

FINANZIARE L'IMPRESA

*Finanziamenti a breve e copertura
del rischio finanziario*

*Finanziamenti a medio e lungo termine
e crediti di firma*

Mezzanino

*Il ricorso agli investitori istituzionali
nel capitale di rischio: private equity
e venture capital*

*Il ricorso al mercato: emissioni
e quotazione*

a cura di Anna Gervasoni

**Testi di Alberto Dessy, Anna Gervasoni, Pierluigi Novello,
Ernesto Paolillo, Fabio L. Sattin**

Prefazione di Marco Vitale

Il Sole

LE GUIDE

IL RICORSO AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE DI RISCHIO

7. Private equity e venture capital

di Fabio L. Sattin

Definizione 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».¹

Con il termine *venture capital* ci si riferisce invece agli investimenti effettuati in società di piccole o piccolissime dimensioni e a elevato contenuto innovativo e tecnologico.

Riportando integralmente le definizioni ufficiali adottate dall'Evca, European Venture Capital Association, l'associazione europea che riunisce tutti i principali operatori (oltre 400) del settore del capitale di rischio:

private equity provides equity capital to enterprises not quoted 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 succession in family-owned companies, or the buy-out or buy-in of a business by experienced manager may be achieved using private equity funding [...] 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.

Di fatto, quindi, l'attività di *venture capital*, intesa in senso stretto, rappresenta un sottosegmento dell'attività di *private equity* e coincide sostanzialmente con quello che più avanti definiremo *early stage financing*.

In Europa, tuttavia, i due termini vengono spesso utilizzati anche come sinonimi e il *venture capital* viene inteso in senso più ampio fino a comprendere, a volte, l'intero campo del *private equity*.

Nel presente lavoro, trattando dell'insieme del settore degli investimenti nel capitale di rischio, adotteremo principalmente il ter-

¹ Per alcune definizioni si vedano: Aifi, *Capitali per lo sviluppo*, Guerini & Ass., Milano, 1997; Evca, *1998 Yearbook*; Evca, *Priorities for Private Equity*, Zaventem, Belgium 1997.

mine *private equity*, mentre faremo riferimento al *venture capital* in senso stretto quando tratteremo di investimenti in fasi iniziali del ciclo di vita aziendale in settori a rapido sviluppo.

Caratteristiche Nell'attività di *private equity*, i settori merceologici nei quali l'attività economica in oggetto viene svolta sono potenzialmente tutti quelli esistenti e le società di ogni dimensione ne possono beneficiare, da quelle piccole o piccolissime alle grandi aziende, purché non quotate in un mercato regolamentato.

L'attività in oggetto non è condizionata né dalle dimensioni delle società in cui detti investimenti vengono effettuati; né dalla relativa specializzazione settoriale; né dall'ammontare della partecipazione acquisita nelle medesime (che può essere anche di maggioranza) né, infine, dalle modalità tecniche e operative attraverso le quali ciascun intervento venga 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 3 e i 7 anni);
- coinvolgimento attivo nella gestione e nello sviluppo della società partecipata;
- estrema attenzione posta alle caratteristiche strategiche e 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 a un mercato regolamentato o attraverso la vendita ad altri investitori.²

7.1 Le principali tipologie di investimento nel capitale di rischio

Criteri di classificazione L'approccio più comunemente utilizzato³ 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 vengono effettuate.

La logica di questo tipo di segmentazione è che a diversi stadi di

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

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

sviluppo (o declino) aziendale corrispondono diverse esigenze e che, conseguentemente, anche l'intervento dell'operatore specializzato, per rispondere adeguatamente a tali esigenze, debba avere caratteristiche diverse.

Da questa segmentazione derivano alcune delle principali categorie adottate dagli operatori e dalle associazioni di categoria anche ai fini statistici. In particolare, quelle dell'*early stage financing*, dell'*expansion financing* e del *turnaround financing*, che vedremo più oltre.

Altre categorie tipicamente utilizzate nelle definizioni derivano invece dalle specializzazioni che si sono venute a creare a livello di operatori, spesso connesse alle modalità tecniche e metodologiche che caratterizzano particolari tipologie di investimento. Mi riferisco in particolare al segmento dei *buy-outs*, che in termini di ammontare investito rappresenta in Europa la categoria più importante e che include le categorie dei *management buy-out* e *buy-in*, dei *leveraged buy-out*, dei *workers buy-out*, dei *family buy-out* e dei *reverse buy-out*.

Si identificano a volte come categorie specifiche le operazioni di *replacement capital* e di *cluster venture*.

Strumenti tecnici

Per quanto concerne gli strumenti tecnici tipici utilizzati in queste operazioni, per le operazioni che prevedono l'utilizzo della leva finanziaria (*leveraged buy-out*) vedremo il *senior financing*, il *mezzanine financing* e l'*equity kicker*. Tratteremo infine le caratteristiche di una modalità contrattuale qualche volta utilizzata nelle operazioni di *private equity*, i cosiddetti contratti di *earn-out*. Per quanto riguarda poi la partecipazione dei dipendenti al capitale della società (in particolare nei casi di *management* e *workers buy-out*), vedremo in sintesi le modalità e le caratteristiche principali dei meccanismi di *stock option*.

7.2 L'evoluzione dell'attività di *private equity* in Italia

7.2

Tra le attività finanziarie connesse alle problematiche aziendali, quella di *private equity* ha probabilmente registrato il maggiore 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 a un eccesso di offerta rispetto alle potenzialità presenti nel mercato italiano.

Le cifre di un settore in crescita

Secondo i dati dell'Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio (Aifi), che riunisce tutti i principali operatori attivi in Italia, i mezzi investiti nelle operazioni di *venture*

capital e private equity nel 1997 sono stati 603 milioni di Ecu, ripartiti in 234 investimenti.

Per quanto il timore di un eccesso di offerta per il mercato italiano possa 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 – 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 sottocapitalizzazione 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 1997 ha registrato investimenti in *venture capital e private equity* per 4,4 milioni di Ecu in oltre 1.686 operazioni (contro le nostre 234) è francamente difficile pensare che non esistano nel nostro Paese consistenti spazi per lo sviluppo di questo settore.

Anche e soprattutto a livello europeo lo sviluppo dell'attività di *private equity* è stato in questi ultimi anni altamente significativo. Secondo le statistiche fornite dall'Evca, in Europa nel solo 1997 sono stati effettuati 6.252 interventi di *private equity* che hanno comportato un investimento complessivo nello stesso anno di oltre 9.655 milioni di Ecu. Per dare un'idea di questo sviluppo, basti pensare che nella sola Germania nel 1997 gli investimenti in capitale di rischio sono aumentati dell'85% rispetto all'anno precedente, superando i 1.300 milioni di Ecu in oltre 1.000 operazioni effettuate.

Nella classifica europea, l'Italia è al quinto posto, dopo Inghilterra, Francia, Germania e Olanda, ma esistono tutti gli elementi per pensare che la sua importanza sarà crescente nel tempo, sia in termini assoluti che relativi.

**Le premesse
e le criticità
del sistema
economico-
industriale**

La struttura industriale italiana è infatti caratterizzata da un'elevatissima presenza delle imprese di piccola e media dimensione. Le imprese con meno di 100 addetti rappresentano in termini occupazionali più del 55% del totale della forza lavoro disponibile. Di queste, il 66% risulta concentrato nei settori chiave del nostro tessuto produttivo: tessile, abbigliamento, calzature, legno e mobili, pelle e cuoio. Le imprese appartenenti ai settori tradizionali, che costituiscono la nostra punta di diamante nell'interscambio con l'estero, sono arrivate a impiegare circa il 40% della forza lavoro.

Per quanto riguarda i settori meno tradizionali e datori netti di tecnologia – si pensi all'industria elettronica o a quella delle macchine per ufficio – questi accusano pesanti deficit nell'interscambio con l'estero e detengono quote di mercato marginali sul totale delle esportazioni dei Paesi Ocse, segno del fatto che la pur maggiore dimensione non è ancora sufficiente per competere in questi

settori alla pari con le imprese che hanno sede nei maggiori Paesi industrializzati.

L'Italia, nel suo insieme, rimane quindi fortemente 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. Questi ultimi, oltre a potere 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.

Tale situazione, non certo facile da affrontare, comporta continue rincorse tecnologiche e costante attenzione ai costi di produzione che, in un mercato come quello italiano, caratterizzato da squilibri economico-produttivi più accentuati rispetto agli altri Paesi del blocco europeo, rappresenta un elemento di precarietà in grado di condizionare negativamente la capacità dell'impresa italiana di fronteggiare le future pressioni competitive.

Il processo di internazionalizzazione, 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.

Uno degli indicatori più evidenti di quello che potrebbe essere

definito un processo di razionalizzazione della struttura industriale, non solo italiana ma quanto meno europea, è lo sviluppo dell'attività di *merger & acquisition*. La grande maggioranza di queste operazioni ha infatti riguardato imprese di medie dimensioni: la spiegazione può essere trovata nelle difficoltà che queste hanno a soddisfare autonomamente quelle esigenze di razionalizzazione, innovazione e successivo sviluppo che, come abbiamo visto, rappresentano una indilazionabile necessità per il nostro tessuto industriale. Un grande numero di imprenditori ha così ritenuto opportuno cedere il controllo della propria azienda ad acquirenti che fossero in grado di affrontare con maggiore sicurezza le sfide provenienti dall'aumento della concorrenza e dall'espansione dei mercati.

Le prospettive Considerato questo scenario generale, si può capire come l'attività di investimento nel capitale di rischio possa essersi estesa anche in Italia ed è facile prevederne un crescente 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.

Anche in Italia, seppure con un notevole ritardo rispetto ai Paesi industrialmente più evoluti, questa attività si è quindi finalmente sviluppata e comincia a essere opportunamente considerata anche dalla classe imprenditoriale locale. A parte gli interventi di *seed financing* e di *start-up* che, nonostante il buon incremento registrato, nel nostro Paese stentano a prendere piede anche per una certa carenza di operatori specializzati e di adeguati incentivi di carattere fiscale, gli interventi di *expansion financing* e di *buy-out* sono notevolmente aumentati.

Operazioni di buy-out Pur con la presenza di alcune barriere culturali e informative, è interessante notare il significativo sviluppo delle operazioni di buy-out a dimostrazione che queste, se ben gestite e strutturate, cioè tenendo in primaria considerazione le esigenze strategiche e di sviluppo delle società, rappresentano indubbiamente una valida risposta a quel processo di rinnovamento della struttura imprenditoriale che abbiamo visto essere di estrema importanza per l'avvenire economico-industriale italiano.

Nel settore dei buy-out è positivo prendere atto che in Italia si sono sviluppate, in tempi abbastanza brevi, numerose società di investimento specializzate in questo genere di operazioni e molte di queste hanno saputo ben congiurare le conoscenze derivanti dalle esperienze straniere con le caratteristiche socio-culturali ed economiche del nostro Paese. Questa considerazione vale anche nel caso delle operazioni condotte attraverso la tecnica del leveraged buy-out – di cui si è già parlato nel capitolo 5 e che vedremo in dettaglio più oltre – dove le valutazioni di carattere industriale e strategico hanno in genere prevalso su quelle di carattere finanziario. Va infine sottolineato come management buy-out e workes buy-

out possano rappresentare efficacissimi strumenti nell'ambito del processo di privatizzazione consentendo il mantenimento in Italia delle realtà industriali privatizzate e al contempo stimolando la realizzazione di quella imprenditorialità diffusa di cui il nostro Paese sente sempre di più il bisogno per stare al passo con le nazioni più evolute.

Si ritiene quindi probabile che, nonostante alcune difficoltà che queste operazioni potranno incontrare, esse continueranno a svilupparsi, vista la loro alta attitudine a soddisfare e risolvere efficacemente le esigenze delle nostre medie e piccole imprese e della nostra classe imprenditoriale, con particolare riferimento alle problematiche connesse alla fase di ricambio generazionale.

Expansion financing

Gli interventi di expansion financing continueranno probabilmente a rappresentare una larga parte delle operazioni di investimento nel nostro Paese ma richiederanno un sempre maggiore coinvolgimento industriale da parte dell'investitore finanziario, che dovrà fare in modo di supportare efficacemente e non solo finanziariamente l'espansione delle imprese a livello sia di mercati (internazionalizzazione) sia di innovazione e aggiornamento produttivo, da ricercare anche attraverso acquisizioni di altre società in Italia o all'estero.

La quotazione in Borsa rappresenta in molti casi il traguardo ideale per questo genere di investimenti e l'attuale andamento della Borsa, l'incremento delle matricole registrato in questi ultimi anni, i nuovi regolamenti recentemente introdotti, nonché il permanere degli incentivi fiscali previsti per la quotazione, non possono che essere interpretati come segnali positivi nel senso del suo futuro sviluppo. In alcuni casi, inoltre, gli operatori più dinamici e professionalmente più strutturati, potranno, con cautela e attenta ponderazione, pensare a quotazioni in Borse estere sia come *single listing*, come nel caso, ad esempio, di Natuzzi, Fila, Luxottica, De Rigo, Gucci, quotate al *New York Stock Exchange* (Nyse), della Ortophix e Instrumental Laboratory al Nasdaq o del Gruppo Formula e della Algol quotate all'Easdaq, sia come *dual listing*, come nel caso di Benetton, Eni, Fiat, Imi, Ina, Compart, Elzag Bailey, New Holland (Milano con Nyse) e Sears Getters (con Nasdaq).

Le considerazioni fatte riguardo alla struttura industriale italiana lasciano capire come si siano potute sviluppare in Italia in questi ultimi anni alcune interessanti iniziative di *cluster venture* effettuate prevalentemente dai fondi chiusi esteri. In alcuni casi, dette operazioni, chiamate anche "poli industriali", hanno visto coinvolte molte aziende operanti in settori omogenei o limitrofi.

Accordi di earn-out

Anche gli accordi di earn-out iniziano, seppur lentamente, a entrare quantomeno nel lessico degli operatori del settore anche se, a causa delle notevoli complessità di natura tecnico-giuridica e della carenza di professionisti esperti in questo campo, in grado di supportare le parti nella strutturazione dei complicati meccanismi che li rego-

lano, solo in pochi casi si sono avute operazioni completamente perfezionate.

Anche questo genere di accordi è comunque destinato a crescere, in quanto la diversità di vedute in merito, in termini di valutazione tra venditore e acquirente, in periodi di ciclo risulta essere, come abbiamo visto, ancora più accentuata. In Italia tale diversità di vedute, derivante da metodologie valutative disomogenee, è ulteriormente esasperata dall'approccio di tipo patrimoniale adottato da molti imprenditori, contrapposto alla logica di carattere reddituale e finanziario necessariamente utilizzata dagli investitori.

È chiaro che, in momenti di scarsa redditività dovuta anche a fattori economico-congiunturali, le valutazioni effettuate sulla base dei due approcci tendono inevitabilmente ad allontanarsi. In questi casi, come abbiamo detto, l'accordo di earn-out può essere un'efficace soluzione.

**Turnaround
financing**

Un'altra modalità di intervento scarsamente utilizzata fino a oggi da parte degli investitori finanziari operanti in Italia, ma destinata inevitabilmente a prendere piede è quella del turnaround financing. Basta parlare con un qualsiasi professionista che si occupi di problematiche societarie per rendersi conto di quanto siano aumentate in questi ultimi periodi le procedure concorsuali e in generale le situazioni prefallimentari.

Sebbene dietro alle tensioni finanziarie si nascondano quasi sempre errori di natura strategica e industriale, è indubbio che in momenti economici come quello che stiamo attraversando vi è la possibilità che alcune aziende che versano in queste condizioni siano strutturalmente sane, ma non riescano nel breve periodo a sostenere il momento di crisi o ad attuare gli interventi correttivi necessari. In questi casi, un intervento di turnaround financing si presenta opportuno e potenzialmente profittevole sia per l'azienda sia per l'investitore che lo effettua.

Allo stato attuale, l'esperienza degli operatori finanziari in questo genere di interventi è abbastanza scarsa, essendosi principalmente dedicati a investire in situazioni di sviluppo e comunque tendenzialmente consolidate. Si ritiene opportuno, anche nell'interesse degli operatori stessi, che dette capacità vengano sviluppate al più presto, magari attraverso alleanze o partnership con manager o imprenditori che già hanno sviluppato adeguate competenze nell'affrontare questo genere di situazioni.

Da tutte queste considerazioni emerge chiaramente che, 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, tale attività richiede, da parte di chi la svolge,

competenze eterogenee e non limitate a quelle di carattere finanziario.⁴

Nell'attuale fase di globalizzazione dei mercati e della concorrenza, questa puntualizzazione è ancora più importante di quanto non lo sia stata in passato. Come si è detto, stanno aumentando le possibilità di investimento in cui l'intervento dell'operatore specializzato deve essere principalmente di tipo industriale e manageriale mentre l'aspetto finanziario, per quanto importante, risulta 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, integrandole, risorse e competenze industriali e finanziarie, così eterogenee, non è semplice ma è su questo terreno 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. 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.

7.3 I fondi di investimento mobiliare chiusi

7.3

Definizione I fondi chiusi raccolgono capitali attraverso l'emissione di quote per investirli prevalentemente in titoli di società non quotate. Si definiscono *chiusi* in quanto a differenza dei fondi aperti *non* consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma di norma soltanto alla scadenza prefissata dal regolamento, e presentano un differente profilo di rischio determinato dalla politica di investimento orientata all'acquisizione di partecipazioni azionarie in imprese non quotate, pertanto di non facile liquidabilità.

⁴ 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.

Dopo un iter legislativo lungo e faticoso,⁵ iniziato nel 1986 e sviluppatosi nel corso di più legislature, con la legge del 14 agosto 1993, n. 344, sono stati introdotti in Italia i fondi di investimento mobiliare chiusi, già operativi da parecchi anni all'estero. Si tratta di un ulteriore tassello di quel quadro normativo che nel corso dell'ultimo decennio, sia pure in maniera frammentata, ha contribuito all'evoluzione del mercato finanziario italiano, sia attraverso l'ammmodernamento di istituti tradizionali, sia mediante l'introduzione di nuove figure di intermediario.

Tra gli investitori istituzionali i fondi chiusi svolgono un ruolo di estremo rilievo, rappresentando in tutto il mondo il principale strumento attraverso il quale si effettuano investimenti nel capitale di rischio.

**Caratteristiche
e finalità**

Il sottoscrittore al quale si rivolge questo tipo di fondo è tipicamente un soggetto, investitore individuale o istituzionale, in grado di assumersi un elevato rischio in attesa di un altrettanto elevato rendimento, da realizzarsi comunque nel medio-lungo termine. In questo modo il gestore può disporre di un patrimonio stabile e investire in titoli di non pronta liquidabilità.

Data la sua natura, quindi, il fondo chiuso riveste un ruolo molto importante come finanziatore a titolo di capitale di rischio nel settore delle imprese di dimensioni medio-piccole con elevato potenziale di sviluppo e di redditività, che non dispongono di risorse finanziarie necessarie per ampliare l'attività e sviluppare nuove tecnologie.

Obiettivo del fondo è la massimizzazione del ritorno sul capitale investito. Il gestore dovrà pertanto attuare una rigorosa selezione tra le numerose opportunità presenti sul mercato identificando quelle più promettenti in termini di crescita e redditività. Il fondo chiuso si delinea così come uno strumento accessibile a "pochi", ma che permetterà il vantaggio della disponibilità di risorse finanziarie e professionali da parte del gestore, il quale non si limita ad apportare solo capitali. Nel rispetto dell'autonomia imprenditoriale dovrà interagire con l'impresa, mettendo a disposizione le sue capacità professionali e i suoi contatti al fine di massimizzare il valore.

I fondi nell'esperienza internazionale

I fondi chiusi svolgono una preziosa funzione nella canalizzazione del risparmio verso le piccole e medie imprese, avvicinandole indirettamente al mercato dei capitali e accelerandone il processo di sviluppo.

⁵ Il primo progetto di legge risale all'agosto del 1986. Per un approfondimento del testo si rinvia a P. Berlanda, "Osservazioni sui recenti disegni di legge in tema di fondi chiusi", in *I fondi mobiliari chiusi*, a cura di D. Velo, G. De Nova, D. Fruscio, Giuffrè, Milano 1990, pp. 91-111. Si veda inoltre A. Gervasoni, F. Perrini, *I fondi di investimento mobiliare chiusi*, Egea, Milano 1994.

Tipologia Con riferimento alla tipologia, una prima suddivisione distingue fra fondi *indipendenti*, lanciati e gestiti da professionisti, e fondi *captive*, ossia di emanazione diretta di gruppi industriali, banche o altre entità.⁶ La corrispondente strategia di fondo è piuttosto differente. Nel primo caso il gestore ha come obiettivo la massimizzazione del ritorno sull'investimento, a vantaggio dei propri sottoscrittori (e di se stesso). Nel caso dei fondi *captive* basa invece le proprie strategie in funzione di quelle che sono le esigenze del gruppo di cui è emanazione.⁷

Si possono anche avere fondi nei quali i sottoscrittori hanno un ruolo importante nel decidere gli investimenti (*discretionary funds*), anche se si tratta di una modalità poco comune, e fondi nei quali esiste invece una delega assoluta alla società di gestione (*non discretionary funds*).

In funzione delle politiche di impiego seguite, si avranno poi i fondi che operano esclusivamente in riferimento a determinati stadi di sviluppo dell'impresa e quelli che sono distinti per aree geografiche o per settori industriali.⁸

Durata La durata del fondo è generalmente decennale. All'interno di tale arco temporale sono individuabili due sottoperiodi, definiti rispettivamente *investment period* e *divestment period*, ognuno di circa cinque anni. Sono infine generalmente previsti altri due anni (*grace period*), nel caso in cui non si sia riusciti a concludere in tempo il processo di disinvestimento.

Se il processo di investimento viene portato a termine prima della fine del periodo di investimento e si è già iniziato a disinvestire con successo, è prassi lanciare altri fondi.

Struttura Con riferimento alla struttura, è fondamentale la natura del rapporto fra società di gestione, fondo e partecipanti. La società di gestione ha azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo, che ha il compito di gestire in maniera trasparente e professionale.

⁶ Nel caso dei fondi *captive* si veda Z. Block, I. Mac Millan, *Corporate Venturing*, Harvard Business School Press, 1993.

⁷ In Gran Bretagna tale distinzione negli ultimi due anni sembrerebbe non essere più così netta. In proposito si rimanda ad A. Joy, "Trends in UK Venture Capital", Atti del convegno *Venture Capital Forum 1995*, London.

⁸ In Gran Bretagna nel periodo che va dal 1987 al 1991 si sono formati in media 20 nuovi fondi all'anno con politiche di impiego diversificate:

Fase di intervento nell'impresa		%	Settori industriali		%	Aree geografiche		%
Avvio	2	10	Specifici	5	25	Internazionale	7	35
Tutti gli stadi	8	40	Indistinti	15	75	Nazionale	3	15
Sviluppo e buy-out	10	50				Regionale	10	50
Totale	20	100	Totale	20	100	Totale	20	100

Fonte: UK Venture Capital Journal, vari anni.

A fronte di ciò riceve una commissione annuale (*management fee*), che varia tra il 2% e il 3% dell'ammontare *committed*, ossia di quello che i sottoscrittori si sono impegnati a versare, per il periodo di investimento; successivamente può diminuire sensibilmente.

Inoltre, la società di gestione, o talora singoli individui della società,⁹ ha diritto anche a una quota dei proventi derivanti dal fondo (*carried interest*), in genere pari al 20% dei *capital gain* realizzati. Spesso questa quota non viene conferita fintanto che i sottoscrittori non sono stati rimborsati dell'ammontare del loro investimento nel fondo, oltre a una quota (*hurdle rate*) rappresentante il ritorno minimo sull'investimento.¹⁰ Sono possibili diverse combinazioni tra il livello delle commissioni e il grado di compartecipazione agli utili e sono comunque stabilite nel regolamento.

La qualità (o meno) di una società di gestione risiede nella capacità, esperienza e professionalità del suo staff, costituito da operatori nell'attività di investimento nel capitale di rischio che selezionano le opportunità migliori di intervento nelle imprese e gestiscono il processo di investimento/gestione/disinvestimento delle partecipazioni. Tale staff si dedica alla gestione del fondo o dei fondi, qualora la società di gestione ne gestisca più di uno.

Le strategie e le politiche di investimento vengono fissate nel regolamento del fondo, che è costituito dall'insieme delle quote sottoscritte dai partecipanti.

La normativa italiana

La legge
344/1993

La legge del 14 agosto 1993, n. 344 – come si è detto – ha introdotto nel panorama italiano degli operatori di finanza straordinaria la figura del fondo di investimento mobiliare chiuso.

I fondi di diritto italiano possono essere costituiti previa autorizzazione del ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia: i soggetti autorizzati a gestire i fondi chiusi sono società per azioni aventi per oggetto esclusivo la gestione di fondi mobiliari. La società di gestione riveste verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario: secondo quanto disposto dalla legge 344/1993, il capitale della società di gestione deve avere un valore minimo pari a 7 miliardi.

L'attività di vigilanza è affidata alla Banca d'Italia, che istituisce apposito albo e dà comunicazione alla Consob. La Banca d'Italia stabilisce i limiti di investimento in valori mobiliari emessi da società o enti tra i quali intercorre un rapporto di controllo e collegamento.

Le sottoscrizioni hanno un taglio medio minimo pari a 100 milio-

⁹ Questo punto è molto delicato. Di recente, infatti, si sono verificati casi in cui i sottoscrittori volevano retribuire i singoli soggetti incaricati in prima persona dei progetti di investimento e non la società.

¹⁰ Si veda in proposito "Venture Capital Special Paper", *Venture Capital Fund Structures in Europe*, SJ Berzin & Co., 1994.

ni, che è il minimo previsto dalla legge per gli investitori persone fisiche, e nel caso di sollecitazione del pubblico risparmio la quota minima di sottoscrizione è pari a 400 milioni.

Secondo quanto stabilito dalla legge istitutiva, il patrimonio deve essere investito in valori mobiliari quotati in Borsa o al mercato ristretto e valori non quotati. I titoli non quotati, per norme prudenziali, non devono superare l'80% del valore del fondo, ma non devono scendere sotto il limite del 40%; non è concesso l'investimento in titoli di Stato italiani o stranieri superiore al 20%. Decorsi 36 mesi le azioni quotate non possono superare il 20% del valore del fondo.

Ai fondi di diritto italiano è fatto divieto di acquistare più del 5% di azioni o quote per ogni società quotata e del 30% per ogni società non quotata.

Il patrimonio del fondo è raccolto in un'unica emissione e il ministero del Tesoro può autorizzare il ridimensionamento, qualora il fondo sia stato sottoscritto per non meno del 60% di quanto previsto.

Entro 36 mesi dalla chiusura dell'offerta deve essere richiesta l'ammissione a un mercato regolamentato.

Il Testo Unico della finanza

La figura della *società di gestione del risparmio* (Sgr) introdotta con il Testo Unico della finanza rappresenta una delle svolte più interessanti in un panorama come quello italiano ed europeo, dove la quota di risparmio privato è prevista in crescita nel prossimo decennio.

La Sgr presenta una struttura organizzativa allineata con gli standard internazionali, incentrata sul comitato degli investimenti, che sarà il soggetto delegato alle politiche di investimento da proporre ai clienti anche attraverso il contatto con gli analisti internazionali. La Sgr dovrebbe svolgere la funzione di collettore del risparmio che gestisce diversi fondi (aperti, chiusi, immobiliari e pensione), oltre a effettuare gestioni individuali.

Il Testo Unico della finanza prevede l'attività dei fondi chiusi all'art. 37, comma 2, stabilendo che il ministro del Tesoro con proprio regolamento dovrà stabilire i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori.

7.3

L'advisor

Nel caso in cui le Sgr raccolgano presso i privati quote di fondi chiusi, si può pensare che, laddove non siano presenti competenze specifiche di gestione di tali strumenti, si possa delegare tale attività a un *advisor*, che deve essere un soggetto capace di svolgere questo compito. La figura dell'*advisor* può essere rappresentata dalla *merchant bank* intermediario che, secondo l'entità del capitale, è iscritta negli elenchi previsti dagli artt. 106 e 107 del Testo Unico in materia bancaria e creditizia.

Il capitale minimo richiesto

Le principali novità introdotte dai provvedimenti attuativi del Testo Unico riguardano il capitale sociale minimo richiesto per la Sgr, che

non deve essere inferiore a 2 miliardi di lire e deve essere interamente versato. Nelle ipotesi di Sim che abbiano modificato il proprio oggetto sociale e intendano essere autorizzate come società di gestione del risparmio, ai fini del calcolo dell'importo minimo si tiene conto del capitale versato nonché delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato che per legge o per statuto siano disponibili.

Le Sgr che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo chiuso non destinati a particolari categorie di investitori sono tenute ad acquisire in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo della specie. Ove l'attività di gestione e quella di promozione del fondo siano svolte da Sgr distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio una quota pari all'1% del patrimonio del fondo medesimo. A fronte di tale investimento, ciascuna Sgr deve disporre di una copertura patrimoniale di pari ammontare.

**Modalità e
termini di
sottoscrizione**

Fino all'entrata del provvedimento attuativo dell'art. 37, comma 1, lettera c), il testo regolamentare definisce le modalità di sottoscrizione che sono definite dagli artt. 8 e 9 della legge 344/1993. Il termine massimo di sottoscrizione delle quote non può essere superiore a 1 anno a decorrere dal termine previsto per la pubblicazione del prospetto; qualora non sia richiesta la pubblicazione del prospetto, il termine decorre dalla data in cui la Sgr ha notizia dell'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia. Viene inoltre indicato l'obbligo dell'invio della lettera di conferma dell'avvenuto investimento recante informazioni concernenti la somma investita, l'importo delle eventuali commissioni di sottoscrizione e il numero delle quote attribuite.

Per quanto concerne i rimborsi parziali di quote a fronte di disinvestimenti, deve essere data preventiva comunicazione alla Banca d'Italia nonché informativa agli investitori dell'attività disinvestita, delle motivazioni che hanno indotto la Sgr a operare il rimborso, dell'importo che si intende rimborsare, dell'importo rimborsato per ogni quota e della procedura per ottenere il rimborso; le somme non riscosse vengono depositate in un conto intestato alla Sgr con l'indicazione che trattasi di rimborso parziale di quote del fondo.

Il calcolo del valore della quota e la relativa pubblicazione devono avvenire con cadenza almeno semestrale. Ferma restando la periodicità minima di calcolo del valore della quota, le società valuteranno l'opportunità di provvedere alla pubblicazione del valore della quota con frequenza maggiore, che deve essere indicata nel regolamento.

Per quanto concerne le modifiche regolamentari, esse non vengono ammesse se non sono ritenute strettamente necessarie per la tutela dell'interesse dei partecipanti.

Per la liquidazione delle quote dei fondi chiusi, il regolamento indica il limite massimo entro cui la Sgr procede al rimborso delle

quote alla scadenza della durata del termine di durata del fondo e viene prevista la facoltà della Sgr di richiedere alla Banca d'Italia un ulteriore periodo, non superiore ai tre anni per concludere le operazioni di rimborso.

Fino all'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione del Testo Unico rimangono in vigore le disposizioni della legge 344/1993.

7.4 Early stage financing

Definizione Per *early stage financing* si intendono tutti gli interventi effettuati allo stadio iniziale di un'attività imprenditoriale se non addirittura a un'idea dalla quale si pensa possa nascere un'attività imprenditoriale. Come si è detto in precedenza, questa categoria di investimenti coincide sostanzialmente con quella che viene definita attività di *venture capital* in senso stretto. È composta dalle tre tipologie di intervento di seguito analizzate.

Tipologie *Seed financing (sperimentazione)*. Si interviene 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 e analisi di tipo tecnico specifico, volte a identificare le caratteristiche potenziali di un prodotto ancora da sviluppare o, quantomeno, da industrializzare al fine di valutarne la potenzialità in termini economici. Spesso non esiste neanche un business plan adeguatamente strutturato.

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.

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 e avvio della fase produttiva.

**Soggetti
investitori**

Investono tipicamente in questo genere di operazioni i fondi di *venture capital* in senso stretto o divisioni specializzate di aziende industriali di grandi dimensioni (*corporate venture capitalist*). In questa tipologia di investimento sono anche presenti i cosiddetti *business angels*, ricchi individui che desiderano impiegare parte delle loro risorse in questo genere di interventi.

Nel caso di seed financing e di start-up, gli investimenti vengono effettuati nella maggior parte dei casi da operatori altamente specializzati nei vari settori tecnologici; si pensi ad esempio alle biotecnologie, all'informatica o alle telecomunicazioni. Le competenze sono prevalentemente di natura tecnica e scientifica. Non a caso, a operare in questo segmento troviamo spesso società di *venture capital* collegate a gruppi industriali operanti in settori limitrofi a quelli di intervento se non, come abbiamo detto, unità specializzate appartenenti a gruppi industriali di grandi dimensioni.

Per quanto riguarda invece il first stage financing, si rende in alcuni casi possibile l'intervento anche da parte di operatori di profilo più "generalista" o con minore grado di conoscenza tecnica specifica. Rimangono comunque anche questi 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 e applicative del prodotto assumono, in questi casi, un'importanza di grande rilievo, e in tal senso sono spesso orientate le competenze degli operatori che intervengono in questo segmento.

**Modalità e
caratteristiche
dell'intervento**

Le modalità di intervento possono essere le più svariate. La partecipazione può essere sia di minoranza che di maggioranza e quasi sempre viene effettuata tramite aumento di capitale.

Possono a volte trovare utilizzo forme di pagamento basate su tecniche di earn-out e il coinvolgimento dell'investitore è in genere abbastanza rilevante. Nel caso di investimenti effettuati da *corporate venture capitalist*, non è infrequente una clausola che riconosce alla società cui fa capo l'investitore il diritto di avere una sorta di *right of first refusal* nel momento del disinvestimento della partecipazione.

Nelle partecipazioni di minoranza, possono essere adottate clausole di put & call che hanno come obiettivo quello di garantire all'investitore una via d'uscita alternativa nel caso di rifiuto da parte dell'azionista di maggioranza di accedere a un mercato regolamentato o di vendere la società a terzi. L'obiettivo finale dell'investitore è generalmente la quotazione in Borsa (o, nel caso del *corporate venture capital*, anche l'acquisto da parte della Casa madre) e il periodo di investimento è molto lungo, quasi sempre superiore ai cinque anni.

7.5 Expansion financing

Definizione 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. Gli investimenti di expansion financing rappresentano complessivamente in Europa il comparto più importante dell'attività di *private equity*.

Tipologie di investimento L'impegno dell'operatore specializzato è in questa tipologia di investimento favorito dall'esistenza di una serie di dati e 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 a effettuare l'investimento.

La presenza di una storia aziendale e il superamento delle fasi iniziali dell'attività imprenditoriale e delle incertezze a queste connesse, consente anche a operatori che non hanno una precedente diretta esperienza o conoscenza del settore merceologico specifico nel quale la società opera, di effettuare un'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, o una proprietà, che ha già accumulato una certa esperienza nel settore e cui il potenziale investitore può fare riferimento e chiedere informazioni. Esistono ancora molte aree di sviluppo inesplorate, sia in termini di diversificazione sia produttiva sia, soprattutto, geografica. Anche la strut-

tura organizzativa è in cambiamento e spesso l'intervento finanziario deve essere strutturato parallelamente a un consolidamento della struttura organizzativa e al suo completamento e, conseguentemente, al potenziale investitore è spesso chiesto un aiuto in tal senso.

Third stage financing (consolidamento dello sviluppo). La fase di 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 collegata alle possibilità che questa ha di espandersi ulteriormente, sia attraverso azioni di diversificazione commerciale e produttiva, sia attraverso combinazioni societarie.

Fourth stage financing (maturità - pre ipo financing). 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, a un progetto di quotazione della società in un mercato regolamentato (da cui il termine *pre ipo financing - initial public offering*). Dato l'avanzato stadio di sviluppo e la conseguente complessità e 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 a un mercato regolamentato, di tipo tecnico specifico per la realizzazione dell'obiettivo finale.

**Soggetti
investitori**

In generale, gli interventi di expansion financing sono particolarmente congeniali agli operatori che possono disporre, per varie ragioni, di una consolidata esperienza di carattere internazionale e di una notevole conoscenza e introduzione in seno alle realtà economiche e industriali dei vari Paesi. Si pensi ad esempio alle banche d'investimento operanti a livello multinazionale o ai fondi chiusi di investimento sponsorizzati da istituzioni bancarie, finanziarie o industriali internazionali. Questi, infatti, hanno spesso la possibilità di sfruttare le sinergie derivanti dalla presenza, a livello di gruppo

di appartenenza, o di istituzioni sponsor nel caso dei fondi chiusi, anche in altri comparti della consulenza finanziaria alle imprese quali, per esempio, le attività di *merger & acquisition* o di *corporate finance*.

Anche e soprattutto nel caso delle operazioni di *pre Ipo financing*, gli operatori che meglio possono rispondere a queste esigenze sono le società finanziarie o i fondi chiusi di grande dimensione e presenza nazionale e internazionale e che abbiano una notevole conoscenza ed esperienza dei mercati finanziari e del loro funzionamento. Con la loro esperienza, infatti, questi operatori possono in concreto aumentare in modo significativo le possibilità di successo di una eventuale quotazione della società in Borsa, rassicurando gli investitori che inevitabilmente vedono, nella presenza nell'azionariato di un partner di prestigio, una ulteriore garanzia della bontà e serietà della società e dei suoi titoli. Nel caso di quotazioni internazionali, tale presenza diventa ancora più strategica e opportuna.

**Modalità e
caratteristiche
dell'intervento**

Nei casi di *expansion financing* gli investimenti sono quasi sempre di minoranza, effettuati generalmente – ma non sempre – attraverso un aumento di capitale, e il coinvolgimento dell'investitore istituzionale è relativo alle problematiche di carattere straordinario e finanziario anche se, in alcuni casi, il coinvolgimento su materie strategiche e organizzative può essere molto alto. Nel caso del *pre Ipo financing*, il compito principale dell'investitore è quello di affiancare l'imprenditore e di seguire con lui tutte le fasi connesse al processo di quotazione. Molto spesso l'investitore finanziario viene usato come consulente in processi di ristrutturazione aziendale e nel caso di acquisto di altre società.

A livello contrattuale, vengono quasi sempre inserite delle clausole di put & call o di altro tipo (diritti di "covendita" ecc.) volte a tutelare la posizione di minoranza dell'investitore e consentirgli una via d'uscita in tempi ragionevoli, generalmente compresi tra i tre e i cinque anni. Questo punto è molto importante e deve essere compreso con chiarezza da chi intende avvalersi di questi investitori. L'investitore istituzionale, se serio e professionale, deve necessariamente individuare una chiara via d'uscita dall'investimento e garantirsi in tal senso anche nel caso in cui l'azionista di maggioranza cambi idea, cosa peraltro legittima.

7.6

7.6 Turnaround financing

Definizione

Per *turnaround financing*, o finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita, si intendono gli interventi effettuati non a fronte di uno stadio di sviluppo dell'azienda ma conseguentemente a una situazione di tensione economico-finanziaria se non addirittura di fallimento. In questi casi l'intervento di un investitore finan-

ziario 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.

Modalità di investimento

In queste operazioni l'investitore finanziario si inserisce in una situazione aziendale deteriorata, sostituendo chi, per diverse ragioni, non è più in grado di proseguire nell'attività e gestendo direttamente tutte le fasi connesse alla ristrutturazione e al rilancio dell'attività. Tale inserimento può avvenire sia in una situazione che, per quanto pregiudicata, non è ancora deteriorata a tal punto da richiedere una procedura concorsuale sia, come spesso avviene, nell'ambito di procedure concorsuali vere e proprie, come il concordato o il fallimento.

Mentre nel primo caso l'intervento avviene quasi sempre tramite un aumento di capitale, nel secondo, trattandosi di procedura giudiziale, l'acquisto viene fatto attraverso il Tribunale e quindi presenta le caratteristiche e le modalità tecniche previste per questo genere di interventi. Va da sé che, in questo secondo caso, l'investitore finanziario si trova, almeno in un primo momento, a essere l'unico azionista di riferimento e il suo ruolo è estremamente delicato e carico di responsabilità, sia di natura giuridica, sia di natura organizzativo-gestionale.

Soggetti investitori

Normalmente, gli operatori che operano in questo campo sono altamente specializzati e hanno sviluppato una notevole competenza e professionalità che consente di affrontare e risolvere situazioni di elevatissima criticità e complessità sia a livello industriale e organizzativo, sia a livello giuridico. Possono anche essere dei fondi – chiamati *vulture funds* o *turnaround funds* – appositamente strutturati e organizzati per investire solo in questo genere di operazioni. In Italia sono ancora scarsamente presenti.

7.7 I buy-out

Management buy-out (Mbo) e buy-in (Mbi)

Definizione

Per *management buy-out* (Mbo) si intende l'acquisizione di parte o di tutta un'azienda da parte del management 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).¹¹

¹¹ Si veda, tra gli altri, F. Sattin, P. D'Anzi, "Le operazioni di Leveraged Buy Out: esperienze internazionali e realtà italiana", *Amministrazione & Finanza*, n. 20, 1988.

L'elemento essenziale di un'operazione di Mbo è pertanto il nuovo soggetto imprenditoriale e non la leva finanziaria, come nel caso del leveraged buy-out.¹² Quest'ultima, infatti, può anche mancare completamente come nel caso delle società acquistate dal management a seguito di una procedura concorsuale. Il fatto che Mbo e Lbo vengano spesso confusi tra loro deriva probabilmente dalla considerazione che, disponendo il management di risorse finanziarie limitate, il perfezionamento di un'operazione di Mbo viene spesso volte eseguito ricorrendo alla tecnica finanziaria di Lbo. Eventuali confusioni vengono evitate adottando per questi casi l'espressione *Lmbo (leveraged management buy-out)*.

Il management buy-out rappresenta uno strumento estremamente efficace sia nei casi di successione di imprese private dove non è più assicurata la continuità aziendale, sia nell'ambito dei processi di privatizzazione con particolare riferimento alle realtà economiche di medie dimensioni.

In generale, e in estrema sintesi, in un'operazione di Mbo i tre principali soggetti coinvolti sono i seguenti.

- *Il management.* Generalmente composto da un nucleo iniziale di 4/8 persone destinato ad allargarsi ulteriormente fino a coinvolgere, nel caso dei Wbo, anche i lavoratori di livello intermedio e addirittura medio-basso. Il management, nel suo complesso, investe un ammontare (risparmio e/o parte della retribuzione) a fronte dell'acquisto di una parte delle azioni della società (inizialmente una minoranza).
- *Le società di private equity.* La differenza tra le azioni in mano al management e la totalità di queste viene generalmente sottoscritta da una o più società di *private equity* che, almeno in una fase iniziale, divengono di fatto gli azionisti di maggioranza delle società stesse. Nel caso delle privatizzazioni, parte delle azioni potrebbero comunque restare, almeno per un certo periodo, di proprietà dell'ente cedente.
- *Gli enti finanziatori.* Per consentire al management di ottenere, a fronte dell'investimento, il più alto numero di azioni possibile, è prassi che una parte significativa del prezzo di cessione venga finanziata tramite il ricorso al capitale di debito.

7.7

Sulla base di precisi accordi tra il management e le società di *private equity* (o dell'ente cedente), vengono quindi stabiliti dei meccanismi (*stock options plans*) in virtù dei quali, a fronte del raggiungimento degli obiettivi fissati in fase di strutturazione dell'operazione, al management sarà concesso di aumentare ulteriormente la propria partecipazione.

Inoltre, se la società produrrà utili, questi potranno essere uti-

¹² In tal senso anche M. C. Ferrario, a cura di, *Management buy-out: strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa*, Isedi, Torino 1991.

lizzati (assieme a fonti di finanziamento aggiuntive o attraverso operazioni di leveraged buy-out), per acquistare dalle società di *private equity* ulteriori azioni (al limite a condizioni predeterminate) se non, nel caso ottimale, per giungere alla quotazione in Borsa.

Leveraged buy-out

Definizione Per *leveraged buy-out* (Lbo) si intende – 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 a 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*).

Vediamo ora nel dettaglio come funziona un'operazione di Lbo.

Nella sua accezione teoricamente più corretta, viene definita 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.¹³

Conseguentemente, un'operazione di acquisizione è definibile come Lbo sulla base degli effetti che produce nella struttura delle passività dell'azienda oggetto di un'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; dall'altro una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione.

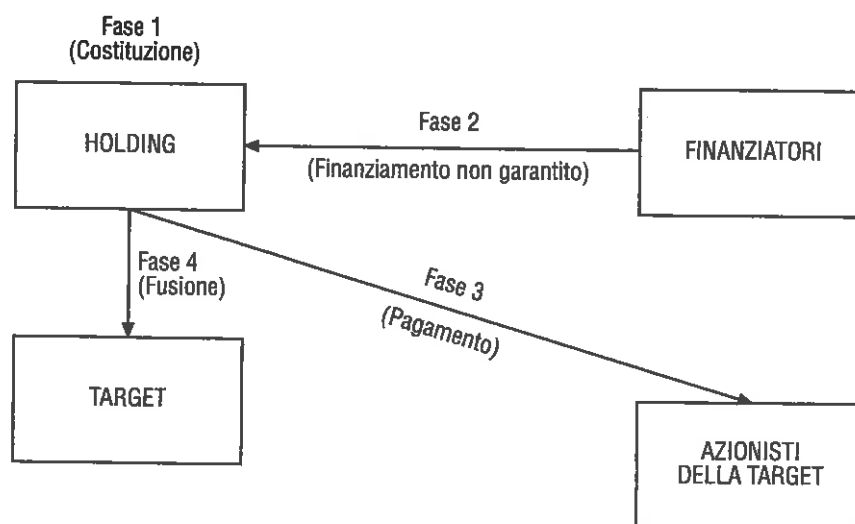
In modo estremamente semplificato, le fasi di un'operazione di Lbo sono quelle descritte nella *figura 7.1*.

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

Nella maggioranza dei casi, la prima fase dell'operazione consiste nella creazione di una società, chiamata generalmente *holding* o *newco* (fase 1), 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. Questo 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

¹³ S. C. Diamond, *Leveraged buy-out*, Down Jones, Irwin, Homewood, Ill., 1985.

Figura 7.1 Struttura tipo di un'operazione di leveraged buy-out



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. Il finanziamento, essendo erogato a 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, e in particolare dell'ingente utilizzo di mezzi finanziari di terzi, l'indebitamento della società newco risulterà, dopo la fusione, considerevolmente più elevato rispetto alla situazione anteriore all'effettuazione dell'operazione stessa.

L'operazione potrebbe anche riguardare l'acquisto dei singoli beni della società e non delle sue azioni. Questa 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 e in particolare sul suo livello di indebitamento.

È bene chiarire immediatamente che non tutte le imprese si prestano a 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 a intervenire soltanto se potranno ragionevolmente ritenere che la società possa far fronte a tale maggior indebitamento.

Il primo fattore chiave per il successo di un'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 a 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 un'adeguata garanzia per il finanziatore.

Pertanto, la società ottimale per effettuare un'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.

Modalità e caratteristiche dell'intervento

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.

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. Tale analisi andrà quindi correlata e 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.

Il leveraged buy-out vede infatti nell'utilizzo della leva finanziaria e, conseguentemente, nella identificazione della struttura finanziaria ottimale, uno dei punti di maggiore criticità e importanza. Come noto, la leva finanziaria consente, subordinatamente a certe condizioni, di ottenere un effetto moltiplicativo sulla redditività del capitale proprio attraverso la formula:¹⁴

$$\text{Roe} = \text{Roi} + D/E (\text{Roi} - i) * (1 - t)$$

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 un'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*.

Questo 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

¹⁴ Sulla scelta della struttura finanziaria ottimale si veda in particolare AA.VV., *Finanza d'impresa*, pp. 220 e ss., Guerini & Ass., Milano, settembre 1995.

Tabella 7.1 Schema di finanziamento di un leveraged buy-out

Senior debt	50-70%	Prezzo d'acquisizione	90-95%
Subordinated debt	20-30%	Rimborso debiti preesistenti	0-5%
Totale capitale di terzi	80-95%	Mezzi liquidi addizionali e nuovi investimenti in circolante	0-5%
Azioni privilegiate	0-6%		
Azioni ordinarie	3-10%	Commissioni e spese	2-6%
Totale capitale proprio	3-15%		
Disponibilità liquide del target	0-5%		
Totale fonti	100%	Totale impieghi	100%

Fonte: E.K. Crawford, *A Management Guide to Lbo*, John Wiley & Sons, New York 1987 (elaborazione di M. C. Ferrario).

(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.

Una rappresentazione schematica delle modalità di finanziamento di un'operazione di Lbo (con particolare riferimento alle operazioni condotte negli Stati Uniti) è quella descritta in *tabella 7.1*.

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 prudente, può portare a una struttura finanziaria non ottimale in termini di rendimento del capitale proprio e, in particolare nei casi di Lmbo, a 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 a oggi effettuate è stato significativamente inferiore a quello usualmente utilizzato nei Paesi anglosassoni e nella media si è aggirato attorno a un coefficiente di 1:3 (1/3 capitale e 2/3 debito).¹⁵

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.

¹⁵ Fonte: KPMG.

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 e interessi o prima degli ammortamenti con l'ammontare degli oneri finanziari da pagare.

Replacement capital Viene definito *replacement capital* l'acquisto da parte di un operatore finanziario specializzato 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 e il conseguente mutamento 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 un'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 a 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.

Family buy-out Un tipo di operazioni simile, che viene spesso menzionato e fatto rientrare, spesso erroneamente (perlomeno quando si parla di attività di *private*), 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).

In sostanza, si tratta di sostituire quella parte dell'azionariato che non è più interessata a proseguire l'attività aziendale; solo che, diversamente dal replacement capital, 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 a un'operazione di family leveraged buy-out (Flbo).

È comunque evidente che, se non c'è coinvolgimento di un operatore finanziario specializzato, tali operazioni non rientrano nell'attività di *private equity*. In questi casi, infatti, la società finan-

ziaria 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 e altri da società terze), l'entrata dell'investitore specializzato con una quota di minoranza e 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.

Reverse buy-out

Il *reverse buy-out* rappresenta una variante della tecnica dei Lbo sviluppatasi negli Stati Uniti nel corso degli anni Ottanta, a seguito dell'elevato numero di fusioni e 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 take-over.

Essendo questa operazione realizzata quasi esclusivamente attraverso 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 a una controtendenza. 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 e il 1989, circa 100 tornarono nuovamente alla quotazione dopo un periodo di tempo compreso fra i due e i tre anni dalla data di uscita. Le imprese che tornarono 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 a operare con maggiore efficienza.

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 a 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, potrebbe rappresentare un efficacissimo strumento per favorire il processo di azionariato diffuso (dovere dello Stato, *ex art. 47* della Costituzione italiana), in particolare se applicate al contesto delle privatizzazioni. L'applicazione della tecnica del Wbo 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 borsistico (attraverso la quotazione in Borsa che abbiamo visto essere generalmente l'obiettivo finale dell'attività di *private equity*); stimolare la creazione di una classe di manager/imprenditori con chiaro orientamento al profitto e 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.

Equity kicker Un efficace strumento utilizzato nei mercati finanziari più evoluti per agevolare il finanziamento delle operazioni di buy-out, specialmente nei casi in cui queste presentano strutture finanziarie particolarmente articolate, è il cosiddetto *equity kicker*.

Anche in questo caso il finanziatore effettua un prestito alla società target. Tuttavia, considerato il notevole aumento del rischio finanziario, egli giustamente ritiene che parte del finanziamento correrà un rischio comparabile a quello dell'investimento in capitale e, pertanto, si attenderà un ritorno commisurato, grosso modo, al Roe della società. Tale rendimento, tuttavia, non può essere realizzato a titolo di maggiorazione del tasso di interesse in quanto sarebbe ingiusto nei confronti di chi effettivamente corre il rischio in conto capitale, ed eccessivamente oneroso per la società nel caso di parziale raggiungimento dei risultati previsti.

Si stabilirà allora che il finanziamento avrà in ogni caso un tasso di interesse ragionevole e in linea con le condizioni di mercato. In aggiunta a questo, si darà la possibilità al finanziatore di poter sottoscrivere (o di poter ricevere subordinatamente alla realizzazione di certe condizioni) una determinata quantità di azioni o quote della società oggetto del finanziamento stesso.

La partecipazione azionaria renderà possibile al finanziatore, in caso di successo dell'operazione, di realizzare un ulteriore guadagno in conto capitale e/o di distribuzione di dividendi, aumentando così il rendimento dell'operazione nel suo complesso. La quantità di

azioni o quote sottoscritta dall'ente finanziatore viene appunto definita *equity kicker*.

**Institutional
buy-out**

Con il termine *institutional buy-out* si intende un'operazione di buy-out normalmente condotta con l'ausilio della tecnica del leverage, dove il soggetto economico di riferimento è un'istituzione di carattere finanziario (banca, investment bank, fondo chiuso, società finanziaria di partecipazioni o altro).

In queste operazioni l'istituzione finanziaria che organizza e struttura l'operazione riveste il ruolo di azionista di riferimento e detiene generalmente la maggioranza assoluta delle azioni.

Si distinguono dalle operazioni di management buy-out in quanto il management, pur essendo anche in questi casi quasi sempre coinvolto anche come azionista, ha una posizione meno importante a livello di proprietà e tutte le decisioni di carattere strategico sono prese, di fatto, dall'istituzione finanziaria che ha il controllo della società.

7.8 Cluster venture

Definizione

Con il termine *cluster venture* 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.

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 un'elevata focalizzazione e specializzazione delle attività condotte dalle singole aziende non limitandone l'autonomia e l'indipendenza decisionale e operativa.

**Tipologie di
intervento**

Vediamo innanzitutto quali sono i principali vantaggi e caratteristiche relativi a questa tipologia di investimento.

In primo luogo, il cluster venture consente di utilizzare al meglio le capacità manageriali e imprenditoriali esistenti nelle varie società. Si pensi ad esempio alle competenze tecniche condivisibili (Cad/Cam, Edp, R&D ecc.), a quelle relative alla gestione finanziaria e amministrativa o a quelle connesse alla conoscenza di diversi mercati, in termini sia geografici sia di tipologie di clientela. Ed è proprio per massimizzare l'incentivazione al raggiungimento dei risultati che spesso le operazioni di cluster venture

sono strutturate sulla base di un elevato coinvolgimento dei manager nell'azionariato del gruppo, sia a livello di singole società operative, sia a livello di holding. In questi casi, questa tecnica potrebbe essere classificata come un'estensione del concetto di management buy-out. In genere, i manager coinvolti provengono dalle singole società appartenenti al cluster, ma in molti casi può essere opportuno utilizzare professionalità provenienti da altre realtà economico-produttive.

È probabile, in particolare in Paesi caratterizzati da un'elevata frammentazione dell'attività produttiva, come ad esempio l'Italia, che i manager siano gli stessi ex proprietari delle singole aziende facenti parte del cluster.

È infatti sempre più frequente trovare piccoli imprenditori particolarmente capaci che, per varie ragioni principalmente connesse a considerazioni di carattere strategico-dimensionale, decidono di cedere l'attività pur desiderando continuare a operare attivamente nel settore di loro competenza.

In questi casi le operazioni di cluster venture sono una soluzione ideale in quanto da un lato consentono al piccolo-medio imprenditore di realizzare la cessione con i conseguenti vantaggi di carattere economico che ne derivano e dall'altro, offrendogli un coinvolgimento azionario a livello di gruppo, gli consentono di mettere a disposizione le sue capacità per un insieme più ampio, dandogli la possibilità di misurarsi con problematiche di maggior respiro e quindi più stimolanti rispetto a quelle necessariamente più limitate e specifiche affrontate precedentemente.

Un ulteriore vantaggio del cluster venture è di carattere finanziario. È infatti più semplice attrarre investimenti a condizioni vantaggiose per un gruppo diversificato che non per le singole aziende.

In situazioni economiche generali incerte questo elemento potrebbe rivelarsi di essenziale importanza per la sopravvivenza stessa delle aziende considerate. Inoltre, il coordinamento centrale delle problematiche connesse alla gestione finanziaria delle società consente lo sviluppo della massa critica e delle competenze necessarie per usufruire di servizi più sofisticati a vantaggio di tutte le aziende facenti parte del gruppo.

7.8

**Fattori chiave
di successo**

Il primo e più importante fattore di successo in un'operazione di cluster venture è certamente quello umano e, in particolare, la qualità e la motivazione del team di manager e/o imprenditori coinvolti nel progetto. In questo senso, estrema attenzione dovrà essere posta da parte dell'investitore nella identificazione dei soggetti da coinvolgere con particolare riferimento alle loro capacità imprenditoriali e di interazione e collaborazione con gli altri elementi del gruppo. Estrema importanza riveste anche la strutturazione di meccanismi di coinvolgimento basati su una larga condivisione dei benefici (e anche dei rischi) derivanti da successo (o insuccesso) dell'iniziativa.

In questo senso, uno degli elementi fondamentali, ma non l'unico, è il coinvolgimento dei manager e/o imprenditori nell'azionariato del gruppo, sia a livello di holding che di singole società operative dove ognuno, in relazione alle sue possibilità economiche, sarà tenuto a effettuare un investimento, ferma restando la possibilità di aumentare la partecipazione a condizioni vantaggiose subordinatamente al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Tale meccanismo di incentivazione vale, anche e soprattutto, per gli eventuali imprenditori coinvolti, con l'unica differenza che, date le maggiori risorse economiche di cui dispongono rispetto ai manager, verrà loro chiesta una partecipazione iniziale più consistente.

In generale, comunque, la o le società di *private equity* dovranno detenere, almeno in una prima fase, la maggioranza assoluta della holding la quale, a sua volta, dovrà detenere il controllo di tutte le società appartenenti al gruppo.

Un altro fattore di successo riguarda la capacità di centralizzare alcune funzioni aziendali senza limitare, o limitando al minimo, le caratteristiche di flessibilità operativa e strategica delle aziende partecipanti al progetto.

In questo senso, l'investitore dovrà valutare, assieme al management team, quali sono le funzioni che più necessitano di tale integrazione e dalle quali sono ricavabili i maggiori vantaggi per le singole società appartenenti al cluster.

Le prime a venire centralizzate sono generalmente le funzioni amministrative e finanziarie, incluso l'Edp, per poi essere seguite dalle altre, come la gestione (anche parziale) degli acquisti, delle vendite, della R&S e progettazione, della logistica e distribuzione, della gestione del personale e così via.

Le singole società, comunque, saranno libere di mantenere anche al loro interno parte di queste attività, qualora ciò fosse ritenuto indispensabile per l'efficace svolgimento della loro operatività. Anche in questo senso, i meccanismi di incentivazione (e controllo) del management dovranno fare in modo che vengano premiate tutte le azioni volte alla razionalizzazione dei costi in questione.

La chiara separazione e l'autonomia delle singole società appartenenti al cluster è un altro degli aspetti di maggiore importanza di cui tenere conto. La separazione è innanzitutto indispensabile per ottenere una sufficiente e reale diversificazione dell'attività del gruppo volta a mitigare i rischi connessi all'azione strategico-competitiva delle singole società.

Considerata la logica ispiratrice del cluster venture, è infatti indispensabile che l'eventuale insuccesso di alcune delle società appartenenti al gruppo non si ripercuota sulle altre.

La separazione è inoltre estremamente opportuna al fine di massimizzare le alternative di uscita dall'investimento che rappresenta uno degli aspetti fondamentali dell'attività di *private equity*.

Tenendo le singole società autonome e indipendenti, sarà sempre possibile decidere se sia più opportuno e conveniente vendere tutto il gruppo a un unico acquirente o le singole società, o sotto-gruppi di queste, ad acquirenti differenti.

È quindi indispensabile resistere alla tentazione di creare una sola entità, tenendo sempre presente l'obiettivo finale dell'attività di *private equity*, e cioè la realizzazione delle partecipazioni acquisite alle migliori condizioni possibili.

**Soggetti
investitori**

Come abbiamo visto, investitori in operazioni di cluster venture sono tipicamente società o fondi di *private equity*. Per questo genere di operatori, infatti, la tecnica del *cluster venture* rappresenta un'interessante opportunità di investimento dove esiste una concorrenza potenziale minore e dove è quindi più probabile effettuare operazioni maggiormente remunerative.

Tuttavia, da quanto detto finora, appare evidente che se la tecnica di investimento considerata può essere estremamente interessante e stimolante per la realizzazione di notevoli guadagni da parte delle società di *private equity*, d'altro canto è evidente che non tutte sono in grado di effettuare con successo questo genere di interventi.

Veniamo così al punto forse più importante per quanto riguarda i fattori di successo legati a questo tipo di interventi e cioè le caratteristiche e le capacità che devono avere gli operatori che vogliono puntare su questa metodologia di investimento.

Da un punto di vista formale, è innanzitutto necessario che le società abbiano la possibilità di acquisire quote di maggioranza e, se necessario, totalitarie. Questa considerazione, apparentemente banale, è particolarmente opportuna nel nostro Paese dove per alcuni operatori esistono precisi limiti in tal senso. Nella sostanza, è indispensabile una notevole predisposizione e capacità ad affrontare e risolvere problematiche di tipo strategico-industriale e organizzativo. Abbiamo visto, infatti, come la vera guida strategica del progetto sia affidata alla società di *private equity* dalla quale dipenderà in via primaria il successo o l'insuccesso dell'iniziativa.

7.8

In questo senso, saranno avvantaggiati gli operatori che, o perché dotati di professionalità provenienti dal mondo industriale, o perché emanazione di gruppi anche industriali e che possono quindi fare affidamento sulle competenze e sulle relazioni sviluppate dai loro azionisti, saranno in grado di affrontare in modo efficace le problematiche strategico-industriali sopra menzionate che abbiamo visto rappresentare uno degli aspetti predominanti di questo genere di interventi.

A queste caratteristiche, comunque, va sempre associata una consolidata esperienza dell'investitore nell'attività di *private equity* che, in particolare se maturata anche attraverso operazioni di maggioranza, rimane sempre un elemento di estrema importanza in par-

ticolare in Paesi, quali l'Italia, dove gli operatori aventi una effettiva esperienza in questo campo sono ancora molto pochi.

La maggior parte degli investitori finanziari è infatti alla ricerca di operazioni di grandi dimensioni aventi come oggetto aziende già sufficientemente diversificate e organizzate, dove il coinvolgimento dell'investitore è quasi sempre a titolo di minoranza e con un ruolo scarsamente operativo se non per aspetti di carattere finanziario, quale, ad esempio, l'assistenza per la quotazione in Borsa. Raramente l'attenzione degli operatori si concentra sulle società che possono essere oggetto di operazioni di cluster venture le quali, per definizione, sono spesso di piccole dimensioni, estremamente specializzate e scarsamente strutturate.

È più probabile che in questi casi la concorrenza venga da società industriali di maggiori dimensioni operanti in settori omogenei o limitrofi a quelli delle aziende in oggetto. Tuttavia, la piccola dimensione che queste aziende hanno unitamente alle loro caratteristiche organizzative e strategiche, rendono spesso maggiormente conveniente la via dello sviluppo interno considerata generalmente meno rischiosa e certamente più opportuna e agevole in termini di integrazione organizzativa e culturale.

Possiamo quindi concludere che, per quanto riguarda i soggetti investitori, questo tipo di operazioni possono essere affrontate con successo solo da chi abbia maturato una consistente e comprovata esperienza nell'effettuazione di operazioni di questo tipo o che sia comunque abituato e strutturato, anche a livello organizzativo interno, a svolgere il ruolo di vero e proprio azionista di riferimento e di controllo.

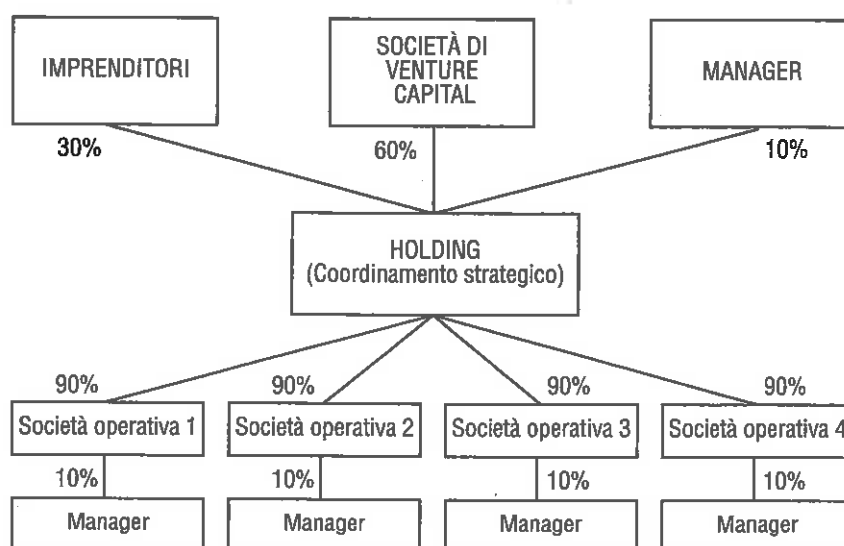
**Modalità e
caratteristiche
dell'intervento**

Dal punto di vista tecnico, queste operazioni possono essere strutturate nei modi più svariati. Generalmente, comunque, si crea una holding che, almeno inizialmente, è controllata dall'investitore finanziario (o dal pool di investitori) che sponsorizza e stimola l'iniziativa. Una volta effettuate le singole acquisizioni, queste vengono generalmente tenute indipendenti anche se, specialmente nel caso di società partecipate al 100%, a volte alcune possono fondersi tra di loro.

Un esempio di cluster venture è quello riportato in *figura 7.2*.

Nel processo di acquisizione delle partecipazioni, inoltre, viene molto spesso utilizzata la tecnica finanziaria del leveraged buy-out. Agli imprenditori cedenti che desiderano rimanere coinvolti anche a livello operativo, viene spesso offerto di reinvestire nel nuovo gruppo, in tutto o in parte, quanto da loro ricevuto per la cessione. L'obiettivo finale è in genere la quotazione in un mercato regolamentato, anche se in alcuni casi la vendita del gruppo ad altri operatori industriali, normalmente del settore, può rappresentare per l'investitore finanziario una via d'uscita più redditizia e veloce.

Figura 7.2 Possibile struttura di un'operazione di cluster venture



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

7.9 Il contratto di earn-out

Definizione L'accordo di *earn-out* può essere definito come una struttura di pagamento che subordina il regolamento del prezzo e/o la definizione del suo ammontare al raggiungimento di alcuni obiettivi prefissati di comune accordo tra compratore e venditore.

Tale pagamento può essere sia di natura esclusivamente monetaria, sia identificabile in quote di partecipazione nella società stessa oggetto di cessione. In questo secondo caso le quote della futura partecipazione nella società detenute dalle parti coinvolte nell'operazione saranno determinate, o condizionate, al raggiungimento di determinati obiettivi stabiliti consensualmente.

7.9

Finalità I contratti di *earn-out* consentono all'acquirente di pagare parte dell'importo in funzione dei risultati raggiunti e al venditore di poter ottenere il massimo ritorno qualora i risultati dell'azienda siano quelli che lui ritiene saranno e che quindi giustificano un ordine di prezzo superiore rispetto a quello sostenibile sulla sola base dei risultati raggiunti.

La definizione delle aree di competenza e responsabilità Uno dei principali problemi degli accordi di *earn-out* è quello della definizione delle aree di competenza/responsabilità delle parti, in particolare per quanto riguarda la possibilità di intervenire nelle decisioni relative alla gestione dell'azienda ceduta. Non si può chie-

dere al cedente di impegnarsi a raggiungere determinati obiettivi, e quindi a ricevere il pagamento di conseguenza, se questi non ha la possibilità di manovrare tutte le variabili che consentono il raggiungimento degli obiettivi stessi.

D'altro canto, è difficile immaginare una totale ininfluenza su tali decisioni da parte di chi, di fatto, è il proprietario dell'azienda.

Da questo problema deriva uno dei principali limiti degli accordi in questione. Fino a che dura l'accordo di *earn-out*, l'acquirente, anche se già in possesso della maggioranza assoluta o relativa della società oggetto di acquisizione, ha una limitata, se non addirittura inesistente, capacità di influire sulle scelte e sulle politiche della società stessa.

Soluzioni intermedie, che comunque risolvono solo parzialmente il problema, sono quelle che basano i termini dell'accordo sulla specifica identificazione delle variabili chiave determinanti per il raggiungimento degli obiettivi e giungono a definire una serie, spesso lunghissima, di sub-accordi riguardanti ognuna di esse.

Tipiche voci oggetto di detti sub-accordi sono, oltre alle tradizionali vendite e utile (nelle diverse sue accezioni), ammortamenti, spese da capitalizzare, investimenti, ricerca e sviluppo, pubblicità. Non occorre scomodare le numerose opinioni espresse in tema di capacità informativa dei dati puramente contabili nel rispecchiare la realtà delle operazioni aziendali (si pensi per esempio alle problematiche tipiche del controllo di gestione per intuire i limiti e la parzialità di questo approccio).

L'unica considerazione che si può fare è che in un accordo di *earn-out* queste limitazioni dovrebbero in ultima analisi bilanciarsi con la possibilità da parte delle controparti di giungere a un accordo altrimenti non raggiungibile.

L'identificazione dei risultati

In un accordo di *earn-out* è necessario identificare con ragionevole approssimazione i risultati direttamente connessi all'attività originariamente oggetto di cessione e, quindi, identificare con precisione le variabili oggetto di parametrizzazione.

Infatti, se la società acquirente intenderà produrre o distribuire attraverso la società acquisita altri prodotti non rientranti nell'attività dell'azienda oggetto di cessione, i risultati relativi alla performance di tali prodotti dovranno essere separati dagli altri che formano oggetto del contratto *earn-out*. Basti pensare al fatto che i nuovi prodotti richiedono spesso investimenti di varia natura per comprendere facilmente la difficoltà di pervenire a soluzioni che abbiano un qualche senso pratico.

Anche in questo caso, la migliore e forse unica soluzione è quella di evitare, da parte della società acquirente, di introdurre altri prodotti prima della scadenza dei termini dell'accordo.

Come detto precedentemente, un sofisticato e costoso sistema di contabilità industriale potrebbe infatti risolvere solo parzialmente questo genere di problema.

Le situazioni di scostamento Un altro importante aspetto da affrontare è quello relativo alla gestione delle situazioni di non raggiungimento degli obiettivi prefissati.

In generale, si tratta di definire esattamente, attraverso formule più o meno complesse, la relazione esistente tra lo scarto fra obiettivi fissati e risultati, e la quantità economica percepita dal cedente. Tale relazione può essere di diversi tipi, in funzione della struttura economico-finanziaria delle attività considerate e della relativa capacità negoziale delle controparti.

Nel caso di risultati maggiori di quelli stabiliti, si tratterà di vedere se e quanto dello scarto positivo dovrà essere condiviso con il cedente. Al fine di stimolare il raggiungimento dei migliori risultati possibili, è usuale fare partecipare anche il cedente a detti maggiori risultati anche se generalmente con percentuali inferiori a quelle stabilite in caso di non raggiungimento.

Anche per quanto riguarda gli investimenti di diverso genere, dovranno essere separati dal computo quelli che avranno un effetto che andrà oltre il periodo dell'accordo, al fine di non trovarsi, al termine del periodo, con una situazione estremamente deteriorata in termini di consolidamento dei vantaggi competitivi.

Una possibile soluzione è quella di computare, quale componente negativa per la valutazione dell'ottenimento dei risultati, solo le quote di ammortamento economico relative agli esercizi durante i quali l'accordo è in vigore.

Il problema, comunque, non è certamente di univoca soluzione e di volta in volta si cercheranno di stabilire criteri adatti alla specificità della situazione considerata.

La tenuta della contabilità È noto come la redazione di un consuntivo economico-finanziario che abbia come obiettivo quello di tracciare un quadro economicamente corretto della situazione aziendale, debba spesso seguire criteri che nella maggior parte dei casi sono notevolmente difforni da quelli utilizzati ai fini della preparazione dei bilanci di natura civilistica o fiscale.

Al contrario, la *ratio* degli accordi di earn-out rende necessaria la redazione di un bilancio consuntivo di carattere squisitamente economico sul quale valutare nel modo più oggettivo e imparziale possibile il raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati.

A tal fine, è necessaria la tenuta di una contabilità separata a uso interno strutturata sulla base di criteri puramente economici e avente modalità di contabilizzazione concordate e formalmente accettate dalle parti.

A parte la maggiore o minore difficoltà nel produrre tale tipo di informazioni, è evidente che questa contabilizzazione richiederà un certo impegno e, conseguentemente, avrà un suo costo.

7.10 I piani di stock option

Definizione Il meccanismo delle *stock options* si basa sull'attribuzione a particolari categorie di dipendenti, che generalmente ricoprono posizioni di vertice, del diritto di opzione sull'acquisto delle azioni emesse dalla società presso la quale prestano il proprio lavoro.

L'esercizio di tale diritto può essere subordinato sia allo scadere di un determinato termine temporale, sia al verificarsi del conseguimento di determinati obiettivi di performance definiti al momento dell'assegnazione.

Come nella generalità dei contratti di opzione, il prezzo di acquisto delle azioni viene stabilito al momento dell'assegnazione del diritto di acquisto, cosa che, nella fattispecie, garantisce ai dipendenti tanto più guadagno quanto maggiore è il valore della società al momento dell'esercizio del diritto.

Il principale obiettivo di questo strumento è quello di rafforzare il vincolo di fedeltà di determinate categorie di dipendenti nei confronti dell'azienda e – mettendo di fatto in relazione parte della loro retribuzione (o parte di essa) con l'andamento economico-aziendale – di incentivare i dipendenti a approfondire il massimo impegno nello svolgimento dell'attività lavorativa.

Spesso l'attribuzione di azioni ai dipendenti è soggetta al vincolo di non cedere i titoli azionari per un numero minimo di anni.

**L'applicazione
avvenuta finora
in Italia**

In Italia, secondo la Tower Perrin – società di consulenza specializzata in politiche retributive – l'impiego dei piani di *stock option* è in forte crescita. Negli ultimi mesi ai pionieri Fila, Natuzzi, Bulgari e Gucci si sono aggiunte altre venti società quotate in Borsa, mentre altre note aziende (Fiat, Telecom, Unicredito, e altre) sono in procinto di introdurle. In particolare, se è vero che il 21% delle imprese italiane non ha già avviato un piano, un altro 14% lo sta attuando; inoltre, il 51% delle imprese – e questo è il dato di maggior interesse – ha allo studio l'introduzione delle opzioni nel breve termine.

La rapidità con la quale le società italiane stanno introducendo le *stock option* è quanto meno interessante alla luce della cultura retributiva radicata in Italia: il pacchetto retributivo dei manager italiani resta ancora legato alla "parte fissa" per ben il 75%, mentre il 20% è costituito da bonus annuali e solo il 5% da opzioni. Di tutt'altro genere la retribuzione dei manager statunitensi, che ricevono solo il 47% dello stipendio in misura fissa, cui tuttavia si aggiunge un 20% sotto forma di incentivo annuale e un 33% come incentivo di lungo termine.

In sostanza, sebbene in Italia il modo di retribuire i manager sia sempre stato ben lontano dalla logica degli incentivi e della retribuzione variabile, il sistema delle *stock option* sembra convincere

e la celerità con la quale si stanno diffondendo ne è una chiara dimostrazione.

Benché l'Italia sia solo agli inizi, il contesto delle stock option già denota caratteristiche particolari. Infatti, quando le imprese italiane parlano di stock option si riferiscono sia all'offerta ai dipendenti di opzioni di acquisto, che alla cessione diretta e gratuita di azioni. Inoltre, tendono a condizionare l'esercizio dell'opzione sia a un dato temporale, sia al conseguimento di determinate performance aziendali. La durata media dei piani di stock option in Italia è di circa 40 mesi, un arco temporale relativamente breve che potrebbe indicare la capacità di realizzare elevate performance in periodi brevi.

Infine, in base alle esperienze registrate in Italia per nuovi collocamenti azionari, le dimensioni della tranche riservata ai dipendenti varia tra il 2,7% e il 17% del totale offerto, mentre lo sconto applicato è quantificabile, sulla base dei precedenti storici, in una misura variabile tra il 3,6% e il 18%, con una prevalenza di valori intorno al 10%.

**Perché conviene
utilizzare le stock
option**

Le motivazioni sottese all'uso delle stock option sono legate all'incentivazione dei manager e alla loro remunerazione. Apparentemente, sembrerebbe quindi possibile affermare che le stock option sono un semplice surrogato dei benefit, ma non è così. In realtà offrono precisi vantaggi proprio nei confronti dei metodi tradizionali di incentivazione: il denaro, infatti, risulta poco motivante e altamente sostituibile da parte dei concorrenti, mentre i fringe benefit, dopo tutto, sono abbastanza onerosi in anni difficili per la società.

Inoltre, con le stock option si enfatizza la creazione di valore per gli azionisti, in quanto i manager diventano essi stessi azionisti della società.

**Implicazioni
fiscali**

Al fine di comprendere come sia realmente possibile implementare un piano di stock option in azienda, si rende necessaria la valutazione dell'impatto fiscale. A un'attenta lettura è facile rendersi conto di come la nuova normativa fiscale sia proprio fonte di interessanti agevolazioni, in grado di rendere più celere la diffusione in Italia di questo strumento.

La normativa dispone che le azioni attribuite ai dipendenti, ai sensi degli artt. 2349 e 2441 del Codice civile, non concorrano alla formazione del reddito e, pertanto, non siano più soggette ad alcun prelievo contributivo e tassazione.

Ovviamente, non essendo assoggettato a tassazione il valore delle azioni attribuite ai dipendenti, l'esenzione non riguarda anche l'eventuale plusvalenza realizzata a seguito delle successive cessioni. Il plusvalore, che rappresenta oltretutto il principale vantaggio delle stock option, è quindi tassato secondo il principio di cassa che regola i redditi diversi, tenuta in considerazione la nuova normativa

del capital gain. In proposito, la plusvalenza derivante dalla cessione di titoli azionari è soggetta a imposta sostitutiva del 12,5%.

Il quadro normativo italiano, tuttavia, non è del tutto chiaro in merito alle stock option poiché vi sono alcuni aspetti ancora da definire. Ad esempio, si pensi che il diritto di opzione, in quanto tale, non sembra essere assoggettato ad alcuna tassazione solo nel caso sia personale e non cedibile, mentre sul mercato finanziario, la cessione delle option o di warrant è normalmente possibile.

Modalità applicative

Dal punto di vista pratico, la prima cosa da decidere è *dove reperire le azioni* da attribuire ai manager. Innanzitutto è possibile attribuire azioni di nuova emissione a fronte di un aumento di capitale – per il quale è necessaria la convocazione dell'assemblea straordinaria – riservato ai dirigenti ai sensi degli artt. 2349 e 2441 c.c.; in secondo luogo è possibile effettuare un'operazione *buy back* sul mercato, o ancora è possibile attingere dai pacchetti azionari in portafoglio.

Dal punto di vista tecnico, sono quindi possibili due aumenti di capitale: a titolo gratuito o a pagamento. Nel primo caso si impiegano gli utili distribuibili, mentre nel secondo si ricade nell'ambito del normale aumento di capitale.

Ciò che comunque è importante avere in mente, è il sacrificio cui sono assoggettati i vecchi azionisti, i quali devono essere disposti a rinunciare alla distribuzione degli utili conseguiti, e soprattutto devono accettare la diminuzione relativa della loro partecipazione.

Il secondo passaggio nella definizione del piano di stock option verte sulla *definizione dell'arco temporale coperto dall'operazione*. Questa, che potrebbe avere una durata di 5-7 anni prevedendo più di un'emissione, è costituita da un primo periodo in cui al manager non è consentito esercitare il diritto di opzione e un successivo arco temporale in cui, invece, il manager può esercitare il suo diritto.

Il terzo e ultimo importante step dell'operazione è la *definizione di un accurato metodo di misurazione delle performance*, al fine di valutare il conseguimento o meno degli obiettivi aziendali posti alla base delle stock option. Non essendo questa la sede deputata per l'illustrazione dei metodi di pianificazione e controllo, si ricorda solo la possibilità di impiegare indicatori come l'Eps (*earning per share*), calcolato come l'utile netto di esercizio diviso il numero di azioni ordinarie registrate a fine anno; il Tsr (*totale shareholder return*), calcolato come il rapporto tra l'incremento del valore dell'azione nel periodo, aumentato dei dividendi, e il capitale investito; o infine l'Eva (*economic value added*), calcolato come il valore residuo dopo l'equa remunerazione del capitale investito.