



© STOCK - ROMOLO TIANI

Creare valore con gli add-on

La difficoltà a crescere per linee interne spinge alle acquisizioni integrative indirizzate verso organizzazioni grandi e stabili, capaci di competere a livello internazionale

di Valter Conca

Nonostante la lieve crescita del 2015, il mercato mostra segni di sostanziale stabilità: il database del PE Lab indica che dal 2011 a oggi si registrano mediamente 110-120 operazioni all'anno (Tabella 1), e dalle prime stime anche il primo semestre del 2016 appare in linea con il trend passato.

Si segnalano ancora difficoltà nei flussi in uscita, in linea con il trend relativo all'holding period. Prosegue la generale tendenza al rialzo dei prezzi, confermata anche dalle prime operazioni registrate nel 2016, che mostrano un balzo in avanti dei multipli di acquisto, a testimonianza del fatto che il merca-

to è disposto a riconoscere valori interessanti per imprese in grado di prospettare un percorso di crescita costante e credibile. Anche se il campione è ancora limitato, stiamo osservando multipli che si collocano in una fascia tra 7x e 9x l'EBITDA.

Nulla di nuovo sotto il sole, ma le evidenze empiriche ci danno contezza di un fenomeno di mercato ormai costante e consolidato: sempre più determinante è il peso specifico (circa il 20 per cento del mercato) delle acquisizioni aggregative che rientrano nella logica delle strategie di *buy and build*. Anche se è difficile individuare una dimensione ottimale, non vi è dubbio che al di sotto di certe dimensioni le imprese sono difficilmente vendibili, e que-

sto per il private equity è un grande problema!

Le ricerche svolte sul campo indicano che gli investitori sono particolarmente interessati ad acquisire imprese con organizzazioni più grandi e più stabili, in grado di poter competere a livello internazionale. Gli add-on rispondono proprio a tale esigenza.

La spiegazione è semplice. La difficoltà di crescere per linee interne e i tempi lunghi necessari per aumentare le quote di mercato tendono a spostare il focus strategico sulla velocità di creare valore (particolarmente sensibile nell'industria del private equity) mediante l'integrazione di nuove target con il primo investimento (la *platform*). Cambiano quindi le modalità classiche di value creation:

tabella 1 | il trend del mercato italiano

Mercato italiano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1 2016
Società acquisite	124	161	72	76	86	94	79	82	96	41
Add-on	34	31	17	21	29	34	28	20	23	10
Totale operazioni	158	192	89	97	115	128	107	102	119	51
N. disinvestimenti totali	83	71	52	41	67	50	66	65	47	19
Holding period > 4 anni	54%	39%	46%	56%	58%	61%	64%	63%	52%	56%
Holding period > 6 anni	25%	15%	33%	17%	19%	29%	27%	48%	35%	38%
N. disinvestimenti parziali	17	12	5	13	10	6	4	6	11	2
Durata media holding period	4,3	3,7	5	4,4	4,8	5	5	5,6	4,6	5,7

fonte: Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita

il modello presentato nella Figura 1 ne chiarisce in via sintetica i meccanismi e le relazioni di causa-effetto.

È interessante notare come questa strategia possa agire indifferentemente sfruttando sia la leva dell'arbitraggio da multipli sia quella dell'arbitraggio da performance. Il contributo al valore può essere ricercato con due differenti soluzioni: per il solo effetto dell'aumento dimensionale apportato con l'add-on, oppure con interventi tesi allo sviluppo di sinergie industriali e di costo che agiscono sulle performance operative. Laddove si fosse in grado di ottenere una combinazione dei due fattori, l'effetto sulla creazione di valore risulterebbe straordinariamente moltiplicato.

I vantaggi appaiono maggiori nello sfruttamento del fattore dimensionale che consente di:

- facilitare la successiva *way-out* resa possibile da dimensioni più competitive;
- sfruttare l'arbitraggio da multipli che premia le imprese con crescenti livelli di EBITDA.

Nel secondo caso invece il risultato finale dipende dalla capacità di

integrazione e dai tempi di realizzazione delle sinergie individuate.

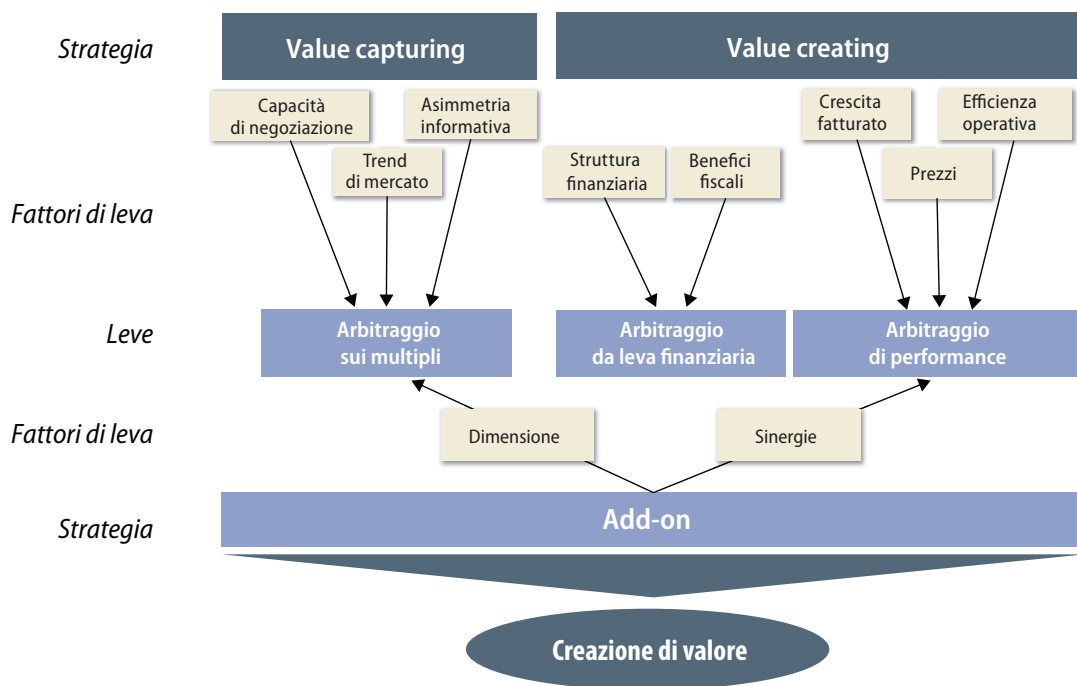
Questo trend si sta manifestando anche nel primo semestre del 2016, se si considera che un'operazione su cinque segue proprio questo percorso.

Ecco alcuni esempi significativi. Degna di nota è la strategia implementata dal fondo internazionale Summit Partners nei confronti del segmento relativo all'attività degli studi odontoiatrici e fabbricazione di protesi dentarie. Summit Partners aveva infatti acquisito nell'aprile 2015 la maggioranza della catena italiana di cliniche dentali DentalPro con un reinvestimento dei vecchi soci nella nuova operazione a dimostrazione della convinzione di un progetto credibile. La società possiede e gestisce 30 cliniche dentistiche che offrono un servizio completo in tutta Italia coinvolgendo un network di oltre 200 dentisti. Successivamente, nel primo semestre del 2016, la stessa DentalPro, con la regia del fondo anglo-americano dietro le quinte, ha acquisito dapprima il Gruppo Giovanni Bona Cliniche Dentali e in seguito ha rile-

vato anche il 100 per cento di DentaDent. Con questa successione di add-on il Gruppo DentalPro si è trasformato nel più grande gruppo privato del settore odontoiatrico in Italia con 230.000 pazienti e 95 cliniche attive. Il piano prevede 70 nuove aperture nei centri commerciali di tutta Italia nei prossimi tre anni e punta a superare nell'anno i 100 milioni di euro di ricavi, a fronte di un EBITDA atteso del 20 per cento.

Sempre nel 2016, il fondo Aksia Group ha acquisito Contacta SpA e Visiant Srl, due società attive nel settore dei contact center. La ratio strategica dell'operazione fonda le sue radici nell'obiettivo di Aksia di creare il terzo player italiano del comparto, con un fatturato complessivo pari a 115 milioni di euro. L'operazione ha comportato l'acquisizione del 100 per cento di Visiant e Contacta, attraverso una holding controllata al 55 per cento dal fondo e al 45 per cento dagli attuali soci, che reinvestiranno nel nuovo progetto, in modo tale da garantire una continuità culturale e organizzativa in un'ottica di conservazione e innovazione dei fatto-

figura 1 | l'apporto degli add-on alla creazione di valore



ri critici di successo delle due società.

L'osservazione del panorama italiano in questo primo semestre del 2016 mette in luce le strategie di risposta dei fondi di private equity al contesto di maturità che caratterizza da tempo il mercato, nel senso di un significativo cambiamento verso modelli più focalizzati sul rafforzamento del core business e sul consolidamento sostenibile del valore industriale nel lungo periodo. Si tratta di un cambiamento di non poco conto, che presuppone una rinnovata gestione della governance e una mentalità dei general partner più orientata da uomini di azienda che da uomini di finanza. Una bella sfida!

Il caso Medavita di Fabio Lomangino

Fondata nel 1963 e con sede a Milano, Medavita è una società per azioni a conduzione familiare, leader nei trattamenti per capelli con marchio proprio. La mission di Medavita è di sviluppare, produrre e commercializzare cosmetici professionali di alta qualità per la cura e la bellezza dei capelli.

Con oltre 50 anni di esperienza nel settore, Medavita ha mantenuto sempre ferma la sua vocazione: offrire il miglior servizio possibile attraverso una vasta gamma di prodotti in grado di soddisfare le esigenze sempre in continua evoluzione del mondo della moderna *coiffure*.

La storia di Medavita è l'emblema tipico dell'imprenditoria familiare italiana; con il passaggio di consegne dal padre fondatore al figlio sono cambiate molte cose, ma gli ideali e i valori che contraddistinguono quest'azienda sono rimasti sempre gli stessi, tenendo fermo il timone che ha guidato l'affermazione di questa eccellenza made in Italy.

Tutti i prodotti Medavita sono tesi a garantire la massima efficacia sin da subito, attraverso l'utilizzo di ingredienti naturali che assicurano il rispetto della fisiologia della cute e del capello. Per queste ragioni, nella scelta delle materie prime è fondamentale l'utilizzo di oli essenziali ed estratti vegetali purissimi selezionati con grande rigore.



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

in tutto il mondo. Anche il processo produttivo è soggetto a un rilevante controllo, in un'ottica di forte focalizzazione dell'azienda sul pieno soddisfacimento delle esigenze di tutti.

Il mercato di riferimento

Il settore dell'*hair care* appare come un mercato sano, stabile e tendenzialmente in crescita, in cui predomina un alto tasso di innovazione frutto di un'intensa attività di sperimentazione.

Nello specifico, il settore è caratterizzato da tre player principali (L'Oréal, Wella, Schwarzkopf) che controllano circa il 50 per cento dei volumi, grazie al continuo lancio di nuove linee per mantenere alta la loro visibilità. Sull'altro fronte si collocano invece una molteplicità di aziende di dimensioni inferiori che competono per il restante 50 per cento del mercato mediante modelli di business meno diversificati.

Il principale value driver del settore rimane l'innovazione di prodotto e la sperimentazione di formule alternative, nella misura in cui il consumatore si dimostrerà ricettivo verso le novità immesse sul mercato e sarà quindi disposto a riconoscerne il valore, ispirando nuove mode e favorendo il brand building.

All'interno dello scenario descritto, Medavita si contraddistingue per un approccio a tutto tondo che, partendo dalle fondamenta, cerca di dare origine a un mondo senza compromessi, orientato verso il raggiungimento di un coinvolgimento sensoriale assoluto. Il linguaggio dei prodotti Medavita parla direttamente alla sfera emotiva del consumatore, in quanto fortemente evocativo e teso a stimolare

tabella 2 sintesi dei dati economico-finanziari di Medavita	
Fatturato al closing	€10 mln
EBITDA al closing	€2,05 mln
PFN al closing	€1,1 mln

la cosiddetta «struttura di base» del percorso esperienziale.

Medavita è pertanto il primo marchio italiano per quanto concerne il segmento professional, grazie a un posizionamento premium frutto della sua idea di bellezza basata sul «con»: il consumatore è bello con le sue diversità, con i suoi anni e con tutti i suoi difetti; l'importante è valorizzarli e trasformarli in caratteristiche affascinanti.

Le motivazioni all'investimento

La ratio dell'operazione fonda le sue radici nel peculiare posizionamento competitivo che Medavita è stata capace di costruire nel tempo; Medavita è infatti leader italiano nel segmento professional dove vende ai parrucchieri attraverso un'importante rete distributiva diretta. Queste caratteristiche hanno catturato l'attenzione di Pool Service Srl (società specializzata in prodotti per il trattamento professionale dei capelli, e in particolare in tinture) che, nell'ottica di un percorso atto a costituire un gruppo ancora più importante nell'*hair care* professionale, ha deciso di acquisire nel luglio 2015 il 100 per cento di Medavita.

Pool Service, controllata all'80 per cento da Accord Management e dal fondo Gate gestito da Riello Investimenti Partners SGR (il restante 20 per cento appartiene ancora alla famiglia Cattaneo), ha sin da subito

individuato in Medavita un'opportunità unica di acquisizione aggregativa nell'ottica strategica di add-on, a fronte di un mercato caratterizzato per il 50 per cento da uno scenario particolarmente frammentato.

L'attenzione per Medavita nasce in nome della significativa complementarità di prodotto esistente tra le due imprese; se da un lato Medavita è leader nel segmento premium senza però produrre tinte, Pool Service è caratterizzata da una vocazione più industriale, focalizzata sulla produzione di tinte, e a differenza di Medavita non è dotata di un sistema diretto di vendita.

È quindi manifesto il significativo valore potenziale delle sinergie, sia dal lato dei prodotti, sia da quello relativo al posizionamento di mercato, senza tralasciare le più classiche sinergie di struttura (unione di stabilimenti, unione di personale).

Occorre sottolineare come Pool Service, producendo per diversi marchi, per sé e in conto terzi, in Italia e nel mondo, è una realtà dotata di un know-how tecnico-specialistico in grado di produrre tutti i prodotti Medavita, tanto che la prima attività implementata dopo l'acquisizione, considerata prioritaria da un punto di vista strategico, è stata quella di unificare i reparti produttivi e lanciare la nuova tinta Medavita.

Così facendo Pool Service mira a beneficiare delle sinergie produttive



Fabio Lomangino

è laureando del MSc in Management presso l'Università Bocconi, dove è research analyst per il Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita; è laureato in Economia Aziendale e Management all'Università Bocconi.

fabio.lomangino@gmail.com

tabella 3 | gli attori coinvolti nell'operazione

Platform utilizzata	Pool Service srl
Advisor legale	Pedersoli & Associati
Advisor finanziario	Deloitte

tabella 4 | i dettagli dell'operazione

Tipologia operazione	Add-on
Prezzo di acquisto 100% equity	€10,2 mln
% di capitale acquisita	100%
Enterprise Value	€11,3 mln
EV/EBITDA	5,5x

ve e ad avere un controllo diretto dell'intera filiera produttiva, al fine di garantire un prodotto di alto livello a fronte di costi interni relativamente contenuti.

La struttura dell'operazione

La transazione è stata condotta interamente a debito in quanto l'acquisizione fatta in principio di Pool Service (dicembre 2012) era avvenuta con un basso indebitamento (rapporto equity/debito di 2 a 1) e negli anni successivi la stessa Pool Service aveva provveduto da sé, attraverso il consistente flusso di cassa generato, a una significativa riduzione del debito in questione.

Va da sé che a fronte della possibilità di «tirare» nuovo debito da parte di Pool Service e della redditività di Medavita, la capacità di indebitamento del gruppo era ampiamente idonea a sopportare la chiusura di un'operazione finanziata esclusivamente con mezzi di terzi.

Il finanziamento (ottenuto da Intesa Sanpaolo e che ha visto Banca IMI nel ruolo di *mandated lead arranger* e banca agente) ammontava a un valore totale di 16,8 milioni, ed è servito in parte a ripagare il vecchio debito di Pool Service (5,7 milioni) e per il restante a pagare il prezzo di acquisto di Medavita (11,1 milioni).

L'evoluzione della gestione

Con l'ingresso di Medavita all'interno del gruppo Pool Service, la strategia di gestione della partecipazione rimane ancorata all'idea di proseguire verso la costruzione di una sempre più importante realtà nel mondo dell'*hair care* professionale, con un fatturato obiettivo per il 2016 pari a 37 milioni di euro.

La strategia di continuare a percorrere la strada maestra delle acquisizioni aggregative fonda le sue radici innanzitutto nella medesima ragione che ha portato all'acquisizione di Medavita, vale a dire lo sfruttamento della capacità produttiva di Pool Service anche per altri marchi; l'obiettivo è quindi di andare a individuare aziende commerciali che non producono, al fine di internalizzare la produzione e di beneficiare sin da subito di significative sinergie dal punto di vista industriale.

Un'altra importante direttrice di sviluppo riguarda la ricerca di operatori specializzati attivi in mercati complementari, poiché il gruppo a oggi vende praticamente in tutto il mondo, ma ci sono delle aree in cui non è adeguatamente presente con una distribuzione capillare all'altezza del suo posizionamento.

Pertanto, riuscire a individuare in questi territori un'azienda radicata in loco in modo stabile e sistemati-

co consentirebbe al gruppo di sviluppare il potenziale di queste aree e di fornire le proprie competenze su altri mercati.

La linea strategica di fondo che accompagna l'evoluzione del gruppo verso il suo obiettivo è fortemente correlata alla capacità di entrare in nuovi mercati, con lo scopo di conseguire e sfruttare sinergie industriali e commerciali, con un focus prioritario per quanto concerne l'implementazione di *cross-selling* su diverse aree geografiche. Quanto detto si inserisce in maniera complementare nel contesto competitivo che caratterizza il mercato: come visto in precedenza, il 50 per cento del mercato è rappresentato da operatori di piccola e media dimensione, di fronte ai quali la possibilità di fare aggregazione appare assai invitante. Inoltre, il restante 50 per cento, controllato da L'Oréal, Wella e Schwarzkopf, costituisce una sorta di «ombrello» nei confronti dei piccoli operatori che grazie a politiche di prezzo posizionate a sconto preservano in modo efficace la loro profittabilità.

Un bilancio conclusivo

In ultima analisi occorre ribadire come l'operazione si inserisca all'interno di un disegno strategico più ampio orientato a rimodellare lo scenario competitivo di riferimento mediante un piano di crescita basato su add-on presenti e futuri.

Questo ci fa comprendere come le strategie di *buy and build* costituiscano oggi più che mai un'efficace metodologia di creazione del valore, a fronte di un approccio degli investitori finanziari che sta attraversando una vera e propria epoca di transizione; si assiste infatti a una crescente diffusione del *modus operandi* tipico dell'investitore industriale tra i fondi di private equity, a testimonianza di un mercato che difficilmente valorizza la mera alchimia finanziaria di breve periodo, ma che premia piuttosto la sostenibilità del valore industriale nel tempo.



Un'efficace gestione del rischio è possibile

di Andrea Di Ciancia

L'attività di gestione del rischio non può essere definita univocamente. Se da un lato il termine anglosassone *risk management* appare come una versatile etichetta, dall'altro è talmente ampio da lasciare spazio a innumerevoli interpretazioni. La gestione del rischio, infatti, varia a seconda dello specifico aspetto che si intende «trattare» (1), del tipo di asset in portafoglio, della tipologia di veicolo utilizzato, della strategia di investimento e per gli altri fattori «residuali» che caratterizzano gli obiettivi, le modalità e lo stile dell'attività di investimento. A livello di asset, la gestione del rischio muta in relazione al fatto che uno strumento sia quotato o meno: gli asset non quotati (*private asset*) presentano un rischio di liquidità più elevato di quelli scambiati nel mercato quotato (*public asset*) essendo più difficile trovare controparti disposte ad acquistarli in un

tempo sufficientemente ragionevole da non modificarne il valore di mercato (2). Se il private asset è poi detenuto da un veicolo specializzato, per esempio un fondo di investimento alternativo (FIA) secondo la recente normativa *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) (3), la gestione del rischio va adattata alle caratteristiche e peculiarità del veicolo stesso. Investire in un fondo di private equity, o in generale in un fondo chiuso, comporta significative differenze rispetto alla scelta di un fondo aperto: i sottoscrittori dei primi vedono vincolati i loro impegni di investimento (*commitment*) a fronte di un'incertezza, nei migliori casi di un rischio (4), relativa all'ammontare e alle tempistiche dei richiami e delle distribuzioni (5).

Qui vogliamo illustrare brevemente come la gestione del rischio di un private asset, nel caso di specie, un investimento private equity

presente all'interno di un FIA, sia possibile ed efficace, e come l'attività di risk management consenta di generare un importante valore aggiunto sia per il sottoscrittore del fondo sia per il gestore dello stesso.

Obiettivi del private equity risk management

Quando si parla di *private equity risk management* occorre considerare i due principali approcci che si sono affermati nel corso degli anni: il metodo *tradizionale* e il metodo *moderno*.

L'impostazione tradizionale non prevede una gestione del rischio tramite un framework o un modello testato e consolidato, ma analizza i principali i fattori di rischio attraverso un approccio prettamente qualitativo. Secondo tale impostazione, il risk management è assimilabile ad un'attività di due diligence, e come tale si concentra sul singolo deal tralasciando l'approc-

(1) Distinguendo per esempio i rischi di natura finanziaria dai rischi operativi.

(2) Y. Dasai, A. Gabrielsen, *Modelling the Tail Risk in Private Equities and Hedge Funds*, disponibile su SSRN 2407601, 2014.

(3) *Alternative Investment Fund Managers Directive* 2011/61/EU.

(4) La differenza tra incertezza e rischio viene spesso equivocata ma è sostanziale. Si ha incertezza quando a un evento futuro non è attribuibile una probabilità di accadimento, mentre ci si espone a un rischio, in senso stretto, quando di tale evento possiamo stimare una probabilità di accadimento.

(5) P. Cornelius, C. Diller, D. Guennoc, T. Meyer, *Mastering Illiquidity. Risk Management for Portfolios of Limited Partnership Funds*, Chichester, Wiley Finance, 2013.

cio di portafoglio. È un'attività *one-off* detagliata ma non ricorsiva, si focalizza sulla fase di investimento trascurando quelle di monitoraggio e di dismissione, e infine si concentra sulla massimizzazione del ritorno atteso del singolo investimento senza aggiustarlo per il rischio assunto, come se al maggior rendimento atteso non corrispondesse un maggior rischio implicito.

La gestione del rischio secondo l'impostazione moderna depotenzia l'aspetto qualitativo per trasformarsi in un'analisi il più possibile quantitativa attraverso un framework aggiornabile nel tempo, comparabile, adattabile e affidabile (6). L'impostazione moderna ha come scopo sia la gestione del rischio del singolo asset, sia il controllo del rischio a livello di fondo in un'ottica di diversificazione e *capital allocation*. Inoltre, l'obiettivo del risk management, oltre alla fase di investimento, si allarga ad altre due attività cruciali quali il monitoraggio e la dismissione. Il risk management affianca in definitiva, con pari dignità, l'attività di investimento.

Nel corso degli anni l'impostazione tradizionale sta lasciando il posto a quella moderna. La diffusione della cultura del risk management nel mondo private equity ha agevolato questa transizione, sempre più richiesta dagli investitori sofisticati e recentemente imposta da provvedimenti normativi e regolamentari (AIFMD) (7).

Numerosi sono i vantaggi dell'approccio moderno rispetto a quello tradizionale:

■ l'approccio moderno evidenzia in modo chiaro il *trade-off* rischio/rendimento. L'utilizzo di un framework consolidato e soggetto a periodici *back test* consente di monito-

rare i rendimenti aggiustati per il rischio sia a livello di asset, sia a livello di FIA;

■ l'approccio moderno permette di avere dei riscontri efficaci in termini di *asset selection* e *asset allocation*. Nella selezione degli investimenti il focus non è più centrato esclusivamente sul ritorno atteso del singolo deal, ma si adotta una gestione del profilo rischio/rendimento coerente con quella del fondo, profilo che la normativa AIFMD richiede venga misurato, monitorato e comunicato periodicamente agli investitori;

■ con l'approccio moderno si viene a creare un circolo virtuoso e un allineamento di interessi tra le parti. Infatti esso consente ai gestori di migliorare il trattamento dei rischi nell'ambito del ciclo di vita dei singoli investimenti e del fondo, permettendo azioni correttive a salvaguardia dei rendimenti attesi. Una maggiore trasparenza e tracciabilità nel tempo del profilo rischio/rendimento va a beneficio degli investitori, specialmente quelli istituzionali, tipicamente caratterizzati da maggiore consapevolezza e sofisticazione finanziaria. Tutto ciò si riflette in una migliore reputazione e immagine dei promotori e dei fondi già in essere, rendendo più agevole l'attività di fundraising.

Risk management a livello di fondo (FIA)

Definizione di rischio a livello di FIA

Nell'ambito dell'approccio moderno al risk management sopra menzionato, i metodi prevalenti per la misurazione del rischio a livello di fondo sono i seguenti (8):

■ metodo basato sulla volatilità dei *net asset value* (NAV) del fondo;

■ metodo basato sulla volatilità dei cash flow generati dal fondo.

La misurazione del rischio attraverso la volatilità dei NAV presenta numerose difficoltà (9), di cui due sostanziali: i NAV cambiano nel tempo a seguito dello sviluppo delle attività di investimento e disinvestimento e non a causa dell'esposizione del fondo al rischio (si pensi alla tipica *J curve* di questi fondi); inoltre la valorizzazione dei NAV può essere influenzata da fattori non basati sul *fair value* (10).

La misurazione del rischio intesa come volatilità dei cash flow del fondo è una misura più rappresentativa, sebbene più complessa da modellizzare, rispetto al metodo che si basa sulla volatilità dei NAV. I cash flow non sono soggetti a *bias* soggettivi in sede di valutazione, possono essere osservati durante tutta la vita del fondo e sono una rappresentazione oggettiva dello sviluppo dello stesso. Inoltre, il metodo basato sulla volatilità dei cash flow incorpora informazioni essenziali, come la stima dell'ammontare e delle tempistiche relative ai capitali ancora da richiamare o distribuire. Sono fattori che il metodo basato sulla volatilità dei NAV non prende in considerazione. Il modello di analisi esposto di seguito si basa sul metodo della volatilità dei cash flow e definisce il rischio del fondo come la probabilità che il FIA non raggiunga il livello di rendimento atteso al termine della sua durata.

Modello di analisi

Mentre il rischio di portafoglio per i fondi che investono in asset liquidi ha metodologie di calcolo consolidate e condivise, che fanno riferimento in ultima analisi al con-

(6) European Private Equity and Venture Capital Association, *Risk Measurement Guidelines*, 2013.

(7) Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, *AIFM 2011/61/UE* (o AIFMD), 2011.

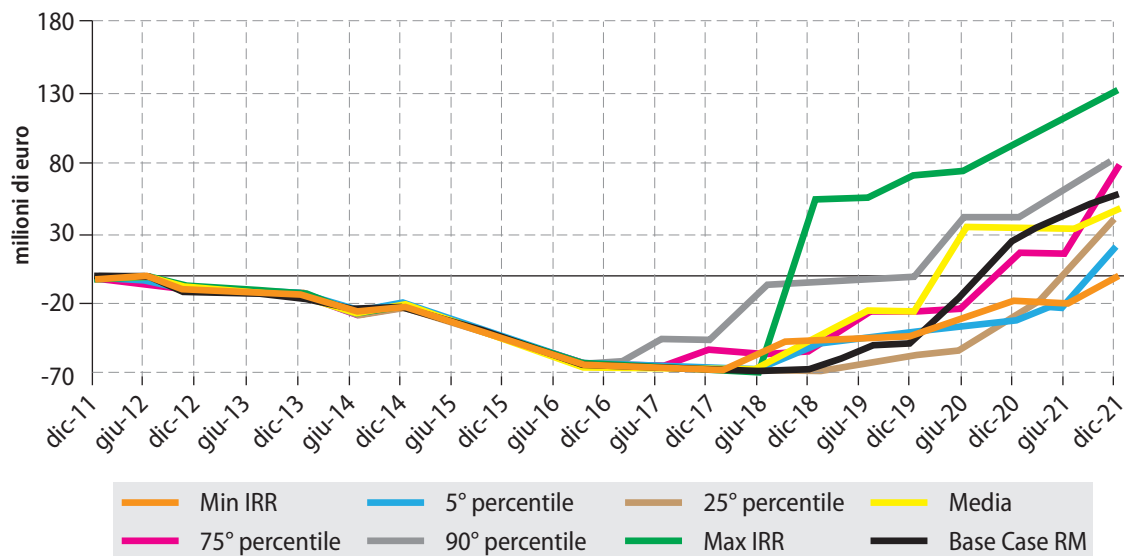
(8) European Private Equity and Venture Capital Association, *op. cit.*

(9) Per una disamina puntuale si veda European Private Equity and Venture Capital Association, *op. cit.*

(10) Caso emblematico è la normativa italiana, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* del 19 gennaio 2015, che propende in

modo marcato per l'utilizzo del costo storico. Comunque anche ricorrendo a principi basati sul *fair value*, come quelli proposti da Invest Europe, il calcolo del NAV può essere significativamente influenzato dalle metodologie utilizzate ai fini valutativi dai gestori.

figura 2 | J curve dei rendimenti e simulazione Monte Carlo per la stima del rischio di liquidità



petto della varianza (11), quello attinente ai fondi chiusi di investimento aventi partecipazioni in asset illiquidi non è facilmente sintetizzabile tramite formulazioni matematiche. Ciò malgrado è possibile misurare il rischio con la definizione di un modello *ad hoc*.

Il modello di analisi proposto stima il grado di rischio a livello di FIA attraverso un risk rating elaborato sulla base di una combinazione non lineare dei punteggi attribuiti a cinque fattori di rischio, definiti in conformità con l'AIFMD, eventualmente incrementato tramite un coefficiente che esprime il rischio specifico. I macrofattori di rischio convenzionalmente considerati sono i seguenti:

- rischio di controparte;
- rischio di liquidità;
- rischio di credito;

- rischio di mercato;
- rischio operativo.

I fattori di rischio sono calcolati sulla base di specifici *key risk indicators* (KRIs), che dipendono dalla performance del FIA o da parametri di mercato.

Per ogni KRI sono definite specifiche soglie di rischio, stimate laddove possibile con analisi di *back testing*. Il valore stimato per ogni fattore di rischio deriva da una combinazione lineare dei singoli KRI tramite la metodologia *weakest link*, al fine di sovra-pesare i KRI caratterizzati da una maggiore rischiosità. Il modello facilita una disamina approfondita dei singoli fattori di rischio.

A titolo di esempio, nella Figura 2 si noti l'evoluzione del rischio di liquidità di un fondo di private equity attraverso l'analisi dei cash flow già realizzati (linea fino a giugno 2016) e di quelli attesi su vari scenari simulativi (linee successive a giugno 2016). Si noti la classica forma della *J curve*, appiattita in questo caso dalle buone performance attese del fondo, che porta a stimare IRR sempre positivi a scaden-

za tranne in un caso (Min IRR) evidenziato dalla linea rossa.

Validazione e verifica della robustezza del modello

Il modello analizzato permette di effettuare analisi sulle variabili rilevanti al fine di monitorare il livello di rischio nel tempo e identificare le misure correttive idonee a gestire o a mitigare l'incidenza dello stesso. Il modello viene sottoposto ad attività di *back testing* al fine di affinare le tecniche di analisi e di verificare, sulla base di dati consuntivi, la bontà e la correttezza delle stime elaborate in precedenza. Vengono svolti anche stress test al fine di garantire che i rischi associati a ogni posizione di investimento del FIA, e il loro effetto complessivo sul portafoglio, possano essere correttamente misurati e monitorati su base continuativa.

Risk management a livello di singolo investimento

Definizione di rischio a livello di asset

L'analisi di rischio a livello di asset riveste un ruolo cruciale sia per

$$(11) \text{Var}_p = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho(r_i, r_j)$$

dove:

w_i = pesi degli asset nel portafoglio

σ_i^2 = varianza degli asset nel portafoglio

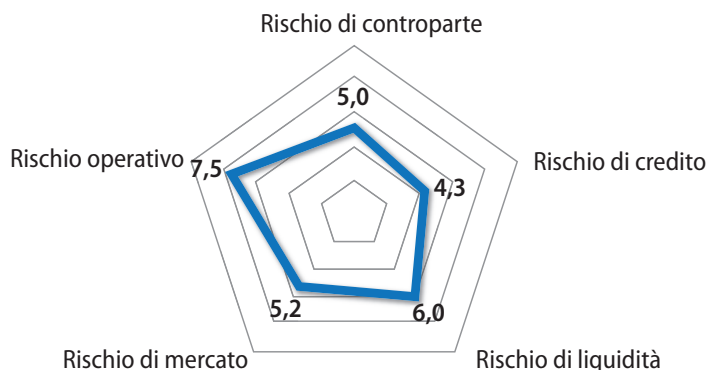
$\rho(r_i, r_j)$ = coefficiente di correlazione degli asset nel portafoglio

la corretta definizione del profilo di rischio/rendimento dell'operazione di investimento, in tutte le sue fasi di vita, sia per la contribuzione che l'investimento apporta a livello di fondo. A livello di singolo asset, per rischio si intende la probabilità che il rendimento atteso, in sede di investimento o successivamente, non venga raggiunto. Il profilo di rischio comunque non si riduce a un numero ma, se correttamente stimato, evidenzia una serie di punti di attenzione, sviluppati attraverso un modello predefinito, che permette di gestire i rischi evidenziati. Se da un lato l'investimento in asset illiquidi patisce una strutturale carenza di liquidabilità, dall'altro offre margini di manovra per la gestione delle fattispecie rischiose molto più ampi rispetto all'investimento in asset liquidi, per esempio in azioni di società quotate. Ciò può manifestarsi con particolare frequenza laddove il gestore persegua una strategia *hands-on* e l'investimento abbia a oggetto la maggioranza del capitale di un'azienda non quotata, conferendone il controllo.

Modello di analisi

Il modello proposto a livello di asset è basato sull'analisi dei medesimi cinque fattori di rischio utilizzati per la definizione di rischio del fondo: rischio di controparte, rischio di liquidità, rischio di credito, rischio di mercato e rischio operativo. Questo permette di coprire lo spettro completo delle potenziali fonti di aleatorietà associabili a un investimento in private equity diretto e di creare, in parallelo, il necessario collegamento tra rischio a livello di asset e di

figura 3 | esempio di pentagono dei rischi di un investimento in una società non quotata



fondo. Lo schema può essere utilizzato sia per stimare la rischiosità nell'ambito di una valutazione di società target pre-investimento, sia nel monitoraggio del livello di rischio della partecipazione detenuta in portafoglio. Analogamente a quanto descritto a livello di fondo, il modello prevede una valutazione specifica e puntuale dei singoli fattori di rischio, sintetizzata da un risk rating, calcolato sulla base di specifici KRIs. Anche in questo caso, il risk rating può considerare altri fattori di aleatorietà, oltre ai cinque già citati, raccolti nell'ambito di un elemento residuale (rischio specifico dell'investimento). Si veda di seguito, a titolo di esempio, la Figura 3, che sintetizza lo score dei fattori di rischio ottenuti tramite l'applicazione del modello a un investimento in una società non quotata. Per ogni fattore il modello permette di evidenziare la contribuzione al rischio complessivo e, qualora lo stesso sia mitigabile, evidenzia potenziali azioni correttive da intraprendere.

E quindi...

Una corretta ed efficace gestione del rischio nei fondi di private equity è possibile e recentemente si è resa anche necessaria. In questi ultimi anni l'evoluzione del concetto di risk management ha subito un'accelerazione, alimentata sia dalle richieste degli investitori in FIA, sempre più preparati ed esigenti, sia dall'evoluzione della normativa europea e nazionale, *in primis* l'AIFMD, che nello stabilire nuove regole ha reso obbligatori processi e metriche in precedenza pertinenti al mondo ideale delle best practice di mercato. In conclusione, un adeguato modello di private equity risk management non solo è realizzabile, oggi è necessario e di indiscussa utilità. Favorisce la comprensione, trattazione e mitigazione dei rischi a livello di singola partecipata e di fondo, alimenta un circolo virtuoso di allineamento di interessi tra investitori e gestori che in ultima istanza va a beneficio dell'intero mercato. ■

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



Andrea Di Ciancia

è Director di Quantyx Ltd. Si è specializzato in particolare nella valutazione degli strumenti finanziari illiquidi e nel risk management di asset alternativi. Ha conseguito la certificazione CFA (Chartered Financial Analyst®) e la certificazione FRM (Financial Risk Manager®).
adiciancia@quantyx.net