

FINANZA D'IMPRESA AL BIUM  
FRANC AUGELI 2004

## 1. Modalità d'intervento del *private equity* e aziende medie familiari italiane

di Fabio Sattin

Parlare di *private equity* vuole dire in sostanza parlare di piccola media impresa a carattere familiare. In Italia, infatti, oltre il 74% degli interventi di *private equity* (AIFI, yearbook 2003) viene effettuato in aziende di medie piccole dimensioni (con meno di 200 dipendenti) con struttura proprietaria quasi sempre di carattere familiare.

L'impatto su tale tipologia di impresa dell'attività in questione è quindi elevatissimo ed in rapida crescita anche nel nostro Paese e tali interventi, che di seguito andremo ad analizzare dettagliatamente nelle loro tipologie attuali, stanno avendo, ed avranno sempre di più, un notevole ruolo nel cambiamento dell'assetto societario della nostra media e piccola impresa nonché nella fase di ricambio generazionale.

L'attività economica che ha come oggetto l'effettuazione di investimenti nel capitale di rischio, chiamata anche attività di *private equity*, deve essere intesa come: "l'apporto di capitale, da parte di operatori economici specializzati, in aziende non quotate, con l'obiettivo prevalente di realizzare un guadagno a seguito dello smobilizzo della partecipazione acquisita entro un arco di tempo medio lungo"<sup>1</sup>. Con il termine *venture capital* ci si riferisce invece agli investimenti effettuati in società di piccole o piccolissime dimensioni normalmente ad elevato contenuto innovativo e tecnologico.

Riportando integralmente le definizioni ufficiali adottate dalla European Venture Capital Association (EVCA), l'associazione europea che riunisce tutti i principali operatori (oltre 1.000) del settore del capitale di rischio: «*private equity provides equity capital to enterprises not listed on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a suc-*

1. Per alcune definizioni di Venture Capital si vedano: AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, edizione 1997-1998, Guerini e Associati, Milano, 1997; EVCA, *2002 Yearbook: EVCA, Priorities for Private Equity*, Zaventem, 1997.

*cession in family-owned companies, or the buy-out or buy-in of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding». Continua la descrizione dell'EVCA, «venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business».*

L'attività di *venture capital*, intesa in senso stretto, rappresenta quindi un sotto-segmento dell'attività di *private equity* e coincide sostanzialmente con quello che più avanti definiremo "early stage financing".

L'attività di *private equity* non è condizionata né dalle dimensioni delle società nelle quali detti investimenti vengono effettuati, né dalla specializzazione settoriale delle stesse, né dall'ammontare della partecipazione acquisita nelle medesime (che spesso può essere anche di maggioranza) né, infine, dalle modalità tecniche ed operative attraverso le quali ciascun intervento viene effettuato.

Da un punto di vista qualitativo, sempre secondo l'EVCA, gli investimenti di *private equity* sono generalmente caratterizzati dai seguenti aspetti:

- ❖ condivisione da parte dell'investitore istituzionale del rischio imprenditoriale;
- ❖ orizzonte di investimento medio/lungo (tra i tre ed i sette anni);
- ❖ coinvolgimento attivo nella gestione e nello sviluppo della società partecipata;
- ❖ estrema attenzione posta alle caratteristiche strategiche ed industriali delle società partecipate (potenzialità di sviluppo del business, attrattività del mercato, struttura organizzativa, management) più che a quelle di tipo esclusivamente finanziario;
- ❖ obiettivo finale dell'investitore è principalmente la realizzazione di un guadagno in conto capitale da effettuarsi preferibilmente attraverso la quotazione della società ad un mercato regolamentato o attraverso la vendita ad altri investitori<sup>2</sup>.

## 1. Le principali tipologie di investimento del *private equity*

L'approccio più comunemente utilizzato<sup>3</sup> per distinguere le varie tipologie di investimento nel capitale di rischio è quello di segmentarle sulla base della specifica fase di sviluppo aziendale in cui queste vengono effettuate.

La logica sottostante tale tipo di segmentazione è che a diversi stadi di sviluppo aziendale corrispondono diverse esigenze e che, conseguentemente, anche l'intervento dell'operatore specializzato, per rispondere adeguatamente a dette esigenze, debba avere caratteristiche diverse.

Da questo tipo di segmentazione derivano alcune delle principali categorie adottate dagli operatori e dalle associazioni di categoria anche a fini statistici.

### 1.1. *Early stage financing*

Per *early stage financing* si intendono tutti gli interventi effettuati allo stadio iniziale di una attività imprenditoriale. Questa categoria è a sua volta composta dalle tre tipologie di investimento di seguito analizzate:

- "Seed Financing" (sperimentazione): si interviene già nella fase di sperimentazione quando la validità tecnica ed economica del prodotto o del servizio è ancora tutta da dimostrare. Questi interventi vengono effettuati quasi esclusivamente sulla base di considerazioni ed analisi di tipo tecnico specifico, volte ad identificare le caratteristiche potenziali di un prodotto ancora da sviluppare o, quanto meno, da industrializzare al fine di valutare la potenzialità in termini economici. Spesso non esiste neanche un business plan adeguatamente strutturato. È chiaro quindi che questi investimenti vengono effettuati nella maggior parte dei casi da operatori altamente specializzati nei vari settori tecnologici; si pensi ad esempio alle biotecnologie o all'informatica. Le competenze sono quindi prevalentemente di natura tecnica e scientifica. Non a caso, ad operare in questo segmento, troviamo spesso società di investimento collegate a gruppi industriali operanti in settori limitrofi a quelli di intervento se non, come nel caso del cosiddetto corporate venture capital, da unità specializzate appartenenti a gruppi industriali di grandi dimensioni;
- "Start-up Financing" (partecipazione all'avvio dell'attività): in questo stadio si finanzia l'avvio dell'attività produttiva, ma non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto.

Anche in questo caso, le problematiche sono essenzialmente di natura tecnica specifica e le caratteristiche degli operatori non si differenziano sostanzialmente da quelle del caso precedente anche se, in questo caso, il prodotto è già stato sviluppato e verificato, seppure a livello di prototipi, e spesso sono state completate le fasi relative alla sua ingegnerizzazione e brevettazione. La validità del prodotto in termini commerciali comunque, rimane ancora tutta da valutare;

2. EVCA, *Boosting Europe's Growing Companies*, Zaventem, Belgium, 1995.

3. S.E. Pratt, *How to raise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York, 1981.

- **“First Stage Financing”** (partecipazione alla prima fase di sviluppo): l’avvio dell’attività produttiva è già completato ma deve essere ancora valutata appieno la validità commerciale del prodotto-servizio. Ai fini statistici, gli interventi di questo genere vengono spesso fatti confluire nella categoria start-up. A differenza dei casi precedenti, nel first stage financing vengono meno le problematiche conseguenti alle fasi di ideazione, progettazione, sperimentazione ed avvio della fase produttiva.

Questo consente, in alcuni casi, di rendere possibili interventi anche da parte di operatori di profilo più “generalista” o con minore grado di conoscenza tecnica specifica. Rimangono comunque investimenti ad altissimo rischio e di difficile valutazione da parte di chi non ha una precedente esperienza di settore.

Gli aspetti di analisi di mercato e delle potenzialità commerciali ed applicative del prodotto assumono, in questi casi, una importanza di grande rilievo, ed in tal senso sono spesso orientate le competenze degli operatori che intervengono in questo segmento.

## 1.2. Expansion financing

Con il termine *expansion financing* si intendono tutti gli interventi nel capitale di rischio effettuati in iniziative imprenditoriali già sviluppate e che, per differenti ragioni, intendono avvalersi della collaborazione di un investitore istituzionale per consolidarsi, svilupparsi ulteriormente o accedere alla quotazione in borsa.

L’impegno dell’operatore specializzato è, in questa tipologia di investimento, favorito dalla esistenza di una serie di dati ed informazioni non presenti, o presenti solamente in parte e a livello prospettico nelle fasi precedenti. Stante la più avanzata fase del ciclo di sviluppo, e quindi dell’esistenza di una “storia” aziendale, le società oggetto di questi interventi possono infatti fornire ai potenziali investitori informazioni di tipo storico, oltre che previsionale, estremamente utili per meglio capire e valutare le potenzialità dell’azienda nella quale si accingono ad effettuare l’investimento.

La presenza di una storia aziendale ed il superamento delle fasi iniziali dell’attività imprenditoriale e delle incertezze a queste connesse, consente anche ad operatori che non hanno una precedente diretta esperienza o conoscenza del settore merceologico specifico nel quale la società opera, di effettuare una approfondita valutazione del potenziale investimento e dei potenziali ritorni che ne possono derivare.

La presenza di dati economici e finanziari sia storici che prospettici consente, inoltre, di utilizzare con maggior significatività le metodologie tipiche

dell’analisi economico finanziaria che, in questo genere di interventi, assumono un crescente rilievo in termini di valutazione dell’investimento.

I vari stadi di sviluppo ove detti interventi vengono generalmente effettuati sono i seguenti tre:

- **“Second Stage Financing”** (crescita accelerata): la società è ancora giovane e spesso di medio piccole dimensioni ma produzione e vendite sono già sviluppate, anche se solo parzialmente, sulla base di una chiara e verificabile combinazione prodotto/mercato.

Esiste cioè un passato, anche se non lungo, che può essere analizzato e dal quale si possono trarre utili informazioni sulla validità del business e del management. È presente un’esperienza di mercato ed esistono delle previsioni, delle strategie di sviluppo, dei clienti, dei fornitori e, soprattutto, esiste un management, od una proprietà, che ha già accumulato una certa esperienza nel settore ed a cui il potenziale investitore può fare riferimento e chiedere informazioni.

Esistono ancora molte aree di sviluppo inesplorate, sia in termini di diversificazione produttiva che, soprattutto, geografica. Anche la struttura organizzativa è in cambiamento e spesso l’intervento finanziario deve essere strutturato parallelamente ad un consolidamento della struttura organizzativa ed al suo completamento e, conseguentemente, al potenziale investitore è spesso chiesto un aiuto in tal senso;

- **“Third Stage Financing”** (consolidamento dello sviluppo): la fase rapido sviluppo è superata e si tratta prevalentemente di consolidare l’attività.

L’attività corrente è in questi casi la base principale di analisi e di valutazione e le proiezioni, pur rimanendo fondamentali, non presentano normalmente repentini cambiamenti rispetto al passato. La possibilità di aumentare significativamente il valore della società è quindi prevalentemente collegato alle possibilità che questa ha di espandersi ulteriormente, sia attraverso azioni di diversificazione commerciale e produttiva, sia attraverso combinazioni societarie con altre società. Questo genere di interventi è particolarmente congeniale agli operatori che possono disporre, per varie ragioni, di una consolidata esperienza di carattere internazionale ed una notevole conoscenza ed introduzione in seno alle realtà economiche ed industriali dei vari Paesi. Si pensi ad esempio alle banche d’investimento operanti a livello multinazionale o a quelle possedute da importanti operatori finanziari. Questi infatti, hanno spesso la possibilità di sfruttare le sinergie derivanti dalla presenza, a livello di gruppo di appartenenza, anche in altri comparti della consulenza finanziaria alle imprese quali, per esempio, le attività di merger and acquisition, e di corporate finance in generale.

- **“Fourth Stage Financing”** (maturità-pre-IPO): in questo stadio l’azienda è consolidata, ha precisi progetti di sviluppo e desidera perfezionarli con l’aiuto di un partner finanziario. In questi casi l’intervento da parte dell’investitore istituzionale nel capitale di rischio è effettuato generalmente con un’ottica prevalentemente finanziaria e di medio periodo, o comunque, più breve rispetto a quella dei casi precedenti e generalmente conduce, almeno nelle intenzioni, ad un progetto di quotazione della società in un mercato regolamentato.

Dato l’avanzato stadio di sviluppo e la conseguente complessità ed articolazione operativa delle società oggetto di questo genere di investimenti, le competenze degli operatori che effettuano detti interventi sono essenzialmente di natura analitica e tecnico-finanziaria e le valutazioni di natura tecnica e di business vengono effettuate più per confermare e verificare la coerenza dei dati forniti dalla società, che non per apportare un concreto supporto alle strategie di sviluppo, già definite dal management o dalla proprietà.

Il supporto richiesto in questi casi all’investitore specializzato è di tipo finanziario ma anche, in particolare nel caso di quotazione ad un mercato regolamentato, di tipo tecnico specifico per la realizzazione dell’obiettivo finale.

Anche in questo caso, gli operatori che meglio possono rispondere a queste esigenze sono le banche di investimento o le società finanziarie di grande dimensione, con immagine e prestigio nazionale ed internazionale e che abbiano una notevole conoscenza ed esperienza dei mercati finanziari e del loro funzionamento. Con la loro esperienza detti operatori possono infatti aumentare in modo significativo le possibilità di successo di una eventuale quotazione della società in borsa.

La semplice segmentazione per stadi di sviluppo, per quanto metodologicamente corretta e largamente utilizzata nei testi specialistici, non è però sufficiente a cogliere tutte le modalità di investimento utilizzate dagli operatori.

Sia a livello operativo che a livello statistico/metodologico, si è resa quindi necessaria una ulteriore segmentazione delle operazioni di *private equity* o almeno di alcune di queste, sulla base di metodologie diverse maggiormente rispondenti alla dinamica evolutiva dell’attività in questione.

Sul piano del rigore metodologico, questa scelta è certamente discutibile in quanto dette categorie, identificate partendo da criteri di aggregazione disomogenei rispetto a quello degli stadi di sviluppo, creano notevoli problematiche a livello di elaborazioni statistiche.

Molte operazioni possono infatti ricadere in due o anche più categorie.

Dal punto di vista pratico, tuttavia, detta scelta è particolarmente utile ed apprezzata dagli operatori del settore.

### 1.3. Replacement capital

Viene definito *replacement capital* l’acquisto da parte di un operatore specializzato in attività di *private equity*, di azioni o quote societarie al fine di sostituire quella parte dell’azionariato che non è più interessata al prosieguo dell’attività aziendale.

Queste operazioni si stanno sviluppando notevolmente anche in Italia dove il ricambio generazionale, ed il conseguente cambiamento della compagine societaria, crea spesso notevoli problemi in termini di omogeneità di intenzioni tra i vari eredi.

Questa non corrispondenza di intenti può a volte compromettere, anche irrimediabilmente, le possibilità di sviluppo delle società. In questi casi le operazioni di *replacement capital* possono spesso risultare una efficace soluzione. Grazie a questi interventi, quanti tra i soci non sono interessati a strategie di lungo termine e di sviluppo, hanno la possibilità di realizzare un guadagno e di uscire dalla compagine societaria lasciando liberi di operare quanti credono ancora nel futuro dell’azienda e sono pertanto disposti a continuare ad investire tempo e denaro per consentirne lo sviluppo.

Le operazioni di *replacement capital* vengono normalmente effettuate in partecipazione di minoranza da parte dell’investitore istituzionale il quale, spesso, non possiede un’esperienza specifica del settore ma basa il suo intervento prevalentemente sulla fiducia riposta nella parte della proprietà che assume la gestione della società.

### 1.4. Buy-out

Si tratta di specifiche metodologie di investimento che, sviluppatesi inizialmente negli Stati Uniti ed in Inghilterra, si sono rapidamente diffuse anche negli altri Paesi europei compresa l’Italia ed oggi rappresentano il comparto più importante del *private equity*.

Nelle operazioni di *buy-out* l’intervento dell’investitore finanziario avviene contestualmente al cambiamento di proprietà della società oggetto di investimento la quale, dopo l’operazione, viene quasi sempre ad essere controllata dai nuovi investitori spesso coadiuvati da un *“management team”* co-investitore che, pur ricoprendo normalmente una posizione di minoranza, di fatto

diventa il soggetto economico principale per quanto concerne la guida operativa e la gestione della società stessa una volta effettuata l'operazione.

A confermare l'importanza del fenomeno sta il fatto che, a livello europeo, le operazioni che l'EVCA classifica come *buy-out* sono oltre il 60% degli investimenti effettuati (EVCA Yearbook 2003). Queste operazioni rappresentano quindi la principale categoria in termini di ammontare investito in attività di *private equity*.

Data la crescente importanza che dette operazioni vanno assumendo e la relativa novità per il nostro mercato, diviene opportuno dedicare particolare attenzione a questo tipo di metodologia di investimento.

Iniziamo con il dire che, nella loro grande maggioranza, le operazioni di *buy-out* sono di fatto rappresentate da operazioni di *management buy-out* le quali, a loro volta, sono strutturate per oltre il 90% dei casi tramite l'utilizzo della leva finanziaria (c.d. *leveraged buy-out*)<sup>4</sup>.

Per *management buy-out* (MBO) si intende l'acquisizione di parte o di tutta una azienda da parte del management (quasi sempre supportato da un operatore di *private equity*) sia esso proveniente dall'azienda stessa (in questo caso avremo un vero e proprio MBO) che da aziende terze (in questo caso l'operazione viene definita di *management buy-in - MBI*)<sup>5</sup>.

Per *leveraged buy-out* (LBO) si intende invece (nella sua accezione più generale anche se metodologicamente meno rigorosa) una qualsiasi acquisizione di società o di beni aziendali effettuata ricorrendo in misura prevalente a capitale di terzi (in genere istituti bancari) e limitando l'investimento finanziario del compratore solamente ad una parte del prezzo.

I capitali presi a prestito, a loro volta, dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi prodotti dall'attività operativa della società stessa o attraverso la cessione di parte dei beni acquisiti (*break-up*).

L'elemento essenziale di una operazione di MBO è pertanto il nuovo soggetto imprenditoriale e non la leva finanziaria, come nel caso del *leveraged buy-out*<sup>6</sup>. Quest'ultima, infatti, può anche mancare completamente come nel caso delle società acquistate dal management a seguito di una procedura consuale.

Il fatto che MBO e LBO vengano spesso confusi tra loro deriva probabilmente dalla considerazione che, disponendo il management di risorse finan-

4. A.I.F.I., *L'impatto economico delle operazioni di buy-out*, ricerca condotta in collaborazione con la Libera Università Carlo Cattaneo (Castellanza, Varese) e INSEAD (Fontainebleu, Francia) Milano, 2001.

5. Si veda, tra gli altri, F. Satin, P. D'Anzi, "Le operazioni di Leveraged Buy-Out: esperienze internazionali e realtà italiana", *Amministrazione & Finanza*, n. 20, 1988.

6. M. C. Ferrario, *Management Buy-Out*, ISEDI, Torino, 1991.

ziarie limitate, il perfezionamento di una operazione di MBO viene spesso volte eseguito ricorrendo alla tecnica finanziaria del "LBO".

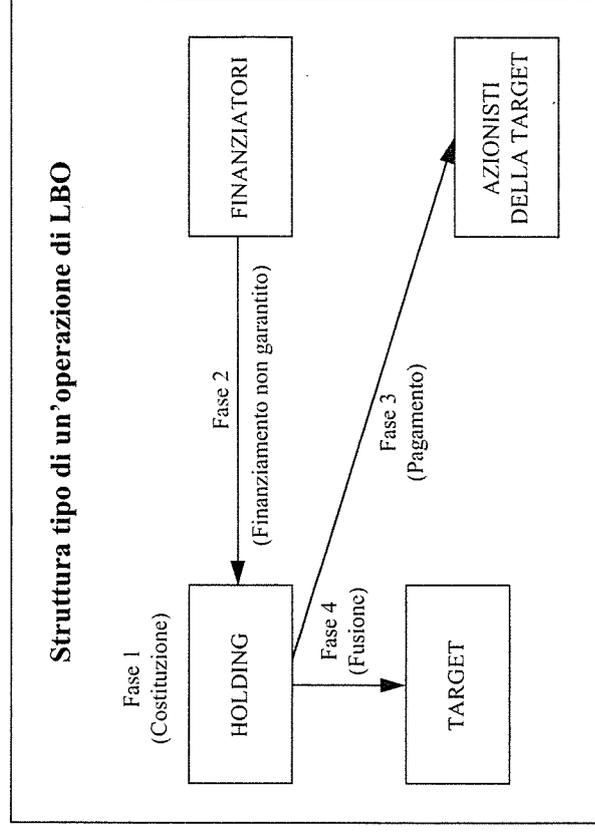
Eventuali confusioni vengono evitate adottando per questi casi la espressione LMBO (*leveraged management buy-out*).

Vediamo ora più nel dettaglio come funziona una operazione di *leveraged buy-out*. Nella sua accezione teoricamente più corretta, viene definito *leveraged buy-out* (LBO) una qualsiasi acquisizione di impresa che lascia l'azienda acquisita con un rapporto di indebitamento più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione di acquisto<sup>7</sup>.

Conseguentemente, una operazione di acquisizione è definibile come "LBO" sulla base degli effetti che questa produce nella struttura delle passività dell'azienda oggetto di una acquisizione, indipendentemente dalle modalità tecniche e giuridiche utilizzate.

La caratteristica peculiare di queste operazioni sta quindi nel fatto che si verificano contemporaneamente due ordini di eventi: da un lato il cambiamento della proprietà, e in questo senso si tratta di una semplice acquisizione che quindi ricade a pieno titolo in almeno una delle classificazioni precedentemente menzionate, dall'altro una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione.

In modo estremamente semplificato, le fasi di una operazione di LBO sono quelle descritte nella figura seguente.



7. S. C. Diamond, *Leveraged Buy-Outs*, Down Jones, Irwin, Homewood, ILL., 1985.

La società oggetto dell'operazione viene generalmente chiamata nella letteratura specialistica società *target* (obiettivo).

Nella maggioranza dei casi, la prima fase dell'operazione consiste nella creazione di una società, chiamata generalmente holding o newco, nella quale alcuni imprenditori, che potrebbero essere gli stessi manager dell'azienda (LMBO) oppure manager provenienti da altre aziende (LMBI) versano un certo ammontare a titolo di capitale proprio.

Detto ammontare, tuttavia, rappresenta solamente una piccola parte delle risorse finanziarie necessarie per l'acquisizione della società target. Ecco quindi che una o più società finanziarie (fase 2) concedono un finanziamento alla holding o newco per un importo tale da coprire, sommato a quanto già versato in conto capitale dai soci, il prezzo di acquisto delle azioni della società target. Detto finanziamento, essendo erogato ad una società non avente struttura operativa, viene effettuato sulla base di scarse, se non nulle, garanzie reali.

Con la liquidità a disposizione, la newco sarà ora in grado di acquistare le azioni della società target (fase 3).

Una volta effettuato l'acquisto, la newco che presenterà ora tra le sue attività le azioni della società target, si fonderà con la target stessa (fase 4).

In questo modo, il finanziamento erogato alla newco verrà a far parte delle passività di una società operativa e potrà quindi usufruire, in tutto o in parte, delle garanzie reali che questa sarà in grado di produrre convertendosi, almeno in parte, in un normale finanziamento garantito da attività reali.

Come conseguenza dell'operazione, ed in particolare dell'ingente utilizzo di mezzi finanziari di terzi, l'indebitamento della società post-fusione risulterà, dopo la fusione, considerevolmente più elevato rispetto alla situazione della target anteriore all'effettuazione dell'operazione stessa.

L'operazione potrebbe anche riguardare l'acquisto dei singoli beni della società e non delle sue azioni. Detta modalità è inevitabile qualora l'oggetto dell'operazione sia una divisione o un singolo stabilimento di un complesso aziendale più articolato, ma viene anche utilizzata in caso di cessione dell'intera azienda. Sebbene dal punto di vista logico la struttura dell'operazione non cambi qualora si utilizzi l'una o l'altra procedura, dal punto di vista giuridico e fiscale le problematiche da affrontare sono molto diverse.

Come abbiamo detto precedentemente, non è la struttura dell'operazione a determinare se si tratti o meno di un *leveraged buy-out*, ma i suoi effetti sulla struttura delle passività dell'azienda ceduta ed in particolare sul suo livello di indebitamento.

#### 1.4.1. Caratteristiche della società ottimale

È bene chiarire immediatamente che non tutte le imprese si prestano ad essere oggetto di un LBO. Abbiamo già visto, infatti, che questa operazione comporta un forte aumento dell'indebitamento della società target. Per questo i finanziatori saranno disposti ad intervenire soltanto se potranno ragionevolmente ritenere che la società possa far fronte a detto maggior indebitamento.

Il primo fattore chiave per il successo di una operazione di LBO è quindi costituito dalla presenza di flussi di cassa abbondanti e costanti. Essi, infatti, dovranno essere principalmente utilizzati per far fronte ai maggiori oneri finanziari.

Da questa osservazione scaturisce una serie di considerazioni in merito alla posizione strategica della società target ottimale.

Società che operano in mercati con un forte tasso di crescita o che offrono prodotti ad alta tecnologia non sono generalmente idonee ad essere acquisite con un LBO. Il forte tasso di crescita, infatti, richiede generalmente ingenti investimenti in termini di capitale circolante e, inoltre, assorbe molti capitali per le spese di marketing e per l'ampliamento della capacità produttiva.

I prodotti ad avanzata tecnologia, a loro volta, sono costantemente esposti al rischio di obsolescenza e generano, così, forti costi di ricerca e sviluppo. Al tempo stesso, poiché l'obsolescenza può ridurre fortemente il loro valore, essi non possono neanche costituire una adeguata garanzia per il finanziatore.

Pertanto, la società ottimale per effettuare una operazione di LBO è generalmente un'impresa che opera in un mercato maturo.

È inoltre opportuno, anche se non indispensabile, che la società target ottimale presenti una situazione patrimoniale solida con prevalenza di immobilizzazioni materiali (possibilmente non gravate da alcun diritto speciale e quindi in grado di costituire una garanzia per il finanziatore) sulle immobilizzazioni immateriali.

In alcuni tipi di operazioni (break-up), l'analisi delle attività materiali non connesse al business principale assume fondamentale importanza in quanto si assume che parte dell'indebitamento contratto per l'acquisizione verrà ripagato attraverso la cessione di queste. A tal fine si rende necessario un esame per stabilire se dette attività hanno un mercato ben definito e, quindi, un prezzo facilmente accertabile e velocemente realizzabile.

#### 1.4.2. Le proiezioni economico-finanziarie

Le proiezioni economico-finanziarie rappresentano un momento di fondamentale importanza per la realizzazione di un LBO, così come per la maggior

parte degli investimenti nel capitale di rischio. L'analisi storica dei risultati economici e finanziari della società è quindi uno degli elementi fondamentali nella strutturazione di questo tipo di operazioni. Detta analisi andrà quindi correlata ed integrata con le altre informazioni ottenute sul business e sul suo andamento congiunturale.

Nel caso dei *leveraged buy-out* assume fondamentale importanza l'analisi del cash flow prospettico e della sua attitudine a ripagare l'indebitamento contratto in sede di acquisizione.

### 1.4.3. Struttura finanziaria

Il *leveraged buy-out* vede nell'utilizzo della leva finanziaria e, conseguentemente, nella identificazione della struttura finanziaria ottimale uno dei punti di maggiore criticità ed importanza.

Come noto, la leva finanziaria consente, subordinatamente a certe condizioni, di ottenere un effetto moltiplicativo sulla redditività del capitale proprio attraverso la formula:

$$\text{Formula}^8: \quad \text{ROE} = \text{ROI} + \text{D/E} (\text{ROI} - i) * (1 - t)$$

Dove: ROI: tasso di redditività del capitale investito

E: patrimonio netto

D: totale debiti finanziari

i: costo del debito

t: aliquota fiscale

Uno dei momenti più delicati in una operazione di LBO è quindi la preparazione del pacchetto finanziario e il successivo reperimento delle fonti.

Una buona struttura finanziaria deve permettere la realizzazione di una serie di obiettivi che, in alcuni casi, sono tra loro antitetici. In primo luogo, il tasso di interesse sui prestiti di varia natura dovrà essere ovviamente il più basso possibile e il termine previsto per il rimborso sufficientemente lontano nel tempo, per alleviare al massimo le tensioni. Inoltre, il finanziamento dovrà adeguarsi alle specificità della struttura d'impresa, non accrescendone eccessivamente il rischio e non irrigidendone troppo la gestione.

I due estremi opposti della natura delle fonti di finanziamento sono il prestito bancario garantito da attività reali da un lato e la partecipazione diretta del finanziatore nel capitale di rischio delle società target, dall'altro.

Tra questi due punti estremi, esistono, al momento più all'estero che nel nostro Paese, diverse altre forme di finanziamento.

Una delle modalità di finanziamento maggiormente utilizzate, specialmente nei Paesi anglosassoni, è il cosiddetto *subordinated debt* o *mezzanine financing*.

Detto tipo di finanziamento, che purtroppo in Italia è di difficile reperibilità, mantiene integra la capacità della società di ricorrere al credito delle banche ordinarie, in quanto il suo ripagamento è subordinato al rimborso del finanziamento bancario tradizionale (definito *senior debt*) che conseguentemente risulterà essere privilegiato (*senior*) rispetto al *subordinated* in caso di dissesto.

I finanziamenti a loro volta potranno essere garantiti da attività della società oppure no. In questo secondo caso, le considerazioni che il finanziatore farà sulla possibilità di vedersi rimborsare il proprio prestito e gli interessi, saranno basate solamente sull'analisi del cash flow futuro della società e sulla capacità che questo avrà di ripagare il debito.

Comunque, indipendentemente dalla situazione patrimoniale della società, la previsione del cash flow futuro è in questo genere di operazioni l'aspetto fondamentale sul quale concentrarsi. Da un lato, una stima eccessivamente ottimistica può risultare letale e decretare il fallimento dell'operazione. Dall'altro, una troppo prudenziale, può portare ad una struttura finanziaria non ottimale in termini di rendimento del capitale proprio e, in particolare nei casi di LMBO, ad un eccessivo sacrificio da parte del management il quale, come abbiamo detto, generalmente dispone di risorse finanziarie limitate.

In Italia il livello medio di indebitamento delle operazioni fino ad oggi effettuate è stato significativamente inferiore a quello usualmente utilizzato nei Paesi anglosassoni e nella media si è aggirato attorno ad un coefficiente di 1:3 (1/3 capitale e 2/3 debito).

Ricordiamo comunque che il dato più importante per giudicare il livello di tensione finanziaria non è tanto il rapporto di indebitamento (anche se in genere è quello maggiormente utilizzato dalle banche per decidere se finanziare o meno dette operazioni), quanto la capacità di produrre cassa sufficiente, almeno per il periodo in cui rimarrà in essere il finanziamento, per pagare gli oneri finanziari e restituire il capitale.

Un indice finanziario significativo in tal senso è quindi il "tasso di copertura degli oneri finanziari" (*interest coverage ratio*), che mette in rapporto la redditività normalizzata dell'azienda prima di tasse ed interessi o prima degli ammortamenti con l'ammontare degli oneri finanziari da pagare.

8. Sulla scelta della struttura finanziaria ottimale si veda in particolare AA.VV., *Finanza d'Impresa*, Guerini e Associati Editore, Milano, 1995, pp. 220 e ss.

#### 1.4.4. I family buy-out

Un tipo di operazioni che viene spesso menzionato e fatto rientrare, spesso erroneamente (perlomeno quando si parla di attività di *private equity*), all'interno della categoria dei *buy-out*, è quello dei cosiddetti *family buy-out*, cioè dell'assunzione del controllo della società da parte di alcuni dei componenti della proprietà (nelle aziende familiari, che sono nel nostro Paese la maggior parte, normalmente detenuta dai vari membri della famiglia).

Come nel *replacement capital*, si tratta di sostituire quella parte dell'azionariato che non è più interessata a proseguire l'attività aziendale; solo che, invece dell'operatore finanziario specializzato, a sostituire i soci disinteressati sono quelli che intendono proseguire l'attività di famiglia. Anche in questo caso, l'acquisto può (non: "deve") essere effettuato con la tecnica del *leveraged buy-out*, dando vita ad una operazione di *family leveraged buy-out* (FLBO).

È comunque evidente che, se non c'è coinvolgimento di un operatore finanziario specializzato, dette operazioni non possono rientrare nelle statistiche relative all'attività di *private equity*. In questi casi, infatti, la società finanziaria funge quasi sempre da consulente finanziario e spesso non acquisisce una partecipazione direttamente.

Nella pratica, comunque, raramente le distinzioni sono così nette e può accadere che una singola operazione veda contemporaneamente l'uscita dei soci non interessati, l'entrata dei manager (magari alcuni provenienti dalla società stessa ed altri da società terze), l'entrata dell'investitore specializzato con una quota di minoranza ed un contestuale aumento della quota detenuta da quella parte della proprietà interessata a proseguire l'attività di famiglia. Il tutto può essere fatto ricorrendo o meno, o ricorrendo parzialmente, alla leva finanziaria.

Considerata la loro eterogeneità ed articolazione, queste operazioni non si prestano a precise classificazioni e, di conseguenza, le statistiche ad esse relative sono difficoltose ed a volte poco significative.

#### 1.4.5. I workers buy-out

Una particolare applicazione della tecnica dei *buy-out* è quella che vede come soggetto economico operante l'acquisizione i lavoratori dipendenti della società oggetto dell'acquisto (*workers buy-out* – WBO).

Tecnicamente, si tratta di estendere ad una base azionaria più allargata le metodologie e le logiche tipiche delle operazioni di *management buy-out* e di *leveraged buy-out*.

Dal punto di vista sociale ed economico questo tipo di operazioni, in particolare per il nostro Paese, potrebbero rappresentare un efficacissimo strumento per favorire il processo di azionariato diffuso (dovere dello Stato ex articolo 47 della Costituzione Italiana) in particolare se applicate al contesto delle privatizzazioni. L'applicazione della tecnica del *worker buy-out* nell'ambito delle privatizzazioni consentirebbe infatti di: mantenere e motivare la base occupazionale delle società oggetto di cessione coinvolgendo i lavoratori nella proprietà e conseguentemente nei risultati del loro lavoro, mantenere il controllo delle società in Italia, stimolare lo sviluppo del mercato botanico (attraverso la quotazione in borsa che abbiamo visto essere generalmente l'obiettivo finale dell'attività di *venture capital*), stimolare la creazione di una classe di manager/imprenditori con chiaro orientamento al profitto ed al mercato, iniziare un processo di coinvolgimento dei lavoratori nell'azionariato basato su criteri di economicità ed efficienza e non su criteri di tipo assistenzialistico, avvicinarci alla dinamica dei paesi finanziariamente ed economicamente più evoluti ove le operazioni di MBO e WBO sono da anni considerate di estremo rilievo sia economico che sociale.

#### 1.4.6. I reverse buy-out

Il *reverse buy-out* rappresenta una variante della tecnica del LBO sviluppatasi negli Stati Uniti negli anni '80, a seguito dell'elevato numero di fusioni ed acquisizioni realizzate.

In tale periodo, infatti, il LBO ha rappresentato una delle modalità più comunemente utilizzate per finanziare l'acquisizione di imprese e, più in particolare, per permettere la realizzazione di operazioni definite "going private". Tali operazioni erano caratterizzate dall'acquisto di azioni di società quotate – possedute da un ampio numero di azionisti – da parte di una società acquirente avente lo scopo di sottrarre i titoli al mercato, concentrandoli nelle mani di pochi possessori. In questo modo si determinava l'uscita dal listino dell'impresa, ponendola al riparo da rischi di eventuali takeover. Essendo questa operazione realizzata quasi esclusivamente attraverso il LBO, i termini "going private" e LBO erano considerati come sinonimi.

Successivamente, il mutare delle condizioni di mercato e delle esigenze degli investitori portarono nel corso degli anni ad una controendenza. Infatti negli Stati Uniti, a fronte di 400 imprese quotate uscite dal listino attraverso un'operazione di *leveraged buy-out* nell'arco di tempo compreso fra il 1981 ed il 1989, circa 100 tornarono nuovamente alla quotazione dopo un periodo di tempo compreso fra i due e tre anni dalla data di uscita.

Le imprese che tornano alla quotazione, dopo esserne uscite attraverso un'operazione di LBO, rappresentano i cosiddetti *reverse leveraged buy-out*.

Questo tipo di operazione si sviluppò sull'onda di un mercato borsistico caratterizzato da una tendenza rialzista, che consentì la realizzazione di ritorni decisamente elevati per gli azionisti, a fronte di effettivi miglioramenti nella performance di imprese guidate da manager che, sottoposti al severo giudizio del mercato, erano motivati ad operare con maggiore efficienza.

### 1.5. Turnaround financing

Una ulteriore tipologia di investimento destinata a diventare sempre più importante è quella del cosiddetto *turnaround financing* (finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita).

In questa categoria vengono normalmente classificati gli interventi effettuati non a fronte di uno stadio di sviluppo dell'azienda ma conseguentemente ad una situazione di tensione economico/finanziaria, se non addirittura di fallimento. In questi casi l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta spesso un efficace, se non l'unico rimedio a situazioni che altrimenti sarebbero destinate a conclusioni gravose e dolorose sia economicamente che socialmente.

È questo uno dei campi di intervento dove risulta evidente l'importanza che ha, per un Paese industrialmente evoluto, una sviluppata e diffusa presenza di operatori di *private equity*.

Grazie a questi, infatti, è possibile agevolare il recupero di situazioni deteriorate – anche a causa di cicli economici negativi – sostituendo chi, per diverse ragioni, non è più in grado di proseguire nell'attività con operatori finanziariamente solidi ed in grado di sostenere il peso della ristrutturazione e del rilancio, contribuendo concretamente al mantenimento – quanto meno parziale – di posti di lavoro che altrimenti andrebbero probabilmente persi totalmente e definitivamente.

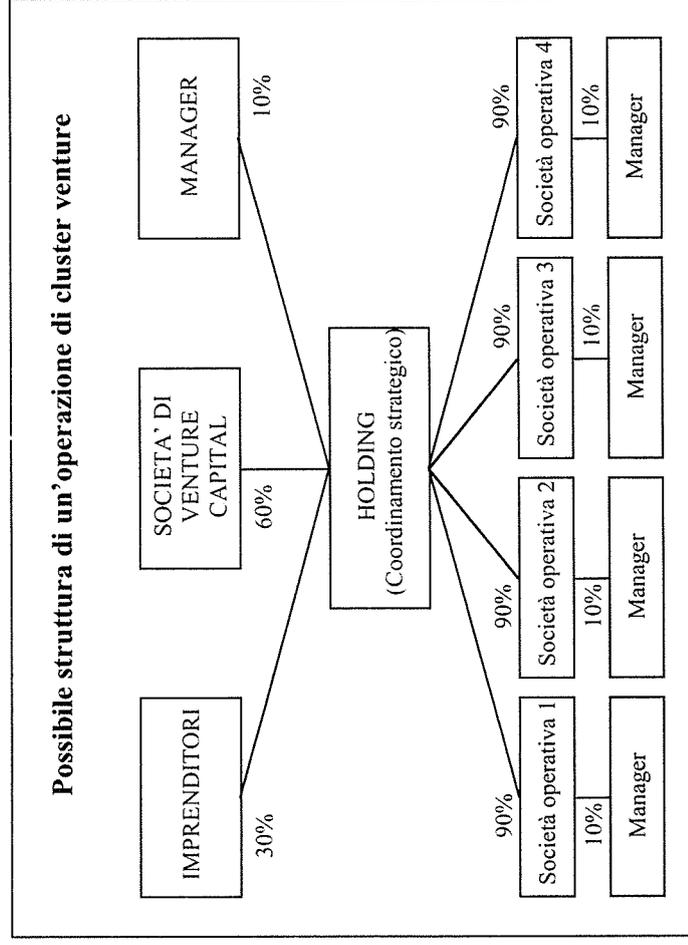
Normalmente, gli operatori che operano in questo campo sono estremamente specializzati ed hanno sviluppato una notevole competenza nell'affrontare e risolvere situazioni di elevatissima criticità e complessità con particolare riferimento, per quanto riguarda il nostro Paese, alla gestione (anche dal punto di vista giuridico) delle procedure concorsuali in genere e delle situazioni fallimentari o prefallimentari in particolare.

### 1.6. Cluster venture

Un'altra tipologia di intervento non ancora recepita a livello di classificazioni ufficiali da parte delle associazioni di categoria, ma che rappresenta per gli operatori del settore uno degli sviluppi più importanti dell'attività di investimento nel capitale di rischio, è quella definita di *cluster venture* (costituzioni di poli industriali).

Con questo termine si intende una metodologia di investimento che ha come oggetto il raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti integrabili verticalmente o orizzontalmente – e caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie – possedute da una holding svolgente un ruolo di coordinamento strategico dove la maggioranza è detenuta da una o più società di investimento.

Un esempio di struttura è quello descritto nella figura seguente:



Fonte: Fabio L. Sattin, Costellazioni di imprese, in *Amministrazione e Finanza*, N. 22, 1991

L'essenza di questa metodologia di investimento consiste nell'identificazione e nello sfruttamento delle sinergie di tipo tecnologico, commerciale, manageriale e finanziario che si possono produrre tra le varie società facenti

parte del gruppo, mantenendo al contempo una elevata focalizzazione e specializzazione delle attività condotte dalle singole aziende non limitandone l'autonomia e l'indipendenza decisionale ed operativa.

## 2. *Private equity* e *impresa media familiare italiana*

Esaurita questa carrellata sulle modalità di intervento tipiche, occupiamoci ora dell'evoluzione dell'attività di *private equity* in Italia riferendoci in particolare al suo impatto a livello di media impresa familiare.

Tra le attività finanziarie connesse alle problematiche aziendali, quella di *private equity* ha probabilmente registrato il maggior sviluppo in questi ultimi dieci anni anche nel nostro Paese. Il numero degli operatori finanziari specializzati in questo campo, quali banche d'affari private e pubbliche, fondi chiusi, investitori privati nazionali o stranieri, è significativamente aumentato negli ultimi anni tanto da indurre taluni a pensare ad un eccesso di offerta rispetto alle potenzialità presenti nel mercato italiano.

Secondo i dati dell'associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI), che riunisce tutti i principali operatori attivi in Italia, i mezzi investiti nelle operazioni di *private equity* nel 2002 sono stati 2.626 milioni di euro, ripartiti in 301 operazioni che hanno coinvolto 254 società.

Per quanto riguarda il timore di un eccesso di offerta per il mercato italiano, questo può essere in alcuni casi fondato – in particolare se ci si riferisce a operatori che si dedicano a questa attività con un'ottica squisitamente finanziaria e di breve periodo – ma risulta oggettivamente difficile pensare che in Italia esista un eccesso di capitali di rischio offerti alla media e piccola impresa, specialmente in momenti come quelli attuali dove uno dei maggiori problemi delle imprese italiane, in particolare per quelle di medie e piccole dimensioni, è proprio la sotto-capitalizzazione e la generale carenza di disponibilità finanziarie da dedicare ad attività di consolidamento e di sviluppo. Se paragoniamo poi il nostro Paese all'Inghilterra che, con una dimensione economica (PIL) equiparabile alla nostra, nel solo 2002 ha registrato investimenti in *venture capital* e *private equity* per 10.388 milioni di Euro (contro 2.626 investiti in Italia nello stesso periodo), è francamente difficile pensare che non esistano nel nostro Paese consistenti spazi per lo sviluppo di questo settore.

Anche e soprattutto a livello europeo, abbiamo detto, lo sviluppo dell'attività di *private equity* è stato in questi ultimi anni altamente significativo.

Secondo le statistiche fornite dalla *European Venture Capital Association* (EVCA), in Europa sono nel solo 2002 sono stati effettuati 10.299 interventi di *private equity* che hanno comportato un investimento complessivo nello stesso anno di 27.648 milioni di Euro.

A dimostrare in modo inequivocabile l'accresciuta importanza che l'attività di *private equity* sta avendo anche nel nostro Paese sta il fatto che, in base alle statistiche redatte dall'EVCA (EVCA Yearbook 2003), l'Italia abbia raggiunto il terzo posto in termini di ammontari investiti nell'anno 2002, superando la Germania ed avendo di fronte solamente Inghilterra e Francia.

La struttura industriale italiana è infatti caratterizzata da una elevatissima presenza delle imprese di piccola e media dimensione, spesso sbilanciata in settori a domanda mondiale complessivamente più lenta e a più forte elasticità di prezzo.

Le prospettive relative a questo tipo di settori, dove l'attività delle imprese italiane di medie dimensioni produttrici di beni di consumo ha in passato prodotto ottimi risultati, sono purtroppo non molto favorevoli in quanto caratterizzate da una bassa potenzialità di sviluppo atteso e da una notevole esposizione alle minacce provenienti dai concorrenti stranieri industrialmente in fase di crescita, basti pensare ai mercati asiatici emergenti.

Questi ultimi, oltre a poter contare su notevoli vantaggi in termini di bassi costi della manodopera, spesso non devono neppure scontrarsi contro efficienti barriere all'entrata.

Il carente posizionamento nei settori ad avanzata tecnologia deriva, tra le altre cose, anche da una cronica carenza organizzativa e distributiva, da una bassa propensione alla ricerca e sviluppo e dal perdurare di livelli insufficienti per quanto riguarda l'assistenza e il servizio al cliente: ciò pone la nostra attività estera in posizione marginale e spesso scarsamente competitiva.

Il processo di internazionalizzazione, inoltre, se può essere stimolante e denso di opportunità per alcuni, rappresenta di fatto una considerevole minaccia per quelle aziende che non saranno in grado di soddisfare i requisiti dimensionali, strategici, tecnici, commerciali e operativi imposti dal nuovo scenario competitivo.

Ciò significa che, nel giro di pochi anni, molte imprese di medie dimensioni abituate a operare prevalentemente sul mercato domestico si troveranno a competere direttamente con i colossi europei e mondiali. Per chi non sarà in grado di farlo, sarà necessario valutare attentamente diverse alternative, compresa eventualmente quella della cessione totale o parziale dell'azienda, a chi, per caratteristiche dimensionali o strategiche, è in grado di consentire la sopravvivenza dell'azienda stessa. Se a questo aggiungiamo il fatto che molte delle nostre imprese sono nate attorno agli anni cinquanta, non è difficile pensare che nei prossimi anni molte di queste si troveranno a dovere affrontare il delicato problema del ricambio generazionale. Anche in questo senso sarà assolutamente necessario, al fine di mantenere e migliorare l'efficienza e la competitività delle aziende stesse, che detti cambiamenti avvengano tenendo

principalmente in considerazione criteri di razionalità, efficienza e competenza professionale e manageriale.

Considerato questo scenario generale, è facile capire come l'attività di investimento nel capitale di rischio possa essersi estesa anche in Italia nonché prevederne un sempre maggiore sviluppo. Gli interventi di *private equity* hanno infatti rappresentato per molte aziende una valida ed efficace alternativa alla scomparsa dal mercato o alla cessione a gruppi aziendali più consolidati.

Tuttavia, in ultima analisi, il successo dell'attività di investimento in capitale di rischio e quindi gli effetti che questa avrà nello sviluppo delle imprese italiane sono principalmente legati alla qualità, competenza e professionalità degli operatori.

In particolare, detta attività richiede, da parte di chi la svolge, competenze eterogenee e non limitate a quelle di carattere finanziario<sup>9</sup>. Nell'attuale fase del ciclo economico, questa puntualizzazione è ancora più importante di quanto non lo sia stata in passato. È stato detto come stiano aumentando le possibilità di investimento dove l'intervento dell'operatore specializzato è necessario principalmente per motivi di tipo industriale e manageriale mentre l'aspetto finanziario, per quanto importante, risulti subordinato e conseguente.

L'integrazione tra l'analisi industriale e quella finanziaria, la corretta comprensione delle strategie di sviluppo aziendale, la profonda conoscenza dei mercati, spesso diversissimi tra loro, nei quali vengono effettuati gli investimenti e, elemento forse più importante, la capacità di valutare e accrescere le capacità imprenditoriali e professionali delle risorse umane direttamente impegnate nell'attività produttiva e di sviluppo, rappresentano solo alcuni degli aspetti più critici e di non semplice soluzione.

Convogliare, unendole, risorse e competenze così eterogenee non è semplice ma è su questo terreno, quello dell'integrazione delle competenze industriali e finanziarie, che si giocherà il successo o l'insuccesso degli operatori del settore. In questo senso, saranno ovviamente avvantaggiati quegli operatori che possono già vantare una notevole esperienza nel settore e una comprovata capacità di affrontare le problematiche sopra menzionate.

Formazione, affidabilità, professionalità, solidità, esperienza specifica, profonda conoscenza della realtà economica e imprenditoriale locale e capacità di affrontare e risolvere i problemi su scala internazionale saranno i mattoni sui quali costruire il futuro successo degli operatori che si impegneranno in questo importante settore.

9. Sulle caratteristiche dell'attività di investimento nel capitale di rischio con particolare riferimento alle problematiche dei fondi chiusi si veda A. Gervasoni, *I fondi chiusi: aspetti di gestione e di strategia*, Egea, Milano, 1989.