

L'IMPORTANZA DEI CANALI DI DISINVESTIMENTO

**CONVEGNO AIFI
4 aprile 2005**

Mario Massari
Direttore dell'Istituto di Amministrazione, Finanza e Controllo
dell'Università L. Bocconi - Milano

LA LETTERATURA IN TEMA DI DISINVESTIMENTI

- Il tema del disinvestimento è trattato prevalentemente nella letteratura professionale. Pochi sono i contributi su riviste scientifiche.
- I data-base disponibili (AIFI, EVCA, THOMSON, ecc) riguardano dati aggregati.
- Raramente sono disponibili i dati di IRR delle operazioni specifiche.

LA CLASSIFICAZIONE EVCA

- Trade sales
 - cessione ad altre imprese non finanziarie
- Public offerings
 - prime quotazioni (Initial Public Offering)
 - successive vendite in borsa (sale of quoted equity)
- Sale to another venture capitalist
 - cessione ad altri investitori istituzionali nel capitale di rischio
- Sale to financial institutions
 - vendita a istituzioni diverse dai fondi di private equity e venture capital
- Other means
 - sostanzialmente il riacquisto da parte del socio di maggioranza o del management (buy back)
- Write-off

VARIABILITA' DEI CANALI DI DISINVESTIMENTO

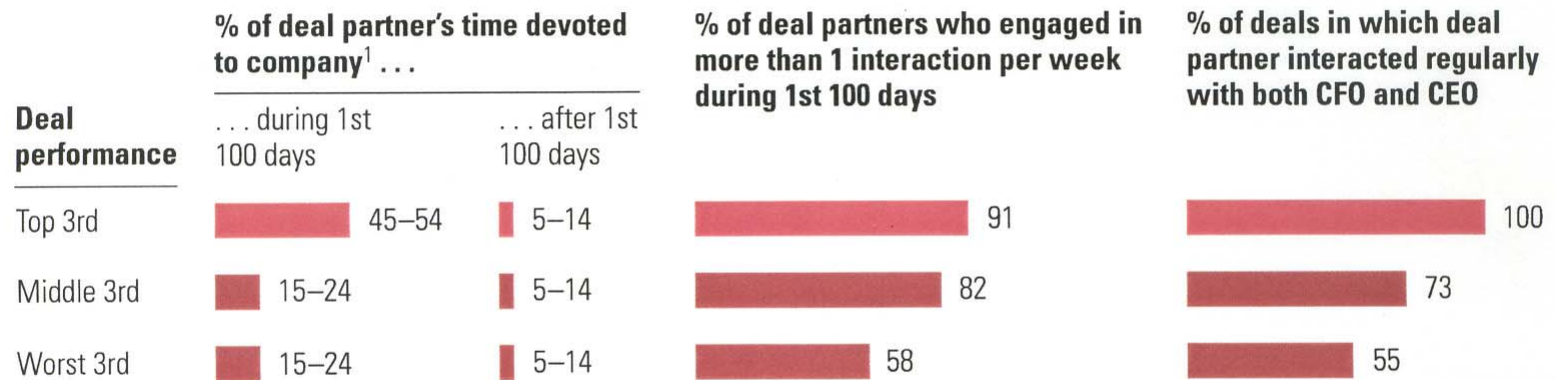
- I canali di disinvestimento cambiano da paese a paese e in relazione alle caratteristiche dell'operatore/transazione.
- Le differenze tra paesi dipendono principalmente dal grado di maturità del mercato finanziario.
- Le differenze per tipologie di operatori/transazioni dipendono dalle formule di investimento
 - approccio industriale
 - investimenti di maggioranza
 - focus su IRR
 - canali tipici: IPO e trade sales
 - approccio finanziario
 - investimenti di minoranza
 - focus su dividend yield
 - canali tipici: buy back

LE MODALITA' DI DISINVESTIMENTO SONO UN FATTORE DI SUCCESSO?

- Una recente ricerca di McKinsey (McKinsey Quarterly, March 2005) mostra che la principale fonte di creazione di valore per una private equity firm è la company outperformance rispetto al settore di riferimento.
- La company outperformance dipende, per McKinsey, da cinque fattori:
 - o la conoscenza del settore da parte dell'investitore e la ricerca di informazioni
 - o la presenza di meccanismi di incentivazione del management (dal 15% al 20% dell'equity della target company)
 - o l'analisi approfondita del business plan a fianco del management e la revisione sistematica dei piani
 - o il tempo dedicato dai deal partner nelle fasi iniziali dell'investimento (più di metà del tempo nei primi 100 giorni, con incontri quasi giornalieri)
 - o la tempestività nel cambio del management

Time well spent

Deals in which company outperformance was main source of value (n = 38 deals)



¹ Median time of deal partners in sample.

Source: Interviews with deal partners and CEOs of exited investments; McKinsey analysis

DIFFICOLTA' DI USCITA

- Una ricerca di Pricewaterhouse Corporate Finance ("Better Exits-1998") mostra che il 70% dei venture capitalist intervistati afferma di aver incontrato difficoltà di uscita, per le seguenti ragioni:
 - o stock market sentiment
 - o carenza di istituzionali buyers per IPO
 - o mancanza di trade buyers in una specifica SBA
 - o difficoltà con il management
 - o risultati della due diligence
 - o andamento modesto del business

- Leggendo questi risultati assieme a quelli dell'analisi di McKinsey, possiamo concludere che a) tali problemi possono essere limitati dalla buona qualità delle specifiche decisioni di investimento; b) che comunque sono influenzati dal tipo di approccio/transazione (in particolare acquisto di maggioranze o di minoranze).

TRADE SALES E IPO

- I due più comuni canali di disinvestimento sono la vendita ad altri investitori strategici (trade sales) e le IPO.
- Vantaggi/svantaggi delle IPO

Vantaggi

- o Prezzi più elevati?
- o Preferite dal management
- o Possibilità di futuri capital gains sulla quota di azioni non ceduta

Svantaggi/limiti

- o Costi più elevati
- o Uscita incompleta
- o Illiquidità dei mercati
- o Messaggio chiaro e semplice per gli investitori
- o Vincoli dimensionali

VANTAGGI/SVANTAGGI DELLE TRADE SALES

- **VANTAGGI**

- o Premio per sinergie, quota di mercato o market entry
- o Uscita completa
- o Minori costi rispetto a una IPO
- o Più veloce e semplice di una IPO
- o Necessità di convincere un solo investitore

- **SVANTAGGI**

- o Resistenze da parte del management
- o Bargaining power del compratore
- o Garanzie

ALTRI CANALI DI DISINVESTIMENTO

VENDITA AD ALTRI FONDI DI PRIVATE EQUITY

▪ **SVANTAGGI**

- o Svantaggi di prezzo (l'acquirente ha l'esigenza di realizzare adeguati IRR)
- o Comportamento del management
- o Preoccupazione dell'acquirente che siano stati anticipati profitti

▪ **VANTAGGI**

- o Formula tipica in caso di iniziative nelle fasi iniziali del ciclo di vita
- o Possibilità di ottenere una valutazione di mercato indipendente in caso di aumento di capitale

ALTRI CANALI DI DISINVESTIMENTO

SHARE BUY BACKS

- Il buy back da parte del management/azionista di maggioranza o la redemption da parte di co-investitori è un canale di uscita frequente in caso di “investitori passivi” (partecipazioni di minoranza) o quando le altre vie di disinvestimento non sono accessibili.

- In genere il valore di uscita è più basso:
 - o assenza di competizione
 - o clausole che possono di fatto rappresentare un cap in caso di forte rivalutazione

ESISTE UN APPROCCIO STRATEGICO?

- Una ricerca di Relander e Syrjanen (1993) ipotizza due diversi modelli, in funzione del peso che la pianificazione del disinvestimento assume al momento della decisione di investimento:
 - o path sketcher
 - o opportunist

- PricewaterhouseCoopers (1998) individua due tipologie di investitori:
 - o pro-active investors
 - o passive investors