurizio Ria

Il termine CRO (Chief Restructuring Officer) è stato coniato dagli americani per identificare chi deve eseguire le operazioni di risanamento aziendale, coerentemente con alcune specifiche del ben noto *Chapter 11* delle procedure concorsuali americane.

Infatti, nell'ordinamento USA lo scopo prevalente è costituito dall'intervento tempestivo da parte dei giudici specializzati che, fornendo tutti gli strumenti necessari al raggiungimento del successo di queste iniziative, identificano e fanno imboccare le strade per il risanamento delle aziende. Tra queste c'è l'ingaggio di un particolare manager esperto, dotato dei poteri e della rappresentanza adeguata, per la guida esecutiva del piano di ristrutturazione dell'azienda in questione.

Dopo anni di penalizzazione degli attori coinvolti in situazioni fallimentari, solo recentemente la legge concorsuale italiana ha inglobato questi concetti, infatti:

■ a partire dal 2005 sono stati introdotti gli Accordi di Ristrutturazione del debito (art. 182-bis legge fallimentare);

■ dal 2012 è stata introdotta la procedura di Concordato in Bianco e di Concordato in Continuità (art. 161 legge fallimentare), con il chiaro intento di facilitare la ripresa delle aziende in difficoltà.

A questo riguardo la letteratura specializzata ha fornito ampia documentazione e casistica.

Va segnalato inoltre che il legislatore è intervenuto ulteriormente (e sta ancora operando) per cercare di migliorare questi percorsi nei termini legali-societari propri di chi scrive le leggi.

L'esperienza pratica ha visto l'applicazione di queste procedure coinvolgendo schiere di legali e financial advisor (che si sono riciclati sul tema al termine della stagione delle operazioni M&A), ma il ruolo esecutivo di realizzazione del piano di risanamento è stato poco affinato e spesso lasciato allo stesso management che ha condotto l'azienda nelle situazioni critiche.

Così, mentre veniva lasciata una sorta di «discrezionalità» agli attori in campo, il ceto bancario ha «scimmiettato» il ruolo (ben più formale

e di alto contenuto) che gli americani avevano attribuito al CRO, assegnandogli mansioni talvolta fantasiose, se non addirittura ridicole.

Infatti, con il termine CRO, il mercato ha spesso identificato consulenti (prevalentemente finanziari) esterni al CdA delle aziende interessate, privi di ogni potere esecutivo, e spesso anche di competenze industriali rispetto alle aziende in questione, con lo scopo di ricevere informazioni aggiornate sulle attività correnti o di «monitorare» l'andamento rispetto alle assunzioni di Piano Approvato e Asseverato.

Per correttezza intellettuale va assolutamente specificato che, alla base di queste posizioni, esiste il vincolo ben comprensibile (la cosiddetta «legge bancaria»), che impedisce nel modo più assoluto alle banche di operare scelte e/o iniziative che possano incidere in via diretta nella gestione aziendale.

Le ripetute esperienze di esiti fallimentari delle ristrutturazioni, certificate anche da recenti ricerche (come quelle presentate in occasione del convegno «Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debi-

figura 1 | i ruoli del CRO alla luce delle esperienze degli ultimi anni



ti ex art. 182-bis l.f.», promosso da Claudio Dematté Research), hanno timidamente portato ad alcuni aggiustamenti degli accordi bancari sottostanti i processi di ristrutturazione, inducendo i CdA aziendali a introdurre manager esperti dell'industria in questione e, al contempo, capaci di operare scelte di ristrutturazione e *turnaround*.

In questi casi, il CRO viene dotato degli opportuni poteri esecutivi, probabilmente limitati o focalizzati alle specifiche operazioni di risanamento, integrandosi nella squadra di management già esistente.

I casi di successo riscontrati finora hanno portato a identificare il profilo ideale che il CRO dovrebbe avere: ■ manager di lunga esperienza industriale (età over 50 anni) che ha ricoperto ruoli di Amministratore Delegato (o General Manager) in

aziende di medio-grandi dimensioni, se possibile dello stesso comparto dell'azienda in questione;

■ forte determinazione e orientamento ai risultati, con chiara evidenza dei goal raggiunti nella propria carriera, specifiche capacità di lettura dei dati finanziari e gestione dei vincoli correlati;

■ esperto nel gestire uomini, processi organizzativi e situazioni stressanti, con una forte attenzione al lavoro di squadra e alla motivazione degli individui, per consentire loro il superamento delle situazioni critiche tipiche di una crisi finanziaria;

■ buona conoscenza delle tematiche concorsuali/societarie, per una maggiore consapevolezza di quanto può e deve essere fatto in azienda nel rispetto dei vincoli imposti dalle leggi concorsuali e/o dagli accordi bancari;

■ ottime capacità relazionali, per comunicare in trasparenza e fiducia con tutti gli interlocutori interni ed esterni all'azienda (banche, istituzioni statali, lavoratori, management).

Il cambio di governance, che in questi casi ne deriva, ha in effetti dimostrato efficacia e soprattutto velocità di esecuzione, permettendo di realizzare le ristrutturazioni in un arco temporale medio di 18-24 mesi.

Questi risultati hanno permesso il mantenimento in vita delle aziende in oggetto, la conseguente salvaguardia di buona parte dell'occupazione e soprattutto il rispetto degli impegni verso i vari creditori (personale, erario, fornitori e banche). ■

Esplora **e&plus** su www.economiaemangement.it


Maurizio Ria

è esperto di ristrutturazioni aziendali in diversi settori come metalmeccanica, food, aeronautica, chimica, consumer goods, media/editoria, logistica, trading e shipping. Ha una Laurea in Ingegneria Meccanica al Politecnico di Milano e un Master in Business Administration alla SDA Bocconi.
m.ria@dukekay.com