

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

INSERTO

2024

5

LA VALUE CREATION NELLE OPERAZIONI DEI PRIVATE EQUITY: UNA VISIONE CONTEMPORANEA

A cura di

Carlo Marrazzo

Guidalberto Gagliardi



Premessa	III
Una nuova era o un ritorno alla tradizione?	III
L'espansione del fatturato	IV
L'incremento dei margini	VIII
La tecnologia può aiutare	XIV
L'ingegneria finanziaria	XIV
Conclusioni	XV

La value creation nelle operazioni dei private equity: una visione contemporanea

di Carlo Marrazzo (*) e Guidalberto Gagliardi (**)

Premessa

In quest'epoca di rottura del *continuum* a livello di tecnologia, geopolitica e sensibilità ecologica e sociale, molte aziende e settori devono realizzare una trasformazione radicale per prosperare nel prossimo decennio e oltre. Le imprese italiane, in particolare, si muovono spesso in filiere e settori *iper*-frammentati e, conseguentemente, vedono progressivamente assottigliarsi il loro vantaggio competitivo. Il *private equity* può contribuire a guidare l'innovazione e l'evoluzione nel modo in cui le imprese operano, anche agevolando l'opportuna aggregazione e riprogettazione delle PMI per trasformarle in nuove *corporation* capaci d'imporre sul mercato le loro peculiarità. Per continuare ad attirare gli investitori e a dar loro soddisfazione, i *private equity* dovranno però rivedere il tradizionale paradigma d'investimento, perseguendo nuove strategie per la creazione di valore e sfruttando le tecnologie emergenti.

Una nuova era o un ritorno alla tradizione?

Il *private equity* professionale si è diffuso negli Stati Uniti negli anni Ottanta quando modifiche normative e fiscali, combinate con l'introduzione di strumenti di *acquisition financing*, hanno consentito la realizzazione di un numero rilevante di operazioni di *leveraged buyout* o LBO. Come il nome suggerisce, questa tecnica si fonda principalmente sulla leva finanziaria e, infatti, diversi studi accademici hanno rivelato che, prima del 1992, gli LBO erano costruiti con rapporti tra debito e capitale di rischio tra 0,65 e 0,85 (1). All'epoca perciò gli investitori miravano principalmente a conseguire un aggressivo taglio di costi mirato a massimizzare i flussi di cassa destinati a ripagare l'indebitamento sorto con l'acquisizione. Si trattava di risparmi facili

da ottenere quando l'impresa acquisita aveva storicamente operato in modo inefficiente ma, anche in questi casi, il *private equity* si esponeva a notevoli rischi: cali anche modesti del fatturato o dei margini potevano compromettere i ritorni per l'investitore se non addirittura la continuità dell'impresa (2).

In Italia, in quel periodo le banche non consentivano ai (pochi) *private equity* locali di eccedere nel grado d'indebitamento e le nostre operazioni raramente hanno raggiunto livelli di leva comparabili con quelle statunitensi. Gli operatori nazionali dovevano quindi lavorare sulla managerializzazione e la crescita delle partecipate e comunque accontentarsi di ritorni mediamente inferiori rispetto ai loro colleghi d'oltreoceano (assumendo però meno rischi).

Successivamente, tra l'implosione del fenomeno *dot com* e la crisi finanziaria globale, gli operatori americani hanno adottato strutture di finanziamento più prudenti e tendenti a un'equivalenza tra debito ed *equity*. In parallelo, l'attenzione dei fondi si è orientata verso l'espansione nel medio periodo di fatturati e margini (3), liberando il potenziale inespresso nelle società poco performanti, affinando l'organizzazione nelle aziende già solide e talora concludendo delle operazioni di *add-on*. In vari

Note:

(*) WePower

(**) Equity Factory

(1) D. Murphy - J. Gelfer - J. Hadas, "The New Math of Private Equity Value Creation", in www.gsam.com del 31 ottobre 2023.

(2) Uno studio del 1993 su 83 grandi operazioni realizzate tra il 1985 e il 1989 ha evidenziato che 26 delle società acquisite sono fallite e 18 sono entrate in procedure di concordato preventivo. V.V. Acharya - J. Franks - H. Servaes, "Private Equity: Boom and Bust?", in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, n. 4, Fall 2007.

(3) Dal 2000 al 2021 la crescita dei ricavi avrebbe contribuito per un terzo alla creazione di valore nelle partecipate dei fondi USA. AA.VV., *Performance Analysis and Attribution with Alternative Investments*, Kenan Institute, 12 febbraio 2022.

casi i *private equity* hanno anche ingaggiato esperti e *manager* dedicati a incrementare il valore delle partecipate. Grazie a questa maggiore cura dei fondamentali e alla flessibilità di questa categoria d'investitori, le partecipate dei fondi hanno spesso conseguito risultati migliori rispetto alle imprese quotate.

Dopo la crisi del 2008/2009 i *private equity* hanno beneficiato dell'espansione dei multipli di valutazione delle aziende (4), un fenomeno attribuibile tanto a fattori sistemici (l'anomalo e prolungato calo dei tassi d'interesse e la crescita dell'economia globale che ha fatto lievitare le Borse), quanto alla possibilità d'investire in imprese di qualità attorno alle quali era possibile costruire dei sistematici progetti di *buy and build* (5). Gli investitori istituzionali italiani, in particolare, hanno potuto giovare di un'ampia scelta di PMI con forte posizionamento di nicchia tra cui le partecipate hanno selezionato gli *add-on*.

L'ambiente in cui oggi i *private equity* si muovono vede una crescita economica rallentata, una maggiore inflazione e un calo delle possibilità di creare valore tramite scorciatoie (come *add-on* a catena, arbitraggi sui multipli, *exit* tramite IPO semplici e bramati dal mercato). La leva finanziaria, ovunque da tempo più prudente che negli anni d'oro dei *leveraged buy out*, sarà ancora meno praticabile con l'attuale livello dei tassi d'interesse. Una novità di contesto è, infine, rappresentata dalla carenza di occupati, ormai trasversale e non più concentrata solo sulle elevate professionalità STEM.

Questa complessa situazione porta con sé minori certezze sui ricavi delle imprese, una compressione dei margini e un incremento strutturale del costo del capitale.

Di conseguenza, occorre nuovamente investire risorse e competenze nel miglioramento strategico e operativo delle partecipate, come pure cercare sinergie di portafoglio.

Del resto, ci sono già segnali che questo approccio si stia imponendo. Per esempio, le ricerche di Pitchbook indicano che nel 2023 il periodo medio di possesso di una partecipazione da parte dei fondi USA è stato di 6,4 anni, un dato che, per la prima volta dal 2015, oltrepassa il muro dei sei anni (6).

Per conseguire gli stessi ritorni del periodo *pre-COVID*, dato l'aumentato costo del capitale e la minore probabilità di conseguire un'espansione del multiplo, i ricercatori ritengono che le partecipate dei fondi dovrebbero puntare a una

crescita dell'EBITDA compresa tra il 10% e il 20%, il doppio di quanto era sufficiente nel recente passato. Probabilmente il necessario aumento della marginalità operativa dovrà essere legato all'espansione dei margini, piuttosto che dei ricavi (le statistiche USA dimostrano che questa strada è stata raramente percorsa dai fondi negli ultimi 20 anni) (7).

Occorre quindi rispolverare collaudate tattiche gestionali e approcci industriali usandole come leve primarie per incrementare il valore delle partecipate.

Le nuove tecnologie, inoltre, stanno dischiudendo opportunità per effettuare trasformazioni su larga scala di aziende che operano al di sotto del loro potenziale, costringendo al contempo a re-immaginare le caratteristiche delle imprese di successo. Dopo l'ingresso del fondo, i progetti di automazione e digitalizzazione devono quindi proseguire ed essere sempre più mirati a ridurre l'impiego e lo spreco di risorse scarse (materiali ma anche umane), come pure a introdurre efficaci sistemi di ERP che supportino il controllo aziendale e le capacità di *business intelligence*. Da queste ultime il *management* potrà trarre informazioni sintetiche e affidabili che consentano d'identificare in anticipo rischi, opportunità e strategie di *value creation*.

L'espansione del fatturato

L'acquisizione di aziende più piccole da integrare con la partecipata del fondo, perseguendo la c.d. strategia di *add-on*, resta un valido mezzo per creare valore. Però questi progetti dovranno ora avere una visione che superi un ciclo economico e seguire le peculiarità del *target*, della partecipata e del fondo (ciò vale anche per il primo investimento, anche detto *cornerstone*, che costituisce

Note:

(4) Un quarto dei ritorni conseguiti dai *private equity* è attribuibile a un incremento del multiplo di uscita rispetto a quello riconosciuto al momento dell'investimento. AA.VV., *Performance Analysis and Attribution with Alternative Investments*, op.cit.

(5) G. Gagliardi, "Gli *add-on* nel *private equity*: perché conoscerli", in *Amministrazione & Finanza*, n. 1/2023.

(6) M. Kemplay, "PE firms need to double down on adding value", in www.pitchbook.com del 15 febbraio 2024.

(7) Le società nei settori tradizionali potrebbero essere un'eccezione in quanto potrebbero incrementare il loro valore dando enfasi all'acquisizione di nuove quote di mercato e, subordinatamente, lavorando su un'ottimizzazione del loro modello di *business*.

la piattaforma intorno alla quale aggregare gli *add-on*).

Oggi quindi è fondamentale costruire una crescita organica. Ciò si può ottenere conquistando quote di mercato tramite prodotti, servizi o esperienze di consumo relativamente migliori, espandendosi in nuovi mercati o segmenti con nuovi prodotti, coprendo ulteriori geografie, adottando una strategia analitica di formazione dei listini o delle offerte che, basandosi su dati solidi (interni e competitivi), consenta di ottimizzare il prezzo di ciascuna vendita.

Per fissare le opportune linee di sviluppo commerciale già prima di aver concluso l'acquisizione l'investitore dovrebbe condurre un'approfondita *Business Due Diligence* (8).

Queste indagini, in effetti, mirano a inquadrare i *key business driver* del mercato/segmento in cui opera il *target*, analizzando l'ambiente competitivo esterno e la concorrenza secondo opportune metodologie di analisi strategica mirate a determinare le tendenze del settore e i connessi rischi e opportunità con l'obiettivo di conseguire un vantaggio competitivo duraturo.

Il lavoro di analisi di una completa *Business Due Diligence* prosegue con lo studio della strategia, del posizionamento competitivo, dei clienti dell'impresa *target*, nonché dell'organizzazione commerciale aziendale.

Qui si riscontra anche uno stretto collegamento con la *due diligence* sulle *operations*, in quanto per determinare le modalità più efficaci per transitare dal posizionamento corrente a quello cui mira la strategia di *value creation* che sarà implementata dopo l'acquisizione occorre conoscere a fondo l'assetto operativo e il sistema di processi che governano l'azienda e i suoi rapporti con i mercati di fornitura (9).

La *Commercial Due Diligence* può essere un utile supporto informativo anche quando il potenziale acquirente è un operatore (*corporate buyer*), in particolar modo quando la prospettata acquisizione rientra in una strategia di diversificazione o di penetrazione in nuovi mercati o segmenti. In tal caso, l'accurata comprensione delle potenzialità di sviluppo futuro del *target* risulta di fondamentale importanza per la riuscita dell'operazione.

La Business Due Diligence

L'*audit* strategico richiede una conoscenza approfondita dell'ambiente competitivo e delle prospettive di mercato che s'ottiene

mediante un processo che può articolarsi nelle fasi illustrate nella Tavola 1.

L'analisi del contesto competitivo mira a fornire le informazioni necessarie per una corretta e accurata valutazione dell'attrattività, dei fattori critici di successo e delle potenzialità economiche attuali e prospettiche di ogni arena in cui il *target* compete tramite il suo sistema di offerta.

Ad avviso di chi scrive, lo studio dovrebbe iniziare dalla comprensione del macro-contesto in cui opera l'impresa, declinandolo nelle sue tendenze geo-politiche, ambientali, sociali e tecnologiche. A questo scopo può essere utile applicare l'analisi PEST (10).

Delineate le linee generali delle dinamiche di medio/lungo termine, si procede con l'identificazione del mercato di riferimento complessivo e quindi con l'analisi di segmentazione e misurazione della domanda potenziale e di quella effettiva (si veda la Tavola 2). In alcuni settori "di capacità" (si pensi alla chimica, alla plastica, al poliuretano, alla produzione di energia) è opportuno anche determinare l'offerta di mercato attuale e prospettica al fine di confrontare domanda ed offerta, anticipando possibili fenomeni di *overdemand/oversupply* e i conseguenti impatti sull'ambiente competitivo di riferimento del *target* in termini di valore e di concorrenza.

Definito il contesto, si possono applicare diverse metodologie per studiare ciascun segmento in cui il *target* compete, per esempio applicando il noto modello della "Cinque forze" proposto da Porter (11). Lo scopo è d'identificare quali siano (e quali saranno) i *key driver* o i fattori critici di successo che guideranno il mercato e come gli altri attori (attuali e potenziali) cercheranno di seguirli, condizionarli o anticiparli.

Note:

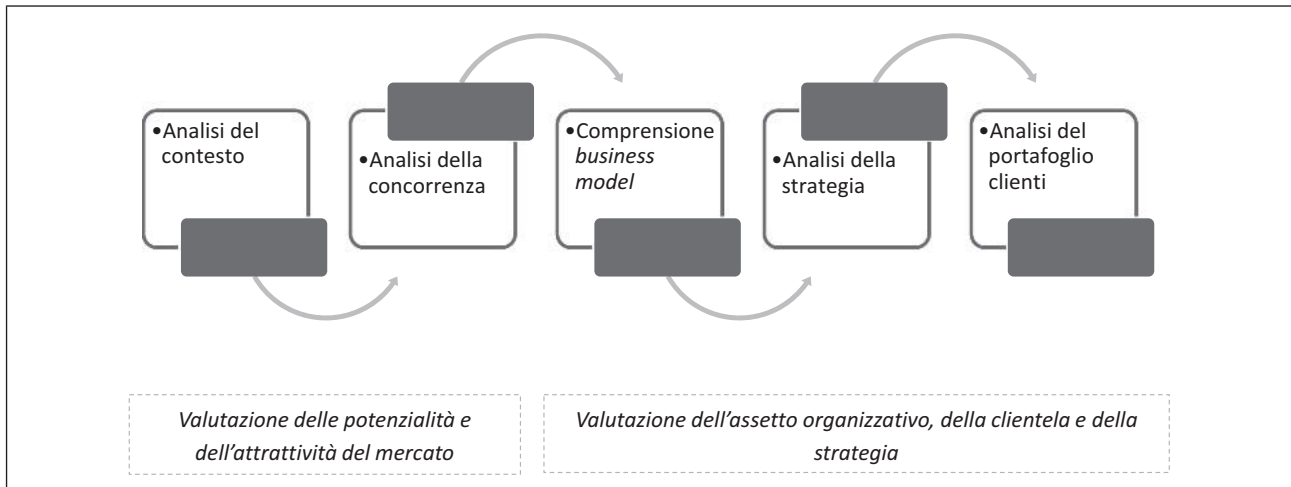
(8) Nel testo sarà indicata anche con il sinonimo di *Commercial Due Diligence*.

(9) Giova rammentare che la *due diligence* dovrebbe essere un processo integrato o perlomeno coordinato. Per esempio, solo conoscendo il grado d'affidabilità dei dati di controllo di gestione dell'azienda (uno degli elementi normalmente investigati dalla *Financial Due Diligence*) o la struttura dei suoi contratti commerciali (la creazione di sinossi o schede sui contratti rientra nella *Legal Due Diligence*) si potrà impostare una nuova politica commerciale e dei nuovi listini (o confermare il mantenimento di quelli in vigore prima dell'acquisizione).

(10) G. Gagliardi, "La PEST del XXI secolo, un'analisi a tutto campo", in *Amministrazione & Finanza*, n. 5/2013.

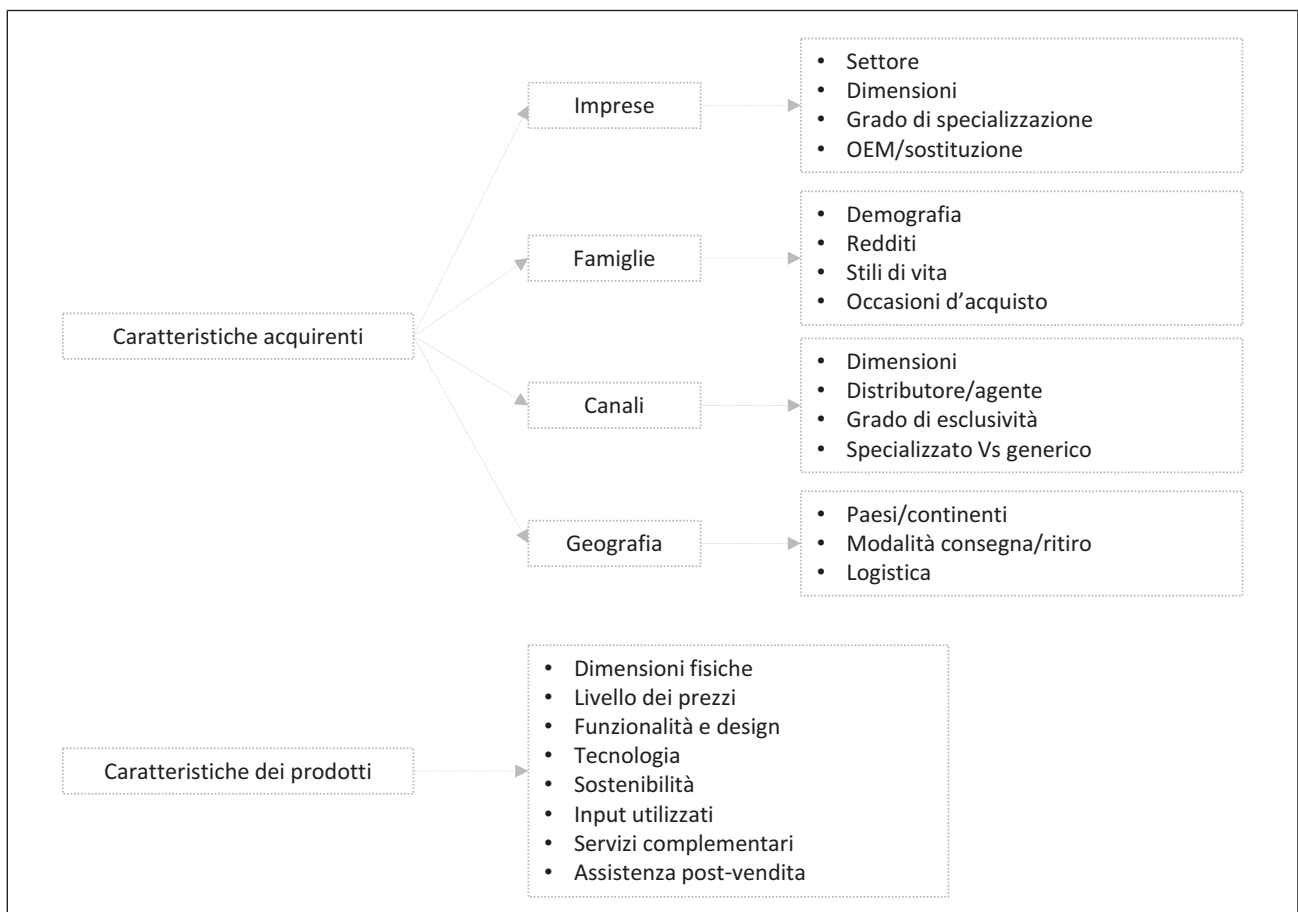
(11) Si veda M.E. Porter, *La Strategia Competitiva. Analisi per le decisioni*, Tipografia Compositori, Bologna, 1982.

Tavola 1 - Le fasi di una Business Due Diligence



Adattato da AA.VV., Il manuale della due diligence, Il Sole - 24 Ore, 2004

Tavola 2 - Le basi della segmentazione di mercato



La comprensione delle opportunità per incrementare ricavi e margini non può prescindere da un'approfondita analisi dei concorrenti,

includendo quelle imprese che, pur non costituendo attualmente una minaccia, nel futuro potrebbero diventare *competitor*. Senza

dilungarsi sulle specifiche metodologie, si sottolinea che tale analisi può anche consentire riflessioni sull'opportunità per il *target* d'occupare nuovi segmenti del mercato nel caso la struttura competitiva in quei "territori" sia debole o facilmente attaccabile (si pensi a Tesla che ha puntato direttamente sulle auto elettriche, spiazzando temporaneamente le tradizionali case automobilistiche, piuttosto che a Porsche che è stata battistrada nel concetto del SUV sportivo). Tra le metodologie impiegate per indagare l'assetto e le strategie dei concorrenti si citano: l'analisi SOIR (Strategia, Obiettivi, Ipotesi, Risorse), lo studio del *Profit Pool*, l'analisi dei raggruppamenti strategici e il *benchmarking* strategico e finanziario.

Il potenziale informativo di questo studio si esplica nell'individuare i punti di forza e di debolezza del *target*, come pure le *best practice* sul mercato.

La comprensione del *business model* adottato dal *target* (ambito strettamente correlato alla *due diligence* operativa) è fondamentale per cogliere le competenze distintive dell'impresa. Per definire se e come queste costituiscano o possano determinare dei vantaggi competitivi rispetto ai concorrenti si può relativizzare lo studio rispetto ai rivali diretti come

esemplificato nella Tavola 3 per un'azienda che opera nel settore abbigliamento.

Lo studio della strategia del *target* è un altro passaggio fondamentale verso l'obiettivo di comprendere le possibilità di crescita commerciale e di miglioramento della complessiva *value chain*.

In questo contesto, la comprensione della *Mission* e della *Vision* è il primo passo verso la conferma o la ridefinizione della strategia di una società *target*.

La *Business Due Diligence* normalmente prosegue a livello di *corporate strategy*: quest'ultima specifica i mercati e i segmenti all'interno dei quali l'impresa vuole competere, comprendendo in tale ambito le scelte di diversificazione, integrazione verticale e orizzontale, come pure ragionamenti su eventuali cessioni di rami non-*core*. In pratica, si seleziona il portafoglio d'attività e di prodotti dell'impresa e si effettuano le scelte d'allocazione delle risorse finanziarie e organizzative tra le diverse unità aziendali.

La strategia a livello di *business*, a sua volta, determina il comportamento competitivo dell'impresa all'interno di ciascun mercato specifico e viene sviluppata per Area Strategica d'Affari (ASA) e applicata sulle *Strategic Business Unit* (SBU).

Tavola 3 - Valutazione delle competenze distintive

	<i>Rank</i>	<i>Target</i>	Competitor 1	Competitor 2
Creazione collezione	M			
Marketing/comunicazione	A			
Campagna vendite	M			
Produzione	A			
Distribuzione	M			

Rank: importanza alta (A), media (M) o bassa (B) per il conseguimento di un vantaggio competitivo
Il progressivo riempimento del cerchio indica la disponibilità di maggiori competenze distintive specifiche

L'analisi dei clienti attuali e storici dell'azienda e di come questi qualifichino l'offerta del *target* è fondamentale per orientare qualsiasi cambiamento strategico. Essa dovrebbe basarsi su dati che esprimano la dinamica storica di ricavi e margini per cliente (12). Una volta osservati i conti economici di ciascun cliente (o raggruppamento di consumatori) del *target* si può impiegare una matrice di valutazione che, sulla base delle variabili economico-finanziarie significative, possa fornire un quadro sintetico del parco clienti delineando i soggetti sui quali si potrebbe puntare per incrementare le vendite, nonché quelli meno interessanti per cui si dovranno studiare delle azioni di mantenimento, ripensamento se non addirittura di disinvestimento.

La verifica della *customer satisfaction* del *target* potrà così essere mirata solo sui clienti chiave e sarà impiegata per avere conferma che le prassi commerciali attuali o le azioni di sviluppo pianificate siano ragionevoli.

Ci si dovrà rammentare che i traguardi commerciali fissati si potranno raggiungere solo con un *team* di collaboratori capace di interpretare le ricerche di mercato, perfezionare il *brand building*, la comunicazione, ottimizzare i canali di vendita. Questi talenti, inoltre, dovranno essere supportati da capitali indirizzati verso investimenti in tecnologia e R&S che consentano analisi di *business intelligence*, la creazione di nuovi prodotti e l'ottimizzazione di quelli esistenti e delle relative modalità di fruizione.

In sintesi, la *Business Due Diligence* ideale dovrebbe permettere di comprendere le potenzialità di sviluppo futuro del *target* a livello di mercato e di posizionamento strategico, potendo trarne un *action plan* che consenta di raggiungere risultati eccellenti nel medio-lungo periodo, nonché di mantenere o creare dei vantaggi competitivi sostenibili.

Essa sarà altresì prodromica all'accurata e fondata *review* del *business plan* (13). Tale "validazione" passa attraverso l'esame dei *driver* strategici e commerciali del piano (le c.d. assunzioni) e si traduce in un efficace supporto informativo a favore del potenziale investitore capace di fornirgli le informazioni utili per capire quali probabilità ha il *business model* del *target* di generare i ritorni attesi.

L'incremento dei margini

Nell'ambito delle strategie generalmente adottate per l'aumento dei margini, un aspetto rilevante riguarda la gestione del trasferimento degli incrementi di costo ai clienti. Tra il 2021 ed il 2023, complice una situazione economica favorevole, ciò è stato ampiamente possibile e anche i fondi di *private equity* ne hanno approfittato attraverso le loro partecipate. Tuttavia, questa pratica sta diventando sempre più complessa a causa dell'andamento erratico dell'inflazione e dell'aumento dei costi del lavoro. Pertanto, la situazione attuale, e forse ancor più quella futura, richiede un approccio sofisticato e strategico che permetta di ottenere un soddisfacente incremento di marginalità. I fondi di *private equity* devono, pertanto, considerare attentamente queste dinamiche puntando non solo su una gestione oculata dei prezzi e dei costi ma anche sull'efficienza generale dell'assetto industriale delle loro partecipate. Se si vogliono preservare i margini di profitto senza compromettere la competitività sul mercato quella appena descritta è la strada da percorrere senza mezzi termini.

Il primo *step* di questa strategia è precedente all'acquisizione e si realizza tramite un'approfondita *due diligence* sulle *operations*, una serie di indagini che consente di generare uno *screening* dell'assetto industriale della potenziale partecipata, esaminando aree quali l'efficienza dei processi, la gestione della *supply chain* e le competenze del personale. Questa analisi preliminare mira a definire le potenzialità esprimibili dall'azienda nel breve-medio periodo, come pure a identificare le aree di miglioramento e le opportunità di ottimizzazione che possono essere implementate *post-acquisizione* per migliorare le *performance* operative dell'azienda.

Il secondo *step* avviene, invece, a valle dell'ingresso dell'azienda nel portafoglio del fondo: si tratta della c.d. fase di *value creation*. Qui il *focus* si sposta sulla realizzazione del valore attraverso il miglioramento delle prestazioni aziendali. Ciò spesso comporta l'ottimizzazione della gestione delle risorse, la

Note:

(12) Quest'ultima è disponibile solo se il sistema di controllo di gestione del *target* consente di creare degli affidabili conti economici per cliente sino al livello dell'EBIT o dell'EBITDA.

(13) G. Gagliardi, "IBR *Independent Business Review*: il tester dei piani", in *Amministrazione & Finanza*, n. 10/2016.

ristrutturazione dei processi interni, l'implementazione di tecnologie avanzate. Le metodologie maggiormente utilizzate includono l'adozione di pratiche di *lean manufacturing*, l'automazione di processi manuali e l'investimento in formazione e sviluppo del personale al fine di creare una cultura aziendale centrata sul miglioramento continuo e sull'eccellenza operativa.

Al di là delle metodologie messe in campo, l'efficacia di un intervento di questo tipo è tanto più alta quanto più l'approccio è di natura olistica. In altri termini l'impresa, così come un organismo, non dovrebbe essere migliorata seguendo un approccio incrementale, area per area, ma andrebbe potenziata nel complesso, individuando i nodi che, ottimizzati, permettono di ottenere il massimo incremento di *performance* con il minimo dispendio energetico.

C'è un terzo *step* che completa l'*execution* di questa strategia: la creazione di una squadra dedicata che possa guidare le *operations* della partecipata, enfatizzando il mantenimento dell'efficienza operativa e una gestione proattiva verso l'innovazione sia di processo che di prodotto.

Il proposto approccio olistico alla *value creation*, permettendo di aumentare la marginalità e la redditività dell'azienda partecipata, mette il fondo di *private equity* nelle condizioni migliori per realizzare ritorni significativi sull'investimento rafforzando, nel contempo, la competitività e la sostenibilità a lungo termine dell'azienda nel suo mercato. Si tratta di un processo che richiede un impegno costante e una visione strategica che consideri sia le sfide immediate sia le opportunità future, garantendo che le operazioni siano sempre allineate con le dinamiche di mercato e le evoluzioni tecnologiche.

L'Operational Due Diligence

Quando un fondo considera l'ingresso nel capitale di un'azienda la *due diligence* operativa gioca un ruolo cruciale nella valutazione dei rischi e delle opportunità associati all'investimento. La disponibilità di un quadro strutturato dell'assetto industriale dell'impresa, ma anche delle potenzialità esprimibili nell'arco di qualche anno, pone le basi per un percorso di miglioramento e di crescita teso ad aumentare il valore dell'azienda e la sua stabilità operativa (14).

Le indagini si concentrano su alcune aree chiave. Solitamente la numerosità delle aree sottoposte a *screening* è definita ampiezza della *due diligence*. Analogamente esiste un'altra dimensione: si tratta della profondità delle investigazioni che si vanno a eseguire.

A proposito dell'ampiezza, si riportano di seguito le sei sezioni che tipicamente sarebbe opportuno valutare prima di realizzare un'acquisizione. La sequenza con cui vengono proposte è casuale e la profondità con cui ciascuna area è studiata varia in funzione delle attese del committente (e della sua propensione al rischio), del settore di appartenenza e dell'assetto generale dell'azienda.

Capacità produttiva, efficienza operativa e produttività

In questa area d'indagine vengono valutate le pratiche operative correnti per identificare inefficienze, sprechi o ambiti di sotto-ottimizzazione nei processi di produzione. È il momento in cui si valutano anche le saturazioni impiantistiche e sono identificati i colli di bottiglia che fisseranno gli *output* massimi raggiungibili.

Anche gli spazi - in termini di corretta gestione e potenzialità di accogliere maggiori volumi produttivi - sono passati in rassegna, proprio come succede ai vari impianti, macchinari e linee d'assemblaggio o confezionamento.

Catena di approvvigionamento e gestione degli inventari

In questo ambito rientra, innanzitutto, l'analisi della catena di approvvigionamento in termini di rispondenza alle esigenze aziendali, di robustezza ed efficienza.

L'altra componente oggetto di *screening* è rivolta all'interno, ossia alle modalità di gestione degli inventari, di pianificazione e *forecast* della domanda e, infine, alla capacità del sistema nel rispondere a *shock* esterni o interruzioni.

Qualità del prodotto e conformità

In questa porzione della *due diligence* sono esaminati i sistemi di controllo qualità, le certificazioni di settore (come le ISO) e la conformità ai regolamenti applicabili.

Nota:

(14) C. Porsgaard - M. Haubjerg - Z.N. Hansen, *A Framework for Operational Due Diligence*, Production Engineering, 2018.

Chiaramente il rispetto delle norme vigenti non garantisce da solo un'efficace ed efficiente gestione degli aspetti di qualità del prodotto e del processo. Un ulteriore livello di verifica è, dunque, rappresentato dalla capacità di garantire un elevato e costante livello di qualità del prodotto attraverso le verifiche dirette sul prodotto ma anche tramite i controlli di processo che influenzano le caratteristiche del prodotto. Un ultimo livello d'osservazione è rappresentato dalle modalità di gestione delle garanzie e dei resi.

I tre livelli d'investigazione di quest'area se da un lato influenzano i margini (tanto più si è bravi a realizzare un prodotto senza difetti, tanto più sarà contenuto l'impiego di risorse necessario nella sua produzione), dall'altro hanno una relazione diretta con la reputazione che l'azienda o il *brand* ha sul mercato, come pure sulla soddisfazione del cliente (ivi inclusa la riduzione dell'impatto aziendale sull'ecosistema).

Condizione degli impianti

Si valutano gli *asset* e le infrastrutture produttive. La loro adeguatezza alle attuali esigenze produttive è sicuramente un punto di partenza. Ovviamente anche le modalità e i costi di mantenimento del buono stato di funzionamento sono fattori importanti per avere un'idea complessiva di questa parte della *due diligence* sulle *operations*.

Non da ultimo, potrebbe essere utile verificare l'idoneità degli impianti a ricevere integrazioni che possano andare nella direzione di aumentare i volumi produttivi, piuttosto che per automatizzare o digitalizzare alcune attività o funzioni.

Tecnologia e innovazione

Il *focus* in quest'area è sull'analisi dell'integrazione tecnologica nelle *operations*, partendo dalla progettazione del prodotto, passando per il *procurement* e la *supply chain*, continuando con le attività di trasformazione dell'articolo e approdando, infine, ai processi utili per gestire l'intero ciclo di vita del prodotto.

Si analizza dunque l'uso dei *software* di gestione dei processi e il loro grado di integrazione, il livello di automazione nelle aree più operative (tipicamente logistica interna e processi di trasformazione) e l'adozione di tecnologie innovative. Si valuta anche la capacità dell'azienda *target* di rimanere competitiva

attraverso la capacità d'innovazione continua sia di prodotto sia di processo.

Gestione del personale

Qui al centro dell'attenzione c'è la cultura aziendale e la capacità di agire all'interno e al di fuori dei comportamenti previsti dalla cultura. Se questo primo aspetto rappresenta l'ambiente in cui le risorse umane operano, non si può non esaminare lo stile di *leadership* con cui il *management* guida l'azienda verso una certa direzione, esprimendo un dato livello di capacità nell'eseguire strategie operative efficaci.

L'ultimo aspetto di quest'area è rappresentato dalle pratiche di gestione delle risorse umane, inclusi la tipologia e il livello di competenza presente in azienda (intesi anche come capacità di saper gestire i processi e i prodotti), le politiche di formazione dei dipendenti e lo stato delle relazioni sindacali.

Il miglioramento delle performance industriali per la value creation

Una volta effettuato l'investimento, il fondo comincia il complicato lavoro di migliorare le *performance* economiche e finanziarie della partecipata, dedicandosi a quella fase che spesso viene denominata *value creation*. È un processo strettamente legato al modello di *business* della società partecipata e coinvolge differenti discipline. Tra queste c'è sicuramente la gestione delle prestazioni industriali. Fino a qualche anno fa quest'area era poco considerata dai *private equity* ma, come esplicitato nei paragrafi precedenti e in virtù di varie operazioni di successo, una serie di condizioni di contorno ha fatto sì che essa finisse al centro dell'attenzione.

Il punto di partenza è senz'altro legato all'identificazione della strategia che il fondo vuole perseguire per la sua partecipata (si veda quanto detto a proposito della *Business Due Diligence*). Una volta che questa sarà stata definita, sarà possibile definire la sistemazione logistica, produttiva, organizzativa e tecnologica ("assetto LPOT") che meglio può supportare la strategia di *business* postulata per il contesto competitivo e di mercato nel quale la società partecipata si colloca. Per assetto LPOT si intende la struttura complessiva che integra la gestione della catena di approvvigionamento, i processi di produzione, l'organizzazione interna e l'impiego

delle tecnologie. Questo assetto è fondamentale per determinare l'efficienza, la produttività e la capacità di innovazione dell'azienda, influenzando direttamente la competitività di quest'ultima. Ottimizzare questo ambito significa migliorare la gestione delle risorse, ridurre i costi, incrementare la qualità del prodotto e velocizzare i tempi di risposta alle esigenze del mercato.

Una volta definito tale assetto, comprensivo degli indicatori di performance che lo caratterizzeranno, si passa a stilare un piano di attività che permetterà di traghettare l'azienda dalla situazione attuale a quella attesa.

Le aree d'intervento sono tipicamente quelle delle operation:

- processi di trasformazione/realizzazione del prodotto;
- processi di procurement;
- gestione della supply chain, dei magazzini e della logistica;
- gestione del parco fornitori;
- progettazione e sviluppo dei prodotti;
- tecnologie IT a supporto della gestione dei processi;

- tecnologie di automazione a supporto delle attività operative;
- organizzazione e corretta copertura dei processi e delle responsabilità.

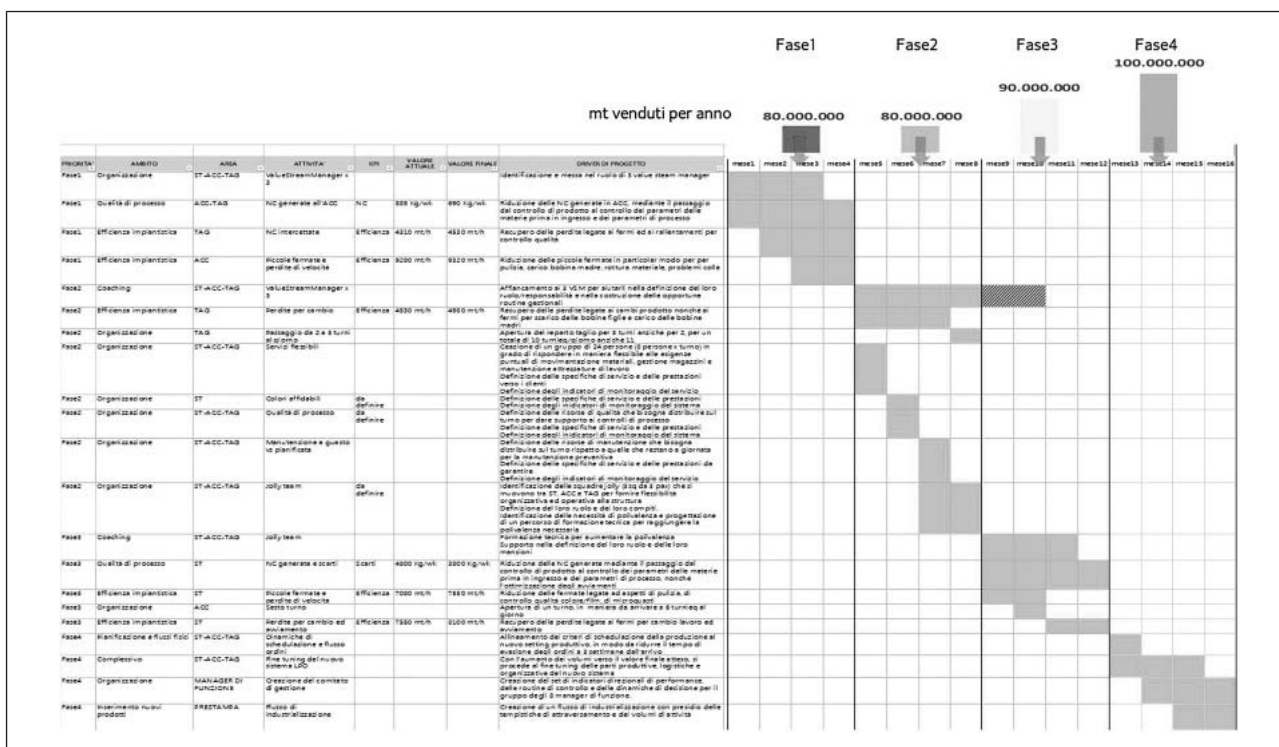
La fase di *execution* del piano di attività può avvenire tipicamente in 3 cicli di lavoro. Il primo è legato alla revisione dei processi operativi e ha come fine il conseguimento di un rapido impatto positivo sulla marginalità.

Il secondo, invece, è dedicato alla revisione dell'infrastruttura IT a supporto dei processi e al *redesign* organizzativo e mira a rendere maggiormente robusta la gestione dell'azienda anche attraverso un controllo più profondo e frequente dei principali processi.

Il terzo ciclo, infine, concerne l'introduzione di tecnologie d'automazione per i processi operativi e la digitalizzazione delle attività transazionali e ha come scopo l'aumento dell'affidabilità e della ripetibilità del sistema industriale nonché l'ulteriore riduzione dei costi di gestione attraverso l'eliminazione di passaggi a basso valore aggiunto.

Nella Tavola 4 si riporta un esempio di piano di attività messo a punto per un'a-

Tavola 4 - Esempio di un piano d'azione per un'azienda di packaging



zienda del settore del *packaging*, per la quale il nuovo assetto LPOT doveva supportare un aumento dei volumi di produzione dell'ordine del 20% a parità di capacità produttiva installata e di risorse operative. Si tratta, in questo caso, di un piano in quattro fasi, dove in ciascuna c'è una linea guida e obiettivi ben definiti. Mentre le prime due fasi sono di preparazione, la terza e la quarta puntano all'incremento dei volumi produttivi.

La Tavola 5, a sua volta, espone per la stessa azienda gli indicatori di risultato e le loro variazioni al completamento del piano. Si tratta di parametri relativi alla *performance* industriale. Ci sono, chiaramente, i volumi realizzati, ma anche:

- gli indicatori che misurano la dimensione organizzativa, in termini di risorse ed aperture degli impianti;
- gli indici che misurano le produttività e le efficienze delle aree produttive;

- i parametri che misurano le rese dei prodotti trasformati e le incidenze della non qualità.

La Tavola 6, infine, mette in relazione gli indicatori di *performance* industriale con quelli di natura economica, sintetizzando la variazione dei volumi prodotti, l'incidenza delle categorie sul costo del prodotto e l'aumento dei margini.

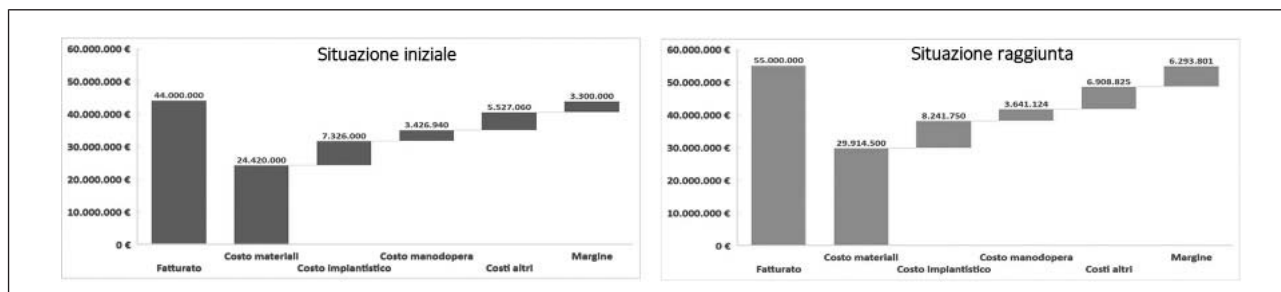
L'esempio sopra riportato è chiaramente una "vista" specifica e illustra solo parzialmente le strategie e le attività di *value creation* che possono essere implementate lavorando sull'area industriale. Il miglioramento dei margini, infatti, può provenire anche da ottimizzazione dei processi, miglioramento della *supply chain* e sviluppo del personale (affinché sia ricettivo, se non propositivo, rispetto ai nuovi paradigmi tecnologici).

Nell'ottica di una strategia di *value creation*, uno strumento utile può essere lo *Zero Base*

Tavola 5 - Esempio di un set d'indicatori di performance industriale e della loro variazione in un progetto di value creation nel settore del packaging

	Starting point	Fase4
Volumi [mt/wk]	1.650.000	2.100.000
Personale operativo	95	109
Capi intermedi	9	4
Manager	8	8
Personale totale	112	121
Turni eq giorno ST	6	6
Turni eq giorno ACC	5	6
Turni eq giorno TAG	11	10
Turni eq giorno totale	22	22
Eff impiantistica ST [mt/h]	7.080	8.200
Eff impiantistica ACC [mt/h]	9.280	9.320
Eff impiantistica TAG [mt/h]	4.300	5.250
Produttività ST [mt anno/FTE]	4.400.000	5.600.000
Produttività ACC [mt anno/FTE]	5.280.000	5.600.000
Produttività TAG [mt anno/FTE]	7.200.000	10.080.000
Produttività globale [mt anno/FTE]	707.143	833.058
NC scartate [mt/wk]	19.885	18.900
NC scartate [% in mt]	1,2%	0,9%
Scarti totali [Kg/wk]	5.000	5.320
Scarti totali [% in Kg]	9,1%	7,6%

Tavola 6 - Esempio del recupero di marginalità a seguito di un progetto di value creation per un'azienda operante nel settore del packaging



Budget (15). Secondo questo approccio, ogni attività aziendale deve essere esaminata (dal *budget* per il *marketing*, alla struttura della rete vendita, dalla logistica, fino agli acquisti di materie prime e lavorazioni esterne) con l'obiettivo di cogliere le opportunità di ridurre i costi unitari, limare l'investimento per l'acquisizione del nuovo cliente e accrescere la capacità di produzione o consegna.

In questo senso, lo *Zero Base Budget* è un efficace approccio per rileggere e ricostruire l'impresa senza continuare a gestirla dogmaticamente lungo linee consuetudinarie (opportune o errate che siano). Alla base di questa revisione critica dei processi ci devono essere sistemi, processi e tecnologie che consentano un'accurata quantificazione e allocazione dei costi e, a ruota, l'identificazione di modalità prudenti per ridurre le spese senza che si debba registrare un impatto negativo sull'attesa espansione dei ricavi.

Sempre in ottica di razionalizzazione, l'ingresso di un *private equity* nell'azienda può anche essere un'occasione per rivedere eventuali iniziative speculative intraprese nei recenti "anni facili", compresa la crescita sregolata delle scorte. Si potrà poi ottimizzare gli *overhead* (compresi quelli connessi alle piattaforme IT, *telecom* e HR) imponendo ai potenziali fornitori processi d'asta o centralizzando gli acquisti per l'intero portafoglio di partecipate del fondo.

Le risorse liberate implementando le attività sopra accennate potranno essere dirette verso le aree e i mercati *core* o dal superiore potenziale di crescita, nonché per realizzare degli investimenti tecnologici atti a riposizionare la partecipata dotandola di vantaggi competitivi sostenibili.

L'importanza di mettere in campo un value team

L'incremento del valore dipende, come è ovvio, da una serie di fattori interni ed esterni all'azienda, alcuni precisamente misurabili altri soltanto percepibili. Quando un operatore del mondo del *private equity* affronta un progetto di *value creation* per una partecipata, esso dovrebbe tenere in considerazione tutte le competenze necessarie a supporto di un tale programma.

Servono sicuramente abilità economiche e finanziarie, di cui i gestori dei fondi sono profondi conoscitori. Occorrono poi le competenze di mercato, di prodotto e di processo che, nella maggior parte dei casi, sono possedute (anche se a volte non razionalizzate) dall'organizzazione della partecipata. Servono, infine, conoscenze ed esperienze di gestione industriale e di *project management* che spesso sono dominate da organizzazioni esterne che si occupano specificatamente di questi ambiti. In effetti, sempre più spesso i fondi si rivolgono a società specializzate che supportano con le loro competenze il processo di *value creation*. Ci sono, a tal proposito, un paio di punti di attenzione che vanno certamente considerati. Il primo è relativo alla capacità dei consulenti di approcciare in maniera olistica il progetto. Ciascuna azienda ha un proprio equilibrio industriale, ma questa armonia dipende da tanti fattori. La capacità di inquadrare l'assetto industriale all'interno di un contesto di *business* più ampio permette di comprendere quali sono le leve sulle quali agire per ottenere il

Nota:

(15) Strumento che pare sia stato inventato da Peter Pyhr negli anni Settanta. D. Kesmodel, "Meet the Father of Zero-Based Budgeting", in *The Wall Street Journal* del 26 marzo 2015.

massimo incremento di *performance* con il minimo cambiamento operato.

Il secondo punto d'attenzione è invece relativo alla capacità del consulente di non sostituirsi ai *manager* dell'azienda ma d'integrarsi per il periodo necessario a implementare e supportare i cambiamenti necessari. Questo approccio è fondamentale per garantire la persistenza dei risultati raggiunti e la capacità di portarne di nuovi. Solo la partecipazione attiva del *management* e del *team* operativo garantisce un effetto di questo tipo.

Una volta ponderati questi due punti sensibili, le competenze interne dell'azienda partecipata unite alle esperienze del fondo e a quelle di eventuali società *partner* esterne permetteranno di costituire un gruppo di lavoro guidato in maniera sinergica da poche ma fondanti linee guida e focalizzato su obiettivi precisi. Con questi presupposti anche la fase successiva a un progetto di *value creation* non potrà che essere di successo.

La tecnologia può aiutare

Per agevolare la trasformazione aziendale sono fortunatamente disponibili o presto diverranno mature diverse tecnologie che possono essere impiegate in fase di studio e pianificazione, come pure nel vero e proprio efficientamento dei processi operativi e delle modalità di erogazione del prodotto/servizio. Si tratta di quelle che vanno tipicamente sotto il nome di tecnologie abilitanti, tra cui le più note sono quelle di analisi dei *big data*, l'intelligenza artificiale, l'automazione e la robotica.

La tecnologia di per sé non è però sufficiente. Il successo non dipende solo dagli investimenti, ma anche dalla strategia e dall'implementazione di una cornice, di processi e strutture atte a ottenere lo stato auspicato, nel contempo limitando l'attrito organizzativo. Di nuovo torna al centro dell'attenzione la necessità di competenze ed esperienze nella realizzazione di progetti di *re-engineering* (siano esse organiche alla società, messe a disposizione dal fondo o fornite da consulenti).

Nel tempo, peraltro, le nuove tecnologie (compresa l'IA) diverranno un requisito piuttosto che un vantaggio competitivo. Sempre più imprese, infatti, coglieranno le opportunità portate dall'innovazione e la tecnologia cesserà di essere un fattore differenziante.

I fondi di *private equity* sono ben posizionati per portare tempestivamente l'innovazione nelle proprie partecipate, evitando mode o investimenti defocalizzati, grazie a un approccio realistico verso il potenziale abilitante della tecnologia nell'espandere o creare nuovi mercati rispetto ai prodotti o servizi che l'impresa offre. L'attivazione del piano di trasformazione peraltro implica investimenti aggiuntivi rispetto a quanto necessario per l'acquisizione. Detti esborsi sovente si verificano nei pressi del *vintage year* (cioè dell'ingresso del fondo nella partecipata) e hanno benefici dilazionati. Ne consegue che, dato l'attuale accresciuto costo del capitale, i fondi devono essere preparati ad allungare il periodo di possesso oppure ad accelerare i ritorni della strategia d'innovazione adottata. Per abbreviare i tempi d'implementazione occorre approcciare la questione sin dalle fasi di *due diligence* e di *closing* stabilendo efficaci sistemi collaborativi tra il fondo, i consulenti e il personale della partecipata.

L'ingegneria finanziaria

Se i tempi di possesso delle partecipate si allungano, diviene viepiù importante identificare investimenti strategici che possano creare valore anche dopo il tradizionale orizzonte dei 3/5 anni (16), come pure soluzioni finanziarie che consentano di accelerare la distribuzione di ritorni agli investitori.

La storica esperienza dei fondi di *buy-out* nel dialogare con le banche e con gli altri soggetti che possono finanziare l'impresa partecipata, ora meno sfruttabile nel costruire operazioni a forte leva, può diventare preziosa proprio per ottimizzare la struttura del capitale e per gestire i rischi valutari, di tasso, di oscillazione di prezzo delle *commodity* o si superamento di soglie ESG come la *carbon footprint*.

Anche la capacità d'intercettare contributi europei e nazionali può diventare critica per conseguire o mantenere dei vantaggi competitivi persino in settori dove in passato la ricerca e sviluppo (per esempio, la meccanica) o

Nota:

(16) Di nuovo, gran parte delle informazioni sull'argomento possono provenire dalla *Business Due Diligence* (che identifica le linee guida che detteranno le direttrici d'investimento) e dalla *due diligence* sulle *operations* (che consente di prevedere gli investimenti necessari per *compliance* o sostituzione per obsolescenza, rispetto a quelli volti a espandere l'*output* potenziale o a raggiungere nuovi segmenti).

l'investimento in impianti e sistemi tecnologici (per esempio, la grande distribuzione) non avevano un impatto determinante.

L'accorta gestione del circolante (17) e l'introduzione di sistemi di tesoreria e di *capital budgeting* possono consentire di ottimizzare i flussi di cassa e il valore aziendale complessivo, pur senza precludere la capacità di sviluppo aziendale in termini d'investimenti in impianti, personale, tecnologie e acquisizioni societarie.

Strutture finanziarie innovative e quanto più possibile flessibili in termini di erogazione, rimborso e diversificazione delle fonti, infine, possono consentire di evolvere la struttura finanziaria della partecipata nel corso del periodo d'investimento, adattandola ai cambiamenti nelle strategie di *value creation*, alle contingenze dei mercati finanziari e alle esigenze di *exit* parziale e definitiva del fondo (18).

Conclusioni

I *private equity* dispongono di svariati vantaggi strutturali nel migliorare radicalmente il *business* delle società rispetto agli imprenditori delle imprese a conduzione familiare o al *management* delle società quotate.

L'esteso orizzonte d'investimento del fondo agevola l'introduzione di aggiustamenti del percorso trasformativo, alla luce delle evoluzioni macroeconomiche e tecnologiche.

Il tipico modello di *governance* degli investitori istituzionali, inoltre, coniuga un processo decisionale snello (che agevola la pronta riallocazione delle risorse) con l'enfasi sul controllo di gestione volto a ridurre il rischio che le scelte siano basate su sensazioni più che su dati solidi.

Lo sviluppo e l'aggiornamento delle competenze utili per la creazione di valore è poi enfatizzato dalla capacità dei *private equity* di attrarre talenti e consulenti, nonché dalla sua possibilità di ammortizzare i connessi investi-

menti su un ampio portafoglio di partecipate, piuttosto che sull'unica impresa a disposizione dell'imprenditore.

Infine, i fondi hanno la teorica possibilità d'investire nuove risorse durante l'implementazione del piano di *value creation* e ciò potrebbe costituire un decisivo vantaggio nell'affrontare un ambiente mutevole e nel cogliere fuggevoli opportunità. Nella pratica, questo potenziale è sovente sottoutilizzato (i *private equity* storicamente hanno privilegiato l'acquisizione di una nuova azienda, rispetto alla realizzazione di un aumento di capitale in una società già in portafoglio) e, anzi, non sono rari i casi di partecipate che non ricevono ulteriore supporto dal fondo quando sfiorano i *covenant* finanziari o quando devono riorganizzare il loro *business*.

I *private equity*, in teoria, sono ottimamente posizionati per essere un fattore di cambiamento e miglioramento delle PMI. Però l'allargamento del portafoglio d'investimenti che si è verificato dalla seconda metà del 2020 sino al 2022 potrebbe anche aver creato degli ingorghi nella capacità dei fondi di allocare competenze per l'*operational improvement* o per l'*exit*. Ciò renderebbe altresì più arduo approfittare delle opportunità fugaci di cessione che caratterizzano l'attuale contesto macroeconomico. Ne consegue, e questo suggerimento vale anche per le imprese indipendenti, che i *private equity* devono irrobustire il loro bagaglio di competenze analitiche e manageriali se vogliono liberare tutto il potenziale di *value creation* che si dischiude di fronte a loro.

Note:

(17) Conseguibile anche implementando sistemi di controllo di gestione che vadano oltre la "semplice" redditività per cliente per giungere a quantificare l'investimento in circolante e attrezzature specifiche che ciascuna commessa implica.

(18) M. Kemplay, cit., ha efficacemente coniato la definizione di *all-weather strategic solutions strategy*.