

Il funding del private equity tra crisi di liquidità e problemi di governance: quali lezioni per l'Italia?

L'esplosione della crisi di liquidità nei mercati finanziari internazionali ha prodotto effetti rilevanti sui fondi di private equity e sui delicati equilibri di governance che partono dalla raccolta di risorse di questi intermediari, per attraversare tutta la catena del valore fino agli anelli terminali delle portfolio companies in cui i fondi investono. La capacità di individuare e affrontare i problemi sistemici che intaccano la finanza imprenditoriale è fondamentale per delimitare l'effetto contagio tra intermediari apparentemente diversi, amplificato dalla globalizzazione e dalla diffusione di prodotti strutturati.

Roberto Moro Visconti
Università Cattolica di Milano

1 Crisi sistemica di liquidità e impatto sui fondi di private equity

La tumultuosa crescita del mercato del private equity in fondi di venture capital o in operazioni di leveraged buyout, verificatasi nei paesi anglosassoni, tradizionali apripista di operazioni e strumenti finanziari innovativi, ha interessato anche – seppure a scoppio ritardato e con volumi più contenuti – l'Europa continentale e il nostro Paese.

Il ritardo dell'Italia – tutt'altro che sorprendente – da un lato ha consentito di cogliere solo in parte opportunità per finanziare imprese tecnologicamente innovative o agevolare cambi di proprietà anche in occasioni di ristrutturazioni e passaggi generazionali, ma dall'altro la sta ponendo parzialmente al riparo da problemi sistemici, che manifestano rilevanti ripercussioni su mercati e intermediari finanziari.

L'esplosione della liquidità nei mercati finanziari internazionali, verificatasi dal 2003 (dopo il riassorbimento dei cali borsistici seguiti all'esplosione della bolla speculativa di Internet e dopo l'11 settembre 2001¹) fino al giugno 2007, quando il mercato dei mutui subprime ha cominciato a scricchiolare², ha tante cause, anche interagenti tra di loro, ed è dovuta anzitutto a investimenti dei surplus dei paesi produttori di petrolio, agli avanzi di paesi emergenti (specialmente asiatici), interessati da una

crescita economica strutturale senza precedenti, con alimentazione di fondi sovrani sempre più rilevanti³, a tassi di interesse nominali e reali ai minimi storici, con conseguente riduzione del costo del denaro.

Anche il denaro e la liquidità sono – a ben vedere – una materia prima, che mai come nel periodo descritto è stata abbondante, a buon mercato e alla naturale ricerca di impieghi remunerativi⁴, che hanno investito le attività reali come un fiume in piena, prorompente e non sempre selettivo.

La crescita dei mercati azionari ha aumentato i guadagni e prodotto nuova liquidità, in un circolo virtuoso che si è autoalimentato, sostenuto da un robusto sviluppo economico mondiale, pur con molte differenze, ai loro estremi esemplificate dal boom delle tigri asiatiche, da un lato, cui ha fatto da contraltare l'asfittica crescita dell'Europa, dall'altro. L'Italia, fanalino di coda, ha avuto e ancora manifesta crescenti difficoltà a unirsi a questo processo di crescita (oggi in rallentamento) e ad attrarre investimenti internazionali, calamitati da altri paesi con prospettive più intriganti.

Se questo è un ben noto scenario, meno conosciuti sono alcuni effetti dell'esplosione prima e della crisi poi della liquidità sui fondi di private equity e sui delicati equilibri di governance che partono dal funding di tali intermediari, per poi attraversare tutta la catena del valore, con problemi di governance che si ripercuotono anche sugli

¹ In seguito all'11 settembre, la Fed e la Bce hanno immesso nel sistema liquidità, con tassi di interesse reali negativi che hanno prodotto una sopravvalutazione di tutti gli asset aziendali con una spesso indiscriminata erogazione di prestiti, non sempre correlata all'effettivo merito creditizio delle società affidate.

² La letteratura che si sta sviluppando in materia è - poco sorprendentemente - particolarmente ampia. Si veda ad esempio Y. Demyanyk, O. Van Hemert (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*; M. Crouhy, S.M. Turnbull (2008), *The Subprime Credit Crisis of 07*, working papers scaricabili da <http://ssrn.com>.

³ I fondi sovrani medio-orientali e asiatici hanno iniettato nelle banche occidentali oltre 60 miliardi di dollari per aiutarle a uscire dalla palude dei mutui subprime, tra la diffidenza degli americani, come rileva *Il Sole 24 Ore* del 22-2-2008, p. 43.

⁴ Si veda G. Dell'Ariccia, R. Marquez (2006), «Lending booms and lending standards», in *Journal of Finance*, 2511-2546.

anelli terminali delle portfolio companies in cui i fondi investono.

La capacità di individuare prima e di affrontare poi i problemi sistemici che intaccano la finanza imprenditoriale è fondamentale per delimitare l'effetto contagio tra intermediari apparentemente diversi, amplificato dalla globalizzazione e dalla diffusione di prodotti strutturati, non di rado complicati ad arte tra intermediari di tutto il mondo. Tra tali prodotti, rilevano anche i derivati inaffidabili nati dalle cartolarizzazioni di mutui subprime, acquisiti da diversi intermediari (anche le assicurazioni monoline, che assumono bond municipali o hedge funds).

Il tempo sarà come sempre galantuomo e renderà più nitide i confini di queste problematiche, in una prospettiva storica che consentirà di sedimentare le esperienze, tanto preziose quanto poco considerate.

Alla base di tutto, come sempre, vi è un'avidità e un desiderio di fare soldi (tanti, maledetti e subito), che contrasta con la moneta paziente di un sano capitalismo, presentandoci periodicamente un conto, tanto più salato, quanto più si è alzata la posta (nel caso di specie, la leva di un debito che per molti si rivela difficile da rimborsare).

Le crisi che fanno seguito a prolungati periodi di boom hanno un effetto catartico che riporta gli investitori a una visione più concreta e realistica dei mercati finanziari e delle loro effettive potenzialità, disintossicandoli da un'esuberanza tanto irrazionale quanto pericolosa.

Soltanto chi non ha soldi è oggettivamente impossibilitato a sprecarli mentre l'eccesso di liquidità si è trasformato in un boomerang soprattutto per chi non era né abituato né pronto a gestire tanta grazia, forse incrinando un postulato che resiste fin dai tempi dei romani (*pecunia olet?*).

Lo sviluppo delle imprese soffre questi cambi repentini nella disponibilità di liquidità a livello sistemico, dovendo adattarsi a mutevoli scenari di stop and go che ostacolano una serena pianificazione degli investimenti e delle strategie di crescita, rendendone più difficile la bancabilità.

La crisi sistemica di liquidità ha avuto ripercussioni differenziate su diversi intermediari finanziari e, tra questi, i fondi di private equity paiono al momento meno colpiti di altri, grazie all'uso indiretto (tramite le società veicolo) che essi fanno della

leva finanziaria, alla valutazione di lungo periodo dei loro asset (che contrasta con la valutazione giornaliera con il mark to market degli strumenti finanziari tipica di altri intermediari e tale da ingenerare un'elevata volatilità, normalmente prociclica), a valutazioni meno contingenti e volubili nel pricing del rischio. La crisi di liquidità peraltro colpisce i fondi specializzati in operazioni di Lbo – intrinsecamente a leva – ben più dei venture capitalists. Come diceva Keynes, l'irrazionalità dei mercati può durare più a lungo della solvibilità degli operatori.

Tra gli intermediari, i fondi di private equity sono maratoneti che convivono con velocisti che hanno una visione e una reportistica di breve periodo, influenzata dalla market myopia e da un'ansia di prestazione che esaspera i trend di mercato.

Nell'ambito degli intermediari (fondi di private equity che investono in Lbo⁵; venture capital; hedge funds; funds of funds; altri fondi aperti e chiusi; banche d'investimento e commerciali, ecc.) esistono peraltro interrelazioni non sempre agevolmente percepibili e imperniate anche su una governance relazionale che ha un andamento carsico e tende a emergere nei momenti di difficoltà: si pensi ad esempio agli interessi spesso divergenti tra azionisti, consiglieri, management e team department, oltre che al legame tra il fondo di private equity da un lato e gli intermediari suoi soci o quelli che finanziano la società veicolo dall'altro, questi ultimi entrambi sensibili agli umori del mercato, cui reagiscono con scelte che, di norma prescindendo dall'andamento del fondo, hanno un impatto rilevante sullo stesso – impotente – fondo.

Il gioco delle interrelazioni è simile a quello di una partita a shangai, in cui il movimento di un bastoncino può avere reazioni a catena incontrollate e spesso largamente imprevedibili («nel diman, non c'è certezza»⁶); la novità è che – con la complicità anzitutto di una globalizzazione ancora in cerca di regole – i bastoncini sono spesso posizionati su tavoli (aree geografiche, settori, ecc.) diversi e difficili da ricondurre a una logica e a un'armonia sistemica.

2 Il mercato del private equity: ascesa e declino?

La crisi di liquidità che ha investito i mercati internazionali e

⁵ La letteratura in materia è molto vasta; per approfondimenti, si veda ad esempio M. Wright, H. Bruining (2008), *Private Equity and Management Buy-outs*, Edward Elgar publishing, Cheltenham, UK; si veda anche L. Phalippou (2007), «Investing in Private Equity Funds: A Survey», in Research Foundation *Literature Reviews*, April; ulteriori riferimenti bibliografici sono contenuti in R. Moro Visconti (2008), «Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders», in *Banche e banchieri*, n. 1.

⁶ Come soleva dire il signore di Firenze Lorenzo de Medici, letterato e banchiere.

che non si è ancora riassorbita ha comportato un rallentamento, anche vistoso, delle operazioni di private equity, tuttavia da non sopravvalutarsi, come si tende a fare nei momenti di elevata volatilità, in cui le percezioni emotive tendono a spingersi ben al di là di quanto sarebbe ragionevole attendersi, con un'overreaction inversamente proporzionale al livello di maturità degli investitori.

Nonostante i problemi di liquidità qui richiamati, i fondi di private equity continuano infatti ad avere in giacenza un'impressionante quantità di capitali raccolti che, secondo McKinsey⁷, a livello mondiale ammontano a 155 miliardi di dollari.

Il private equity tuttavia è un investitore sofisticato, abituato a gestire situazioni di cash-constraint e caratterizzato da piani di acquisizione delle aziende di durata pluriennale, testati anche per reggere a situazioni di crisi. Anche il private equity soffre, anche se forse meno di altri intermediari più esposti e meno flessibili⁸.

L'effetto domino partito dalle insolvenze dei mutui subprime tende ad allargarsi e la perdurante crisi di liquidità sta cominciando a interessare anche i fondi di private equity, soprattutto quelli di grande dimensione, che si sono indebitati molto e a basso prezzo, scaricando poi facilmente il debito su un mercato che oggi non è più ricettivo.

Anche la necessità di spendere l'enorme liquidità raccolta da molti fondi ha portato a investimenti eccessivi e non selettivi, che pesano sui portafogli dei fondi altresì per il deprezzamento subito dalle società quotate target delle operazioni.

Diverso è l'andamento dei fondi che, lontano dai riflettori, operano nel mid-market, con transazioni più limitate e più consone alla realtà delle Pmi italiane.

I fondi di private equity, come gli hedge funds e, più in generale, gli investimenti in intermediari e prodotti alternativi, hanno registrato una forte crescita, anche per i loro rendimenti spesso poco correlati con i mercati azionari e per la ricerca di una più efficace diversificazione di portafoglio.

Tra le più recenti tendenze del private equity, giova rammentare anzitutto le seguenti:

- aumentata attenzione nei confronti delle figure manage-

riali, al punto che se queste non sono adeguate, gli affari non si chiudono;

- focalizzazione dell'attenzione sui modelli di business, nella crescente consapevolezza che l'ingegneria finanziaria ha un ruolo meramente complementare nella creazione di valore duraturo; per comprendere i value driver, sempre più complessi e variabili, occorrono tuttavia manager e consulenti adeguati e sempre più coinvolti;

- l'internazionalizzazione indotta dalla globalizzazione comporta un forte aumento delle operazioni cross border, che coinvolgono le società target ma anche gli stessi fondi, sempre più portati a internazionalizzarsi, anche con accordi flessibili con altri fondi che coprono diverse aree geografiche e/o merceologiche;

- problemi di second round financing, dovuti anche alla stretta creditizia, non di rado poco selettivi nell'impensierire anche società virtuose, che pagano dazio per i peccati altrui.

Tra le tante ombre, non manca qualche aspetto positivo, in un mercato che si sta ripulendo. Se negli Usa e in Europa tendono ad esserci più capitali che affari, in Asia vale l'opposto e si aprono spazi anche per fondi di private equity esteri. Inoltre, nascono spazi per fondi che usano con parsimonia il debito, rivolgendosi a piccole società target o a investimenti in venture capital, tradizionalmente troppo rischiosi per risultare bancabili e finanziati quasi interamente con equity.

3 Crisi di liquidità e funding delle società veicolo

I fondi di private equity, nella loro normale operatività, raccolgono capitale, destinato ad essere investito nelle portfolio companies e, tipicamente nelle operazioni di leveraged buyout, creano società veicolo (special purpose vehicles, Spv) che mirano ad acquisire società obiettivo, con le quali poi si fondono, finanziando l'acquisizione tipicamente a debito.

Le problematiche di funding non riguardano quindi direttamente i fondi di private equity, ma le Spv da loro controllate, che poi – con la fusione – fanno confluire il debito e tutte le problematiche connesse al suo servizio nella società target, già operativa e in prospettiva dotata di una capacità di

⁷ Come riporta *Il Sole 24 Ore* del 19 febbraio 2008, pag. 44.

⁸ La letteratura scientifica (P.A. Gompers, J. Lerner (1999), *The Venture Capital Cycle*, MIT Press) rileva che i fondi di private equity sono la fonte di finanziamento più economica per le imprese assoggettate a shock esterni che determinano asimmetrie informative estreme o alti gradi di incertezza.

generare liquidità sufficiente per il payback dei creditori.

Nelle operazioni di venture capital, pure promosse dai fondi di private equity, il ricorso all'indebitamento è tipicamente del tutto assente o al più molto contenuto, principalmente a causa dell'alto livello di rischio del business da sviluppare, dell'aleatorietà dei flussi di cassa attesi e della tendenziale assenza di assets collateralizzabili in capo alla giovane società target.

I fondi di private equity, prima delle operazioni di acquisizione condotte per il tramite delle loro società veicolo, stipulano attraverso le loro Spv accordi preliminari (memorandum of understanding), spesso molto articolati, con le società operative target, nei quali si prevede che l'acquisizione avrà luogo non solo nell'ambito dei parametri base concordati (prezzo, percentuali di partecipazione al capitale, timing, finalità dell'investimento, ecc.) ma anche sulla base della condizione sospensiva che la società veicolo riesca ad acquisire adeguate risorse finanziarie.

Le società veicolo, sempre tramite i fondi che le controllano, stipulano parallelamente contratti di finanziamento, con intermediari finanziari specializzati alla ricerca della liquidità che consenta loro di chiudere il cerchio e procedere poi con l'investimento.

Il capitale così raccolto è rappresentato dal tradizionale mix tra debito e mezzi propri (equity), che hanno un costo-opportunità che in molti casi è superiore a quello del debito (anche a causa del più elevato rischio, che richiede un rendimento addizionale). Per tale motivo il fondo cerca di minimizzare tale costo, ricorrendo il più possibile all'indebitamento e, al più, garantendo equity di riserva che può essere iniettato nella società veicolo – con un tiraggio stabilizzatore – se il leverage supera certi ammontari prestabiliti⁹ (grafico 1).

Come si vede, quella che idealmente può essere identificata come una virtuosa catena, in cui a ogni passaggio si crea valore aggiunto, in taluni casi è un meccanismo di trasmissione e contagio di problemi, anche rilevanti, che possono giungere del tutto inaspettati per la portfolio company.

Se infatti il fondo di private equity, che ha raccolto il capitale in paesi molto lontani da quelli in cui investe, comincia ad avere problemi di funding per le proprie società veico-

lo, la portfolio company candidata all'acquisizione potrebbe esserne – almeno inizialmente – del tutto ignara, anche perché il mercato è tendenzialmente opaco, i fondi hanno obblighi di rendicontazione che non sempre sono agevolmente soddisfatti verso i loro azionisti, ma non ne hanno alcuno verso gli stakeholder delle società target e spesso i problemi che scatenano crisi di liquidità dei mercati nascono da fattispecie diverse e lontane dal private equity.

Illuminante, a questo riguardo, è il caso dei mutui subprime, che poco o nulla sembrava avere a che fare col private equity, ma che ha indebolito il sistema bancario americano e poi internazionale, fino a interessare anche hedge funds e fondi di private equity, con un impatto sistemico che sta interessando anzitutto gli intermediari della finanza imprenditoriale e, più in generale, anche i mercati azionari internazionali.

Dopo essere stato originato, il debito viene disperso in un rivolo di intermediari, non sempre ben consapevoli di ciò che comprano, spesso suggestionati dallo standing e dalla reputazione della banca venditrice e fatalmente distratti nel monitoraggio della realtà sottostante il debito.

La catena di rivendita, in mercati secondari che a ogni passaggio successivo rischiano di diventare più opachi, aumenta poi le asimmetrie informative, come tipicamente avviene nei Ponzi schemes (catene di S. Antonio).

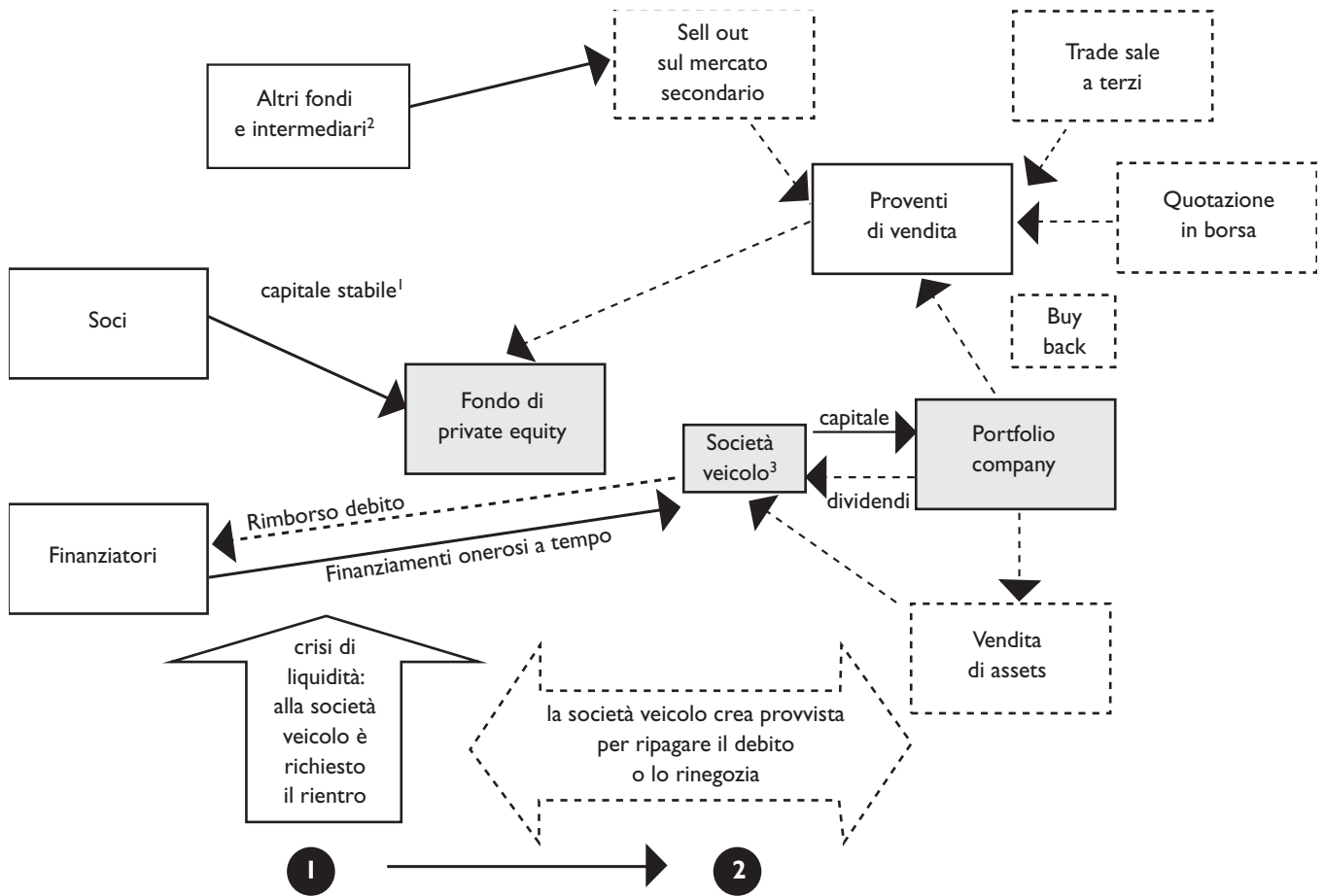
Anche lo screening iniziale può – paradossalmente – subire taluni disincentivi se il debito erogato dall'originator è fin dall'inizio concepito per essere rivenduto. La scarsa prudenza delle banche nel finanziare le operazioni è quindi dipesa anche e soprattutto dal fatto che il debito non rimaneva in casa, ma era destinato a finire sul mercato, con un trasferimento del rischio attraverso cartolarizzazione o operazioni conduit.

I problemi di governance, inoltre, comportano conflitti di interesse tendenzialmente inevitabili e ineluttabili, che distruggono valore nel loro complesso, prosperando nell'assenza di trasparenza e nell'opacità di fonti normative e codici di compliance inidonei a cogliere e disciplinare l'essenza dei problemi, bisognosi di un arbitro discreto ed efficace.

Se la società veicolo ha problemi di funding, tipicamente l'investimento salta (rendendosi applicabile una condizione so-

⁹ Oppure immettendo in società debito o quasi equity (obbligazioni convertibili; conferimenti in c/aumento capitale, ...) con una seniority subordinata a quella dei terzi finanziatori privilegiati (first claimants sui flussi di cassa attesi).

Crisi di liquidità e impatto sul ciclo finanziario del private equity



1. Il fondo è chiuso; i soci sono fondi pensione, fondi di investimento, hedge funds, funds of funds, endowment funds, business angels ...
2. Se la crisi di liquidità è sistemica, possono soffrire degli stessi problemi del fondo di private equity. Spesso gli altri fondi hanno legami col fondo di private equity e con i suoi soci e finanziatori.
3. La società veicolo si indebita con i finanziatori con contratti di finanziamento con covenants. Nei Lbo poi tipicamente si fonde con la portfolio company (società target), che co-garantisce i debiti.

spensiva legata a un *factum principis*); in taluni casi, quando i problemi di funding si verificano ad investimento già effettuato, emergono problemi di second round financing, che possono richiedere l'ingresso di nuovi soci finanziari nell'iniziativa.

Il rimborso (payback) dell'indebitamento da parte della società veicolo (o, più frequentemente, della società risultante dalla fusione con la società operativa target) avviene canalizzando i flussi di cassa generati dalla gestione verso i creditori finanziari.

Le previsioni sull'effettiva rimborsabilità del debito sono effettuate sulla base di piani economici-finanziari prospettici auspicabilmente realistici e tendenzialmente prudentiali, coadiuvati anche, se del caso, dall'applicazione dell'art. 2381, 4° comma cod. civ. (laddove parla dell'elaborazione di piani strategici, industriali e finanziari). Tali piani, incentrati su un modello previsionale che stima l'evoluzione temporale delle consistenze patrimoniali (stati patrimoniali pro forma), dei flussi economici

(conti economici prospettici) e dei conseguenti flussi finanziari, sono utilmente corredati di indicatori e parametri che misurano anzitutto la consistenza dell'indebitamento rispetto ai mezzi propri (attraverso il leverage, espresso dal rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri) e il cover ratio, che esprime il rapporto tra flussi di cassa operativi e debiti finanziari.

Il cover ratio, del quale esistono diverse accezioni¹⁰, deve idealmente essere ben superiore all'unità, rapportando in tal modo adeguati flussi di cassa creati a livello operativo (e quindi prima del servizio del debito) ai debiti finanziari; il significato è – in sintesi – quello di una società in equilibrio, che genera più flussi di cassa di quelli che deve rimborsare.

Alternativamente, la società si trova costretta a porre in essere una delle seguenti soluzioni:

- 1** (s) vendere la partecipazione, anche sul mercato finanziario;
- 2** forzare la quotazione (difficile se il mercato è in calo, bearish);
- 3** costringere la portfolio company a vendere asset (soprattutto se ha partecipazioni di maggioranza).

Il funding con il quale la società veicolo si dota delle risorse per porre in essere l'investimento si ripercuote poi sulla stessa società target, con modalità che variano a seconda del tipo di ingresso della società veicolo: se infatti la Spv entra nella società target con un aumento di capitale a pagamento, i soldi confluiscono in società, mentre se compra partecipazioni dai soci della società target (assumendo una partecipazione nella target, spesso prodromica a successive fusioni), allora le risorse non vengono destinate automaticamente allo sviluppo della target.

La prima soluzione, per certi versi più sana, consente alla società obiettivo di ridurre il suo livello di indebitamento, con un'iniezione di equity che abbassa il leverage e migliora i parametri di Basilea 2.

4 Dall'entry all'exit dagli investimenti

La crisi di liquidità inibisce l'ingresso da parte dei fondi di private equity nelle società target e questo, a ben vedere, è forse il minore dei mali.

La durata del rapporto tra i fondi di private equity e le portfolio companies si caratterizza infatti per un orizzonte temporale che raramente sconfinava oltre i dieci anni, oltre i quali vanno azionate modalità di exit prefigurate fin dall'origine («non intraprendere un investimento, se non avrai la ragionevole certezza di come e quando poterne uscire»).

L'exit può seguire modalità alternative o complementari, quali la quotazione in borsa, che risulta essere la più gettonata, oppure la vendita a terzi, il sell out ad altro fondo di private equity sul mercato secondario ovvero – ma in misura limitata – il buy back della società, soluzioni che devono tutte essere sottoposte a un realistico vaglio di concreta fattibilità (l'esperienza, anche in questo campo, è un valido antidoto contro i facili entusiasmi iniziali).

L'entry e l'exit da un investimento sono comunque eventi molto diversi tra loro, non tanto per il fatto di essere lontani nel tempo, anche molti anni, ma anche e soprattutto per le differenti fattispecie secondo le quali possono realizzarsi.

Non tutti i fondi di private equity sembrano attrezzati a reggere queste difficoltà, anche se il rischio maggiore riguarda le banche, ancor più dei fondi che nelle ipotesi meno sostenibili lasciano in mano ai creditori o a fondi specializzati in turnaround¹¹ le aziende che vanno peggio (negli ultimi mesi, infatti, si è accentuata molto l'attività sia sul fronte della raccolta sia sul fronte degli investimenti dei fondi cosiddetti di turnaround, specializzati nell'acquisizione di aziende e/o asset problematici).

Per quanto riguarda i nuovi investimenti, la minor liquidità disponibile e soprattutto l'aumentata prudenza delle banche ha già ridotto significativamente il numero di grandi operazioni (mega-deals) ma ha anche prodotto l'effetto salutare di abbassare i multipli sulle operazioni: oggi si è tornati a finanziare con il debito a 3,5/4 volte l'Ebitda; la riduzione del leverage abbassa i rendimenti attesi, ma anche il rischio.

L'entry negli investimenti è finanziata da parte del fondo utilizzando le risorse raccolte in precedenza ovvero con un tiraggio dell'equity dei soci che hanno sottoscritto il capitale del fondo¹².

I problemi di liquidità che poi a cascata interessano il funding delle società veicolo nascono anzitutto a livello dei soci (limited partner) del fondo: negli ultimi anni, molti investito-

¹⁰ Si veda R. Moro Visconti (2006), «Cover ratio e altri indici di bancabilità», in *Impresa industriale commerciale*, n. 5.

¹¹ Per approfondimenti, si veda D. Liou, M. Smith (2006), *Financial Distress and Corporate Turnaround: A Review of the Literature and Agenda for Research*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925596>.

¹² L'alternativa è descritta da F. Ippolito (2007), *Capital Commitment in Private Equity Partnerships*, working paper, Università Bocconi, scaricabile da <http://ssrn.com>. U. Axelson, P. Stromberg, M.S. Weisbach (2007), *Why are Buyouts levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*, working paper (scaricabile da <http://ssrn.com>) rilevano che le operazioni di Lbo devono essere finanziate preferibilmente con un mix di capitali raccolti prima dell'investimento e in concomitanza dello stesso.

ri hanno sottoscritto impegni (commitments) su fondi di private equity per cifre che oggi faticano a onorare. Ma questo problema è, in taluni casi, la mera punta dell'iceberg: soprattutto all'estero, alcune banche hanno finanziato a debito tale impegno dei soci di fondi di private equity (privati e istituzioni). Molti soci non hanno più la liquidità disponibile per far fronte alle chiamate dei capitali e sono costretti a vendere le proprie quote a fondi specializzati cosiddetti secondary, che comprano con sconti anche del 50% sul Nav queste quote. La dimensione di questi problemi tuttavia è ancora contenuta e non ha ingenerato situazioni patologiche con deficit sistematici, forse anche grazie ai regolamenti dei fondi di private equity, che hanno meccanismi punitivi automatici nei confronti di quegli investitori che non onorano il proprio commitment.

All'interno della variegata categoria dei limited partner¹³ e tra limited e general partner (i gestori del fondo), possono scaturire conflitti di interesse e problemi di governance anche rilevanti¹⁴.

A proposito di non coincidenza di obiettivi tra gestore del fondo di private equity e soci del fondo, un fenomeno che talora si registra è quello del gestore del fondo che preferisce continuare a tenere in portafoglio a valori elevati aziende che non performano piuttosto che cederle sul mercato, solo perché il valore di queste aziende contribuisce al Nav, cui sono ancorate le management fees dello stesso gestore. Questo comportamento, assolutamente censurabile, è messo in atto soprattutto da quei team di gestione che non prevedono di fare ulteriore raccolta e che magari non hanno ottenuto buone performance. Ciò ovviamente incide sulla performance reputazionale, cui giustamente si tende a dare grande importanza.

Il momento (timing) in cui vengono effettuati gli investimenti (entry) e i successivi disinvestimenti (exit) assume ovviamente un grande rilievo ai fini della performance complessiva, in misura non troppo dissimile da quanto avviene per gli investimenti in borsa.

5 La difficile convivenza tra il fondo e le portfolio companies

Tra il fondo di private equity, di ispirazione marcatamente an-

glosassone, e una target company italiana si può verificare un matrimonio misto, che contraddice il vecchio e un po' logoro proverbio «moglie e buoi dei paesi tuoi», decisamente non globally correct.

Eppure il vituperato «moglie e buoi» sembra avere una qualche raison d'être, visto che le crisi di rigetto tra i fondi anglosassoni e le aziende familiari nostrane sono così profonde da rendere la penetrazione dei fondi in Italia – pur con un substrato imprenditoriale così diffuso e pervaso da problematiche che lo rendono idoneo a suscitare un interesse dei fondi, anzitutto relativamente al passaggio generazionale – meno pervasiva di quanto a prima vista sarebbe lecito attendersi. Ma anche qui, tante e tali sono state le promesse mancate in altre fattispecie, che forse pure in questo caso non vale la pena di sorprendersi più di tanto.

E altrimenti, seguendo il leit motiv subliminale del presente scritto, in qual modo si potrebbe imparare dalle altrui esperienze?

Al di là delle alternanti problematiche legate a strette creditizie o a cordoni della borsa che si allentano inopinatamente, queste tematiche meritano un'attenzione più pacata e meno influenzata dalle contingenti isterie dei mercati finanziari, che in un batter d'occhio ci trascinano dalle stelle ... alle stalle, con un asimmetrico pendolo di ritorno che riguarda i soli fortunati sopravvissuti di una selezione darwiniana tanto impietosa quanto salutare.

Le intense esperienze ed evidenze empiriche maturate soprattutto negli ultimi vent'anni confermano la crescente importanza dei fondi di private equity nei sistemi economici più avanzati; i matrimoni misti tra fondi d'ispirazione anglosassone e aziende familiari italiane, ristrette nell'azionariato ma spesso anche nelle strategie (e ossessionate dal mantenimento del controllo, anche a scapito della crescita), sono peraltro sempre più frequenti e comportano, accanto alle citate problematiche, anche un arricchimento del contesto economico e imprenditoriale.

I recenti accadimenti nei mercati internazionali in taluni casi incrementano la non coincidenza di obiettivi tra private equity e imprenditore/management delle società partecipate, intrinsecamente fonte di conflitti di interesse: molti fondi di

¹³ Si veda J.Lerner, A. Schoar, W. Wongsunwai (2007), «Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle», in *Journal of Finance*, April.

¹⁴ Si veda estensivamente L. Phalippou (2007), cit.

private equity, avendo visto la difficoltà dei mercati, stanno cercando di smobilizzare più velocemente del previsto alcuni investimenti, senza che giungano a maturazione i piani aziendali. Questo causa contrasti con l'imprenditore (magari azionista di minoranza) e certamente con il management. I fondi di private equity hanno quasi sempre in mano la clausola cosiddetta di drag along (cioè il diritto di richiedere la vendita della società). In questa fase, il gestore dei fondi di private equity è più interessato a salvaguardare la propria performance e il proprio track record e perciò è più disponibile a valutare la cessione anche a condizioni sub-ottimali. Il conflitto con i gestori dei fondi può acuirsi e determinare comportamenti avversi del management – che è il vero conoscitore dell'azienda – con il rischio per il private equity di non riuscire a vendere l'azienda per l'ostacolo del management o, peggio, di doverla svendere a qualcuno che riesce a far leva sulla demotivazione del management.

6 Conflitti tra stakeholder e catena del valore

I recenti problemi di funding, dovuti alla crisi di liquidità dei mercati, modificano il comportamento dei fondi e influenzano i problemi di governance lungo tutta la catena del valore, fino alla portfolio company.

Trattasi infatti solo all'apparenza di tematiche che interessano meramente i fondi e i rapporti che essi hanno con i loro finanziatori: in realtà, i problemi dei fondi di private equity – e i loro comportamenti conseguenti, alla ricerca di vie d'uscita talora problematiche e obbligate, soprattutto quando i creditori chiedono di ridurre l'esposizione o di rientrare – finiscono fatalmente per ripercuotersi su tutta la catena di trasmissione, che regola i rapporti con gli stakeholder che ruotano intorno al fondo:

- i quotisti del fondo;
- i creditori del fondo;
- i managing partner (gestori) del fondo (in Italia, Sgr);
- la banca depositaria, seppur marginalmente;
- le portfolio companies in cui il fondo investe e i loro stakeholder (soci, dipendenti, clienti, fornitori, creditori finanziari, ecc.).

La frantumazione dei creditori delle società operative coinvolte in operazioni di private equity a leva (anzitutto Lbo) ha un impatto rilevante in caso di insolvenza del debitore, con conseguenze che si riverberano ex ante anche sulle società in bonis.

In caso di crisi di liquidità, un effetto paradossale – ma non per questo meno insidioso – è dato dal fatto che non è facile identificare chi sono i creditori che hanno problemi di esigibilità (delinquency) e quali possono essere le ripercussioni di tali problemi anche su altre imprese (debitrici verso gli stessi creditori) e altri intermediari.

La suddivisione del rischio, in molti casi resa possibile dalla cartolarizzazione e rivendita a più prenditori dei crediti originari, ha effetti in parte positivi, perché lo diversifica, riducendone la concentrazione, ma in un contesto caratterizzato da carenze di incentivi (perché il monitoraggio è antieconomico per piccole esposizioni) e asimmetrie informative, il rischio che si verifichino crisi sistemiche è poco probabile ma è ad alta intensità¹⁵.

In caso di insolvenza del debitore, la frammentazione del credito comporta anche problemi di coordinamento e differenze di interessi e strategie, ostacolando soluzioni stragiudiziali, notoriamente più rapide ed efficienti (anche se talora meno garantiste).

La carenza di vincoli (covenants) sul debito, che si è sviluppata con il boom di liquidità e i finanziamenti facili, riduce ulteriormente gli incentivi al monitoraggio e alla diagnosi precoce delle insolvenze e diminuisce il tasso di recovery dei creditori¹⁶, soprattutto in presenza di una svendita (fire sale) degli asset.

7 Lezioni americane

Lezioni americane è l'ultima opera di Italo Calvino, del 1985. Le lezioni americane qui analizzate riguardano ben altri argomenti, anche se rappresentano un prezioso spunto per riflettere sui problemi empirici dei mercati finanziari e sulle loro conseguenze, anche di ultima istanza, che ci riguardano più da vicino di quanto potremmo distrattamente essere portati a pensare.

¹⁵ V.V. Acharya, J. Franks, H. Servaes (2007), «Private Equity: Boom and Bust?», in *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall.

¹⁶ Si veda V.V. Acharya, S. Bharat, A. Srinivasan (2007), «Does Industry-wide Distress Affect Defaulted Firms?», in *Journal of Financial Economics*, 787-821.

La possibilità di imparare – magari a poco prezzo – dagli sbagli altrui è sicuramente ghiotta, anche se spesso ce la si lascia scappare, per un insieme di motivi, solo apparentemente banali (incomprensione del problema; superficialità; noncuranza e disinteresse; complesso di superiorità; snobismo e impressione che il problema riguardi solo gli altri, ecc.).

La comprensione di questi problemi sconfinava nella behavioural finance¹⁷ (finanza comportamentale), branca di studi che ha preso le mosse dalla crescente insoddisfazione nei confronti della pretesa di rappresentare e prevedere le problematiche finanziarie con eleganti e rigidi modelli formali ispirati a una razionalità degli investitori che nella realtà dei fatti è quotidianamente smentita; tutto ciò contribuisce a rendere l'interpretazione degli accadimenti sicuramente più complessa ma al tempo stesso meno noiosa. E anche Erasmo da Rotterdam, con il suo *Elogio della Follia*, sarebbe probabilmente dei nostri.

Tra le lezioni americane che meritano di essere ricordate, nel caso di specie rilevano anzitutto le seguenti:

- la forte volatilità dei mercati finanziari è spesso in contrasto con il meno speculativo andamento dell'economia reale sottostante e quindi delle società operative;
- i fondi di private equity, grazie al loro commitment di lungo termine, tendenzialmente preservano le società operative in cui investono da shock di liquidità, anche grazie alla governance relazionale e ai rapporti privilegiati che essi hanno con altri intermediari finanziari;
- l'insegnamento di quanti, come Warren Buffett¹⁸, invitano a non comprare prodotti troppo sofisticati o aziende delle quali non si capisce il modello di business, all'insegna del «keep it simple and stupid», è forse troppo ovvio per risultare appetibile ai tanti adepti del denaro facile ma risulta – ora più che mai – prezioso e saggio;

• l'insolvenza anche di poche società Lbo può scatenare un effetto domino, con una crisi di liquidità sistemica, soprattutto nei mercati in cui tali società abbondano;

• i multipli del margine operativo lordo (Ebitda) nella valutazione delle società Lbo sono in calo (da 7-8 volte a 5-6 volte)¹⁹, in un mercato del compratore che ciclicamente potrebbe prevalere su quello del venditore, e il leverage si riduce, con un rapporto fra copertura del debito ed Ebitda che scende da circa 6 fino a 3 volte, incrementando l'equity commitment nei confronti della società veicolo da parte del fondo di private equity e, di conseguenza, innalzando il punto di break even dell'investimento;

• fino a metà del 2007, molte banche hanno finanziato il debito per 7-8 volte il Mol, a multipli oggi impensabili, che sommati ai prezzi decrescenti delle aziende comportano per i fondi un allungamento dei tempi di exit, un peggioramento delle prospettive di guadagno e crescenti difficoltà a rifinanziare le operazioni (anche considerando la maggior estensione temporale degli investimenti);

• la dispersione del debito cartolarizzato dalle originating banks ostacola l'identificazione dei creditori, rendendo più difficile la predisposizione di cordoni sanitari per il contenimento delle crisi sistemiche, che possono sconfinare in fenomeni di bank run che si pensavano un retaggio di un passato remoto (Northern Rock Bank docet) e sono alimentati anche da asimmetrie informative e mancanza di coordinamento e disciplina di creditori spesso piccoli e poco esperti;

• la capital adequacy del patrimonio di vigilanza delle banche, in Europa resa più stringente dai parametri di Basilea 2, ostacola i prestiti poco onerosi, talora a sconto rispetto ai tassi di interesse di mercato. ■

¹⁷ Si veda M. Sewell (2007), *Behavioural Finance*, working paper in www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf; A. Schleifer (2000), *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press, Oxford.

¹⁸ Si veda G. Cuneo (2006), *Così parlò Warren Buffett: lezioni per investire in Italia*, Baldini Castoldi Dalai editore, Milano.

¹⁹ Si veda V.V. Acharya, J. Franks, H. Servaes (2007), cit., p. 47.