



© STOCK - TIKK KZELAYA

Verso un nuovo modello per il private equity

Come gli add-on, leva strategica del mercato, influenzano la creazione di valore

di Valter Conca

La frequenza di diversi momenti di crisi della nostra economia ha influenzato non poco il mercato del private equity, che ha visto modificarsi i propri equilibri interni alla ricerca di nuove modalità di gestione delle società partecipate per supportare il naturale, ma non sempre facile, processo per una profittevole *way-out*.

I cambiamenti nel sistema competitivo sono a tutti evidenti:

- la fuoriuscita di alcuni grandi fondi internazionali dal mercato na-

zionale indotta dalla rarefazione dei cosiddetti *large deal*;

- la forte concentrazione di competitor nel segmento del *mid market*;

- il disimpegno dei fondi di emanazione bancaria;

- le difficoltà di *way-out*.

Infine, alcuni comportamenti spesso irragionevoli (eccessive attese di prezzo dei venditori) testimoniano alcune criticità di un'industria che comunque sopravvive e mantiene una sua ragione d'essere.

Sopravvivere in contesti com-

plexi implica uno sforzo di ripensamento strategico e il settore del private equity non sfugge a questa regola: molti operatori hanno reagito modificando l'approccio alle leve di creazione di valore. Questo lavoro si pone l'obiettivo di analizzare il ruolo delle acquisizioni aggregative (*add-on*), tema non particolarmente presente negli ampi filoni delle ricerche che hanno studiato a fondo la dinamica del settore.

Innumerevoli studi si sono occupati dell'impatto del private equity sul sistema economico, altri si sono

tabella 1 | il mercato del private equity in Italia

Mercato Italiano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Società acquisite	72	76	86	92	81	88	120	131	127
Add-on	17	21	29	34	36	29	27	43	59
Totale operazioni	89	97	115	126	117	117	147	174	186
N° partecipazioni in portafoglio	342	377	396	441	448	473	542	605	710
Holding period medio	5	4,4	4,8	5	5	5,6	5	5	5,2
N° disinvestimenti totali	52	41	67	47	74	63	51	68	22
N° disinvestimenti parziali	5	13	10	11	16	11	25	12	24
Holding period medio	7	6,8	6,7	4,9	5,3	6	5,3	5,4	5,3

note: dati 2017, prime stime

fonte: Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita, SDA Bocconi School of Management, PE Research Update, vari anni

concentrati sulle capacità di generare performance nelle operazioni a leva (1), altri ancora hanno analizzato l'impatto dei meccanismi di governance (2). Una scarsa attenzione è stata invece dedicata dalla letteratura accademica ai temi legati alle strategie di crescita esterna (le cosiddette strategie di *buy and build*) delle imprese *venture backed* (3).

Partendo dalle considerazioni proposte in origine da Berg e Gottschalg nel 2005 (4), che descrivono le strategie alla base del valore, e interpretando le recenti evidenze empiriche (Tabella 1), il lavoro si pone l'obiettivo di:

- proporre un nuovo modello che descrive specificatamente il valore aggiunto apportabile dalle strategie di add-on, considerate una modalità di creazione di valore «autonoma» e in grado di interagire in modo efficace e sinergico sulle altre leve di valore;

- analizzare il contributo al valore degli add-on con particolare riguardo ai driver di dimensione e di efficienza operativa.

Il contesto di mercato

Prima di entrare nel merito dell'analisi è utile prendere atto dei numeri, dei valori e delle tipologie di operazioni di private equity (Tabelle 1 e 2), raccolti dal database del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita che ne monitora sistematicamente il trend.

Da una lettura delle evidenze empiriche si rilevano almeno quattro aspetti significativi:

1. il superamento di una fase di stasi (2009-14) e la significativa accelerazione del numero di società acquisite dal 2015 al 2017 (5);
2. il costante contributo delle operazioni di add-on;

3. l'allungamento dell'*holding period* delle società in portafoglio;
4. le difficoltà delle strategie di uscita.

Il numero delle sole società acquisite oltrepassa le cento unità annue a partire dal 2015 e sembra confermare il superamento della fase di crisi del 2009. Il portafoglio complessivo delle partecipate, al netto dei 75 *write-off* effettuati dal 2012 in poi, conta 605 società nel 2016 e 710 nel 2017 (stime non definitive), con un *holding period* medio ormai tendenzialmente superiore ai cinque anni.

Nel medesimo periodo si registrano 346 fondi attivi che hanno investito in Italia, di cui il 53 per cento stranieri (provenienti prevalentemente da UK e USA) e il 47 per cento italiani; il mercato presenta un elevato grado di frammentazione se si considera che solo

(1) P. Gompers, J. Lerner, «Risk and Reward in Private Equity Investments: The Challenge of Performance Assessment», *Journal of Private Equity*, 1(2), 1997, pp. 5-12; S.N. Kaplan, A. Schoar, «Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows», *Journal of Finance*, 60(4), 2005, pp. 1791-1823; U. Axelson, P. Stromberg, M.S. Weisbach, *Why Buyouts Are Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*, NBER Working Paper No. 12862, 2007.

(2) E. Nikoskelainen, M. Wright, *The Impact of Corporate Governance Mechanism on Value Increase in Leveraged Buyouts*, draft, 2.7.2006; D. Cumming, D. Siegel, M. Wright, «Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance», *Journal of Corporate Finance* 13(4), 2007, pp. 439-60.

(3) N. Hoffmann, *German Buy-out Adopting a Buy and Build Strategy*, Wiesbaden, Gabler Edition, 2008; V. Conca, E. Cairo, «La crescita per acquisizioni aggregative. Evidenze empiriche nel mercato del private equity», *Economia &*

Management, n. 4, 2015, pp. 63-80; B. Hammer, A. Knauer, M. Pflücke, B. Schwetzer, «Inorganic Growth Strategies and the Evolution of the Private Equity Business Model», *Journal of Corporate Finance*, 45, 2017, pp. 31-63.

(4) A. Berg, O. Gottschalg, *Understanding Value Generation in Buy-outs*, Working Paper, HEC 2005.

(5) I dati del 2017 rappresentano una prima stima e pertanto risultano al momento sotto-stimati.

tabella 2 | la struttura del mercato del private equity in Italia

2014				2015			
Tipologia	N° operazioni	% sul mercato	Valore	Tipologia	N° operazioni	% sul mercato	Valore
LBO	32	36%	€ 5.758	LBO	44	37%	€ 3.351
SBO	25	28%	€ 3.583	SBO	24	20%	€ 7.070
Totale operazioni a leva	57	65%	€ 9.341	Totale operazioni a leva	68	57%	€ 10.421
Expansion	18	21%	€ 542	Expansion	37	31%	€ 717
Replacement	10	11%	€ 265	Replacement	8	7%	€ 214
Turnaround	3	3%	€ 65	Turnaround	8	7%	€ 260
Totale altre tipologie	31	35%	€ 872	Totale altre tipologie	53	44%	€ 1.191
Totale società acquisite	88	100%		Totale società acquisite	120	101%	
Add-on	29			Add-on	27		

2016				2017			
Tipologia	N° operazioni	% sul mercato	Valore	Tipologia	N° operazioni	% sul mercato	Valore
LBO	48	37%	€ 7.121	LBO	25	20%	€ 1.300
SBO	27	21%	€ 6.110	SBO	25	20%	€ 3.955
Totale operazioni a leva	75	57%	€ 13.231	Totale operazioni a leva	50	39%	€ 5.255
Expansion	41	31%	€ 989	Expansion	56	44%	€ 1.354
Replacement	10	8%	€ 71	Replacement	14	11%	€ 111
Turnaround	5	4%	€ 113	Turnaround	7	6%	€ 10
Totale altre tipologie	56	43%	€ 1.173	Totale altre tipologie	77	61%	€ 1.475
Totale società acquisite	131	100%		Totale società acquisite	127	100%	
Add-on	43			Add-on	59		

note: esclusi gli investimenti in *early stage* e nei fondi infrastrutturali; valore espresso in milioni di euro; dati 2017, prime stime
 fonte: PE Research Update, vari anni

95 fondi (63 italiani e 32 stranieri) hanno effettuato nel periodo più di 2 investimenti (6).

Un'attenzione particolare merita il fenomeno dei già citati add-on (7), intesi come le acquisizioni effettuate da una società (la cosiddetta *platform*) portate avanti dopo l'ingresso nel capitale da parte di un fondo di private equity nella logica delle strategie di buy and build.

Infatti, nonostante la difficoltà di rilevazione di queste acquisizioni (8), il contributo assunto dagli

add-on assume un peso significativo (circa il 20-30 per cento del mercato) che merita di essere indagato a fondo per le sue peculiarità di realizzazione, obiettivo principale del presente lavoro.

Per comprendere in dettaglio come si muovono gli operatori, vie-

ne in aiuto la Tabella 2 che spiega la struttura del mercato, fotografato in base alla numerosità e al valore delle diverse tipologie di investimento, tenute distinte per le differenti caratteristiche a esse associate.

Le evidenze empiriche mostrano un significativo salto nel valore

(6) Informazioni tratte dai documenti di ricerca pubblicati nel PE Research Update 2017 a cura del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita di SDA Bocconi School of Management.

(7) Hoffmann, *op. cit.*

(8) La trasparenza del mercato del private equity, di per sé scarsa, è ancora più evidente per le operazioni di aggregazione successiva, non sempre divulgate, né facilmente rintracciabili. A ciò si aggiungano operazioni di add-on portate avanti mediante l'acquisizione di rami aziendali in questa sede non monitorate.

complessivo del mercato, che passa da circa oltre 9 miliardi di euro nel biennio 2014-15 a 13 miliardi nel 2016: permane centrale il ruolo delle operazioni a leva che presentano un valore medio (misurato sull'*Enterprise Value*) abbastanza costante nel tempo (circa 170 milioni), significativamente maggiore rispetto alle altre tipologie di interventi. La ripresa delle operazioni a leva è stata influenzata dall'accresciuta disponibilità di risorse finanziarie provenienti dal sistema bancario, nonché dai bassi tassi di interesse. Per certi versi sorprendente appare la costante frequenza dei *secondary buy-out*, che segnalano l'esistenza di società ad «abbrivio lungo», ovvero capaci di avviare e ripetere processi di crescita successivi con altri fondi investitori che intervengono con un secondo o un terzo giro di leva.

Si confermano sempre interessanti le operazioni in aumento di capitale (*Expansion*), mentre restano marginali gli interventi di sostituzione di vecchi soci (*Replacement*) e gli investimenti in società *distressed* (*Turnaround*) (9).

Verso un nuovo Private Equity Model

La raccolta dei dati distinta tra il primo investimento e le acquisizioni successive ha consentito di individuare un nuovo approccio al modello classico delle leve del valore, mutuato analizzando le strategie messe in atto dagli operatori di mercato e dichiarate nei report di presentazione. Il riferimen-

to è alle strategie competitive di *buy and build* (10) che intercettano come strumento operativo le operazioni di add-on.

Il lavoro pone le sue fondamenta nel modello classico di Berg e Gottschalg che individuava nelle leve di *financial arbitrage*, *financial engineering*, *operating effectiveness* (11) i fattori in grado di generare valore nelle operazioni di *buy-out*. Secondo tale impostazione lo sfruttamento della prima leva porterebbe alla sola «cattura» del valore, mentre la seconda e la terza

leva, attraverso specifici fattori, determinano l'apporto di valore (catturato o creato), la seconda dove un accrescimento di valore è apportabile attraverso l'*add-on*, che agisce positivamente sia sulla leva dell'*arbitraggio da multipli*, sia su quello da performance.

L'*arbitraggio da multipli* consiste nello sfruttare un positivo differenziale di prezzo tra la fase di ingresso e la fase di uscita, senza alcun intervento interno all'azienda. Sinteticamente si compra a *n* volte l'*EBITDA* e si vende a un mul-

tuplo maggiore. Questa leva configura una strategia di mera cattura di valore negoziale, seguita in genere da compratori seriali (i cosiddetti *frequent buyer*) che hanno maturato una notevole esperienza nelle numerose trattative



contribuirebbero a una vera «creazione di valore», indotta da interventi diretti all'interno della società acquisita.

L'approccio qui proposto individua nelle operazioni di *add-on* una strategia competitiva «autonoma» che consente contemporaneamente di catturare e di creare nuovo valore, peraltro applicabile non soltanto alle operazioni di *buy-out* come nel precedente modello, ma anche alle restanti tipologie di investimenti, non ultime alle operazioni di *target in special situation* (12). Cambiano quindi le modalità classiche di *value creation*: il modello presentato (Figura 1) ne chiarisce in via sintetica i meccanismi e le relazioni di causa-effetto.

Il modello evidenzia due distinte sezioni: la prima illustra come le tre

condotte.

In questa fattispecie la possibilità di *arbitraggio* è influenzata da vari fattori:

- l'abilità di negoziazione del compratore, che intravede una serie di condizioni favorevoli per proporre un prezzo inferiore a quello prospetticamente realizzabile, elemento direttamente correlato alla capacità di «costruire un deal»;

- la capacità di prevedere un trend positivo di mercato che altri operatori non sono in grado di percepire, per esempio anticipando l'ingresso in un mercato a prezzi più convenienti;

- lo sfruttamento di un'asimmetria informativa, ovvero la disponibilità di informazioni nel processo di scambio nel quale il compratore può utilizzare a proprio vantag-

(9) In quest'ultimo caso si sta tuttavia aprendo un'interessante finestra di mercato delle società *distressed* o in *special situation* che vedono come compratori importanti fondi di private equity internazionali operanti attraverso l'acquisizione di *non performing*

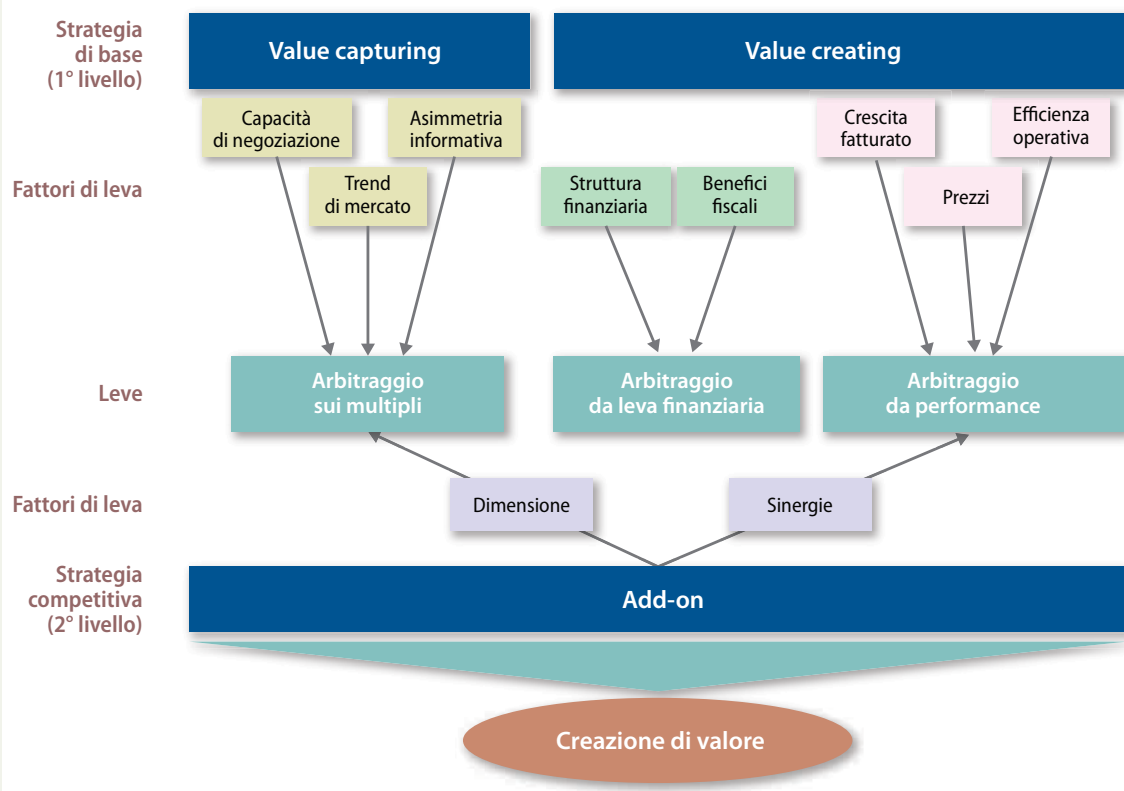
loans corporate provenienti dai portafogli bancari.

(10) L'obiettivo delle strategie di *buy and build* è di costruire attraverso processi di crescita esterna successivi un gruppo più forte e di maggior valore in grado di favorire una profittevole *way-out*.

(11) Berg, Gottschalg, *op. cit.*

(12) Per *special situation* si intendono società con buoni business ma pessima situazione finanziaria: si veda V. Conca, R. Cenciarini, *Le acquisizioni in special situation*, Milano, Egea, 2010.

figura 1 | il contributo degli add-on alla creazione di valore



gio maggiori e migliori informazioni (*moral hazard*) (13).

L'arbitraggio da leva finanziaria presuppone invece che il valore si possa creare agendo all'interno della target su due fronti:

1. intervenendo sulla struttura del capitale;
2. ottimizzando l'imposizione fiscale.

Questa rappresenta la leva storica che ha caratterizzato le operazioni di private equity in momenti di elevata disponibilità di debito bancario che hanno favorito ritorni (*I.R.R.*) a doppia cifra, potendo contare su elevati rapporti di leva: si ricordano, infatti, operazioni chiuse con rapporti PFN/EBITDA di oltre 5x e di PFN/PN di oltre 2x. A conferma di un importante cambiamento di rotta,

nel mercato italiano dell'*acquisition financing* attualmente i parametri di riferimento indicano un livello massimo di PFN/EBITDA pari a circa 4-4,5x e di PFN/PN di 1-1,2 (14). Questa fattispecie non è tuttavia esente da rischi: alla possibilità di massimizzare il rendimento del capitale investito (poco capitale e molto debito) si contrappone una potenziale esposizione al rischio di default finanziario per la difficoltà di soddisfare il rimborso del debito in momenti di crisi di liquidità.

Al primo fattore di leva si aggiunge poi l'opportunità di costruire un'operazione con un beneficio fiscale per via dell'effetto di scudo fiscale conseguente al livello di oneri finanziari deducibili a seguito della leva, nonché alla possibilità

di domiciliare un'operazione in Paesi esteri con un'imposizione fiscale vantaggiosa.

Una logica completamente diversa sta alla base dell'arbitraggio da performance, che sottende la capacità dell'investitore di creare valore agendo sui molteplici fattori in grado di aumentare la marginalità operativa. Questa leva si differenzia dalle precedenti poiché presuppone un atteggiamento proattivo di tipo *hands-on*, ovvero una strategia di intervento nella gestione aziendale che non è sempre tipica di un investitore finanziario. A riprova di ciò molte SGR hanno adottato un cambiamento organizzativo finalizzato a sfruttare appieno questo approccio. Ci si riferisce all'introduzione nel team di governance dei cosiddetti *operating partners*, chiamati ad affiancare i *general partners* che hanno notoriamente un background più finanziario. È

(13) Sul tema delle asimmetrie informative nel campo del private equity si veda A. Del Giudice, *Going private transactions. Perché le società ab-*

bandonano la Borsa, Milano, FrancoAngeli, 2012.

(14) Fonte: *Private Equity Research Update* 2017 cit.

tabella 3 | il valore creato con l'add-on nell'operazione Balconi-Baroni

Effetto combinato prezzo/sinergie operative da add-on	Acquisizione Balconi 2012	Cessione Balconi+Baroni 2015
EBITDA	€ 13.700.000	€ 25.300.000
Multiplo	7,3x	8,8x
Ent. Value	100.010.000	226.640.000
Valore creato	+ 126.630.000 (226%)	
Rendimento	Cash on cash 2,3x	I.R.R. 28,4%

fonte: nostre elaborazioni su dati aziendali

utile sottolineare che il contributo di queste nuove *partnership* si rivela essenziale e duttile, in quanto agisce sia nel momento di analisi e valutazione preventiva dell'investimento, sia *ex post* nell'implementazione delle azioni finalizzate a realizzare l'efficientamento operativo desiderato (15).

La base del successo è fortemente condizionata dalla consapevo-

lezza di osservare il deal potenziale con un cambiamento di mentalità radicale, sempre meno *financial-oriented*, sempre più *operating-oriented*. Infatti le leve su cui agire presuppongono esperienze pregresse sul campo finalizzate alla ricerca di nuovi spazi di mercato, ad azioni mirate sul marketing e sulla politica di *pricing* dei prodotti, a interventi di *cost saving* nelle varie

aree aziendali: è evidente quanto determinante possa essere il contributo di manager con spendibili competenze di business e di gestione aziendale.

(15) Lo dimostra il fatto che frequentemente proprio gli operating partners assumono la posizione di CEO all'interno del gruppo oggetto di add-on.

Il caso Baroni-Balconi: quando un add-on «mette il turbo» a un deal

La Balconi, azienda fondata dall'omonima famiglia nel 1953, è stata acquisita dal Fondo Clessidra CCPII nel gennaio 2012 e venduta dallo stesso fondo a Valeo Foods nell'aprile del 2015, operazione che ha permesso al fondo di ottenere un ritorno di oltre due volte il capitale investito in poco più di tre anni.

Già in fase di studio del deal Balconi, Clessidra aveva individuato in Balconi stessa la platform ideale da cui partire per costruire un importante polo dolciario, agendo principalmente per linee di sviluppo esterno, sfruttando alcune delle caratteristiche dell'azienda, e in particolare:

- il posizionamento di grande qualità a prezzo contenuto (leader nel *value for money*), reso possibile dalla sua leadership di costo;
- la forte presenza nei mercati esteri;

- l'essere al contempo sia «azienda branded» sia produttrice e fornitrice di private label;
- il parco clienti molto esteso che comprendeva non solo le principali aziende GDO, ma anche i maggiori *discounters* a livello italiano, europeo e in alcuni casi anche extraeuropeo;
- un *know-how* in materia di R&D, certificazioni e massima automazione della produzione molto elevato, solitamente presente solo in aziende dimensionalmente molto più grandi.

La Balconi del 2011 aveva però, in ottica di futura valorizzazione, anche due limiti significativi:

- l'essere un'azienda sostanzialmente monoprodotto/monotecnologia;

BOX 1

- l'operare in uno stabilimento che era vicino alla saturazione produttiva e senza spazi fisici per ampliamenti.

A luglio 2012, dopo aver valutato e in parte anche negoziato quasi dieci potenziali add-on, nessuno dei quali si era però finalizzato, la Balconi venne a conoscenza di un'azienda che fino ad allora era stata al di sotto del «livello di radar screening» (data la sua piccola dimensione locale), azienda la cui «esistenza» era stata segnalata al management della Balconi da un fornitore di *packaging* (quindi con uno *scouting* diverso da quello normalmente utilizzato dai fondi di PE).

Si trattava del Biscottificio Baroni, una piccola azienda veneta, con una distribuzione per lo più regionale (nord Italia con focus nel Triveneto), che da qualche anno aveva iniziato a produrre anche dei wafer di buona qualità, venduti prevalentemente come private label. La Baroni non aveva una struttura manageriale, ma veniva gestita direttamente e completamente dai tre fratelli fondatori, giunti alla soglia dei 70 anni, e quindi potenzialmente in fase di transizione generazionale.

Fu subito chiaro al deal team di Clessidra che Baroni sarebbe stata un target «perfetto», poiché Balconi avrebbe potuto sviluppare notevolmente e in tempi rapidi il business di Baroni, generando quindi importanti sinergie di ricavi, sfruttando alcune sue competenze che invece mancavano alla Baroni:

- un know-how di tecnologia alimentare nel mondo delle creme in grado di portare un prodotto già buono a livello eccellente;
- un marchio in grado di supportare perfettamente il prodotto wafer;
- una struttura distributiva in grado di estendere le vendite dei wafer (sia a marchio che private label), non solo a tutta Italia e in Europa, ma anche nei paesi extraeuropei;
- una conoscenza a livello di controllo qualità in grado di far ottenere le certificazioni necessarie per vendere nei più grandi clienti GDO e discounter europei ed extraeuropei;
- un'esperienza nell'automazione dei processi produttivi e di gestione di stabilimento a ciclo continuo in grado di aumentare significativamente la produttività delle linee dei wafer, così da poter far fronte anche a forti incrementi di vendita con investimenti limitati;
- una capacità di raggiungere importanti economie di scala nell'acquisto di materie prime chiave come zucchero, uova, farine e grassi;
- una struttura manageriale in grado di «farsi carico di Baroni», sostituendo la famiglia degli imprenditori, praticamente senza costi fissi aggiuntivi.

Inoltre Baroni aveva le caratteristiche necessarie a colmare i due principali gap strategici di Balconi: non solo le avrebbe permesso di ampliare il portafoglio prodotti entrando nel mercato dei wafer, già individuato come il mercato di sviluppo prioritario per il marchio Balconi, ma avrebbe anche fornito la soluzione al problema dello stabilimento Balconi, ormai saturo e non espandibile, avendo un notevole spazio inutilizzato nei capannoni di proprietà e un terreno limitrofo facilmente acquisibile per un ulteriore futuro ampliamento.

A dicembre 2012 fu fatto il *signing* e a marzo 2013 ci fu il *closing*, seguito da una rapidissima implementazione del piano dei 100 giorni che portò alla piena integrazione delle strutture operative entro giugno e a effettuare già a settembre 2013 il lancio dei nuovi wafer (con ricetta migliorata) sia con il marchio Balconi sia come private label (non solo in Italia, ma anche e soprattutto in quasi tutti i Paesi europei e nei Paesi arabi).

E proprio il lancio dei wafer fece decollare rapidamente fatturato ed EBITDA del nuovo gruppo, che già nel 2014 aveva superato i 150 milioni di euro di ricavi con un EBITDA di oltre 25 milioni di euro ed era quindi una realtà nettamente più significativa, rispetto alla semplice somma delle due società originarie (110 milioni di euro di fatturato con un EBITDA di 13,7 milioni per Balconi, un fatturato di 20 milioni e un EBITDA di 5 per Baroni).

In conclusione, il caso Balconi/Baroni dimostra chiaramente come in un'operazione di private equity una strategia di add-on possa fungere da «effetto turbo» sulla creazione di valore, aumentando non solo l'EBITDA (con una crescita che può essere molto superiore a quella derivante dal semplice apporto iniziale dell'add-on, grazie alle sinergie operative), ma anche il multiplo, grazie all'aumento della «massa critica» e della valenza strategica. Infine si aggiunge l'effetto finanziario derivante dalla possibilità di finanziare a debito gli add-on sfruttando il cash flow nel frattempo generato dalla platform e utilizzato per ripagare parte del debito originario.

Il caso specifico mostra anche che non sempre le principali sinergie ottenibili con un add-on sono quelle «classiche» di costo, e che esistono casi in cui le sinergie che lavorano a livello di *top line* possono essere molto più rilevanti delle prime.

(A cura di Giorgio Casnati, Operating Partner di Clessidra dal 2007 al giugno 2017)

BOX 1

La ratio del modello

Il modello proposto si pone l'obiettivo di spiegare le condizioni che possono determinare l'effetto moltiplicativo che può avere l'add-on sulle leve di prezzo e di efficientamento operativo.

Premesso che i potenziali acquirenti di una società venture backed sono particolarmente interessati ad acquisire imprese con organizzazioni più grandi e più stabili, in grado di poter competere a livello internazionale, ne consegue che gli add-on rispondono proprio a tale esigenza. La spiegazione è semplice: la difficoltà di far crescere l'acquisita per linee interne (crescita organica) e i lunghi tempi necessari per aumentare le quote di mercato tendono a spostare il focus strategico sulla velocità di creare valore, tipica di una crescita per aggregazione di nuove entità che siano coerenti e sinergiche con il primo investimento (la platform).

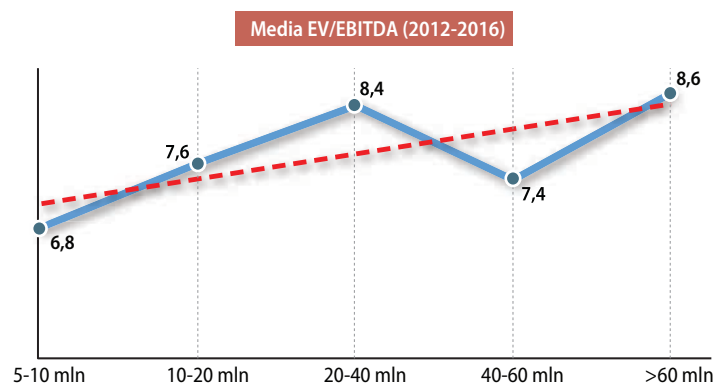
Il potenziale valore riconducibile all'add-on può pertanto derivare da due differenti driver:

1. per il solo effetto dell'aumento dimensionale (acquisisco target per aumentare fatturato e quote di mercato senza sostanziali interventi nella gestione) (16);
2. con interventi tesi all'ottenimento di sinergie industriali (acquisisco target perché ritengo di poter conseguire con l'integrazione un effetto positivo sulle performance operative complessive).

Laddove si fosse in grado di ottenere una combinazione dei due fattori, l'effetto sulla creazione di valore combinato sommando un multiplo in uscita maggiore di quello in entrata e una marginalità incrementata per effetto delle sinergie previste, risulterebbe straordinariamente moltiplicato, come si evidenzia nell'esempio di seguito riportato.

La strategia adottata da Clessidra SGR nell'acquisizione di Balconi SpA e del successivo add-on di Ba-

figura 2 | la relazione tra prezzi e livello di EBITDA



Fasce	Media EV/EBITDA*	N° osservazioni
5-10 mln	6,8	64
10-20 mln	7,6	44
20-40 mln	8,4	35
40-60 mln	7,4	8
>60 mln	8,6	22
Totale		173

note: * media troncata al 10%

fonte: PE Research Update, nostre elaborazioni

roni SpA, sintetizzata nella Tabella 3 e illustrata in dettaglio nel Box 1, esemplifica chiaramente il contributo al valore derivante dalla combinazione sinergica delle due leve.

Il contributo al valore del fattore dimensionale

I vantaggi nello sfruttamento del fattore dimensionale (nel fatturato e nel livello dell'EBITDA) permettono di facilitare la successiva way-out, resa possibile dalla forza di un gruppo che si presenta sul mercato con una più forte posizione competitiva. È noto agli operatori che in alcuni settori esiste una dimensione minima di fatturato, al di sotto della quale appare problematico trovare un compratore industriale disposto a pagare multipli interessanti, soprattutto quando si progetta una cessione a un compratore che opera a livello internazionale, dove le quote di mercato assumono una rilevanza fondamentale.

Non bisogna infatti dimenticare che la scelta di una possibile target dipende anche dalla stima delle probabilità di potenziale cessione, il che significa che già al momento iniziale di valutazione dell'investimento si dovrebbe pensare a quale tipo di compratore si possa cedere la target. In questi casi la soluzione dell'add-on risulta particolarmente efficace; precedenti ricerche (17) hanno rilevato come in un campione di 179 operazioni nel periodo 2007-12 l'add-on abbia comportato un incremento del fatturato di gruppo del 44 per cento, crescita non facilmente ripetibile per vie interne.

Un secondo effetto positivo basato sul fattore dimensionale è rintracciabile nella relazione che premia con multipli crescenti le im-

(16) Approccio definito comunemente con il termine *hands-off*.

(17) Conca, Cairo, op. cit.

prese con maggiori livelli di EBITDA (in valore assoluto). EBITDA elevati offrono maggiori garanzie di stabilità strutturale, e ciò implica la disponibilità a pagare multipli più interessanti. L'ipotesi è avvalorata dai dati esposti nella Figura 2 (18) che mostrano una linea di tendenza dei prezzi crescente in concomitanza di livelli di EBITDA via via maggiori, salvo che nella fascia di EBITDA compresa tra 40-60 milioni di euro. A ciò si aggiunga la possibilità di beneficiare del cosiddetto effetto *accretive* per cui i maggiori multipli della *bidder* dopo l'acquisizione tendono a essere applicati alla società target.

È bene rilevare tuttavia che il fattore dimensione non appare esente da rischi: il possibile effetto di cannibalizzazione tra i prodotti delle due società, analisi talvolta sottovalutata, può infatti generare un'erosione dei ricavi e dei relativi margini che neutralizza in parte i benefici attesi dall'operazione.

Il contributo al valore delle sinergie di efficienza operativa

Le problematiche post-acquisizione sono da tempo al centro dell'attenzione della letteratura in tema di M&A, essendo considerata il «momento della verità» che porta al successo o meno dell'operazione. Non a caso la sovrastima delle sinergie raggiungibili rappresenta uno dei principali fattori di criticità dell'acquisizione (19), tendendo a favorire nella negoziazione

ne un rialzo del prezzo offerto dal compratore. Non solo, ma, come già rilevato in ricerche precedenti (20), i processi di aggregazione presentano un elemento di aleatorietà per le imprevedibili tempistiche di integrazione che potrebbero diluire il ritorno dell'investimento a seguito dell'allungamento dell'*holding period*.

Nel settore del private equity, gli operatori che adottano la strategia di add-on contano sulla maturata conoscenza del settore in cui la platform è già presente e sulla conseguente possibilità di raggiungere più facilmente sinergie di efficienza operativa soprattutto quando la target:

- permette di rafforzare o consolidare la posizione competitiva della platform;
- risulta di dimensioni compatibili e quindi più facilmente integrabile;
- consente di sfruttare vantaggi di costo non raggiungibili dalla platform;
- non presenta rischi di diseconomie organizzative (sovrapposizioni di competenze e di ruoli).

Per individuare i principali driver di performance operativa realizzati con gli add-on è stata svolta un'analisi univariata in un campione di 61 acquisizioni effettuate da fondi italiani e stranieri, avvenute tra il 2012 e il 2014. Il dataset riguarda platform italiane parteci-

pate da almeno due anni e target solo italiane con un holding period di almeno due anni. I dati su cui si basa la ricerca coprono quindi un periodo di cinque anni, dove *t0* identifica l'anno in cui avviene l'add-on. Il campione comprende 35 deal di target italiane perfezionati da fondi domestici e 26 deal di target italiane effettuati da fondi stranieri.

Nella ricerca sono state identificate due tipologie di sinergie che influenzano fortemente le performance di efficienza operativa:

- sinergie da integrazione verticale, quando l'add-on risponde all'esigenza di internalizzare alcune fasi strategiche a monte o a valle del processo produttivo della platform e
- sinergie da razionalizzazione di costi operativi interni, prevalentemente riferiti ad acquisti, costi di produzione, costi commerciali e costi generali

misurate due anni prima e due dopo l'add-on attraverso il tasso di crescita (CAGR) da *t2* a *t5* di:

- EBITDA;
- flussi di cassa operativi (FCO);
- capitale circolante/fatturato;
- Capex.

Il risultato è stato confrontato con i benefici dell'effetto dimensionale ottenuto da target integrate orizzontalmente e misurate con i medesimi parametri (21): i principa-

tabella 4 | i driver di performance degli add-on per tipo di sinergie attese

Fattori di leva	Obiettivo	EBITDA (CAGR t2-t5)	FCO (CAGR t2-t5)
Sinergie	Integrazione verticale	23,10%	2,60%
	Razionalizzazione costi	5,80%	3,90%
Dimensione	Integrazione orizzontale	18,60%	2,60%

(18) Private Equity Research Update 2017 cit.

(19) Hoffmann, op. cit.; S.C. Linn, J.A. Switzer, «Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock Acquisitions?», *Journal of Banking & Finance*, 25(6), 2001, pp. 1113-38.

(20) Conca, Cairo, op. cit.

(21) La ricerca ha considerato i benefici dimensionali da integrazione orizzontale, quando l'add-on si è posto l'obiettivo di allargare lo spettro operativo coerentemente con il proprio core business acquisendo imprese dirette concorrenti, ampliando la gamma del portafoglio prodotto/servizi, acquisendo imprese che operano con prodotti analoghi ma in mercati geografici non presidiati dal compratore.

li risultati dell'analisi sono esposti nella Tabella 4.

Nonostante un effetto di irrigidimento dei costi, il maggior incremento di performance operativa nel periodo è dato dalle sinergie di integrazione verticale (prevalentemente a monte) a cui seguono i benefici della maggiore dimensione raggiunta mediante l'integrazione orizzontale. Appaiono invece meno influenti gli interventi di *cost reduction* interni. Al contrario l'impatto sulla crescita dei flussi di cassa operativi risulta abbastanza allineato, con una lieve prevalenza tra gli interventi di razionalizzazione dei costi. Ciò conferma ancora una volta come gli interventi di ottimizzazione del circolante rappresentino un driver di performance complesso, ma di maggiore impatto finanziario.

E quindi...

La ricerca conferma che le operazioni di add-on, oltre a essere diventate ormai una componente strutturale del mercato del private equity, contribuiscono significativamente a incrementare la marginalità operativa del gruppo e a favorire la way-out.

I driver di valore portati dagli add-on agiscono sulla leva dell'arbitraggio da multipli per via della maggior dimensione e sull'arbitraggio da performance una volta conseguite le sinergie attese. Il massimo potenziale di valore creabile si raggiunge mediante il combinato disposto dei due driver.

Le aggregazioni successive possono essere programmate *ex ante*, oppure avere natura opportuni-

stica. Nel primo caso, identificato come strategie di buy and build, esse consentono agli operatori di private equity di effettuare investimenti in società che per la modesta dimensione di partenza potrebbero non rientrare nel novero delle target ideali. In questo modo, pur trattandosi di operazioni più complesse e articolate, finanziando proprio i progetti di crescita si possono «costruire» operazioni di aggregazione di diverse realtà piccolo-medie di potenziale valore, ma non ancora adatte all'intervento di un investitore istituzionale.

Il modello dimostra come le strategie di risposta dei fondi di private equity a un contesto di mercato con meno domanda rispetto alla liquidità disponibile si caratterizzano per una marcata tendenza verso approcci focalizzati sul rafforzamento del core business e sul consolidamento sostenibile del valore industriale nel lungo periodo. Cambiamento assai sfidante, dove al prevalente peso della componente finanziaria, si sostituirà sempre di più quello delle capacità manageriali. ■

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



In sintesi

Il mercato del private equity si sta caratterizzando per la ricerca da parte degli operatori di **nuove soluzioni volte a incrementare la performance**. Un'attenzione particolare merita il fenomeno degli add-on, acquisizioni effettuate da una società (platform) portate avanti dopo l'ingresso nel capitale di un fondo di private equity nella logica delle strategie di buy and build. Come dimostra una ricerca realizzata su 61 acquisizioni effettuate da fondi italiani e stranieri tra il 2012 e il 2014, **i driver di valore determinati dagli add-on agiscono sulla leva dell'arbitraggio da multipli per via della maggior dimensione e sull'arbitraggio da performance** una volta conseguite le sinergie attese. Il massimo potenziale di valore creabile si raggiunge mediante il combinato disposto dei due driver.

In generale, le strategie adottate dai fondi di private equity nel nuovo contesto di mercato si caratterizzano per **una tendenza verso approcci focalizzati sul rafforzamento del core business e sul consolidamento sostenibile del valore industriale nel lungo periodo**.



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 di Corporate Finance presso la SDA Bocconi School of Management e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.
valter.conca@sdbocconi.it