

78

**QUADERNI DELLA
PARTECIPAZIONE**
DIRETTI DA GUIDO BAGLIONI



APPROFONDIMENTO

La Partecipazione

LE OPERAZIONI DI MANAGEMENT BUY OUT

Fabio L. Sattin

1. Una caratteristica trasversale

Il tema della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti, ed in particolare degli istituti e delle pratiche che prevedono il possesso non temporaneo o contingente da parte dei dipendenti di quote e di azioni dell'impresa, presso la quale si trovano a prestare il loro contributo professionale, è argomento complesso ed affascinante.

Una curiosa, ma al contempo interessantissima, caratteristica di tale tema è che potremmo definirlo, per certi versi, "trasversale" dal punto di vista politico sociale, caratteristica che, naturalmente, non fa che comprovarne la grande importanza e rilevanza "oggettiva".

Da un lato, tale tema può essere affrontato con un'impronta sociale e collettivista e quindi come uno strumento, validissimo e ritengo imprescindibile, per diffondere e realizzare nel concreto gli obiettivi di effettiva compartecipazione e coinvolgimento dei lavoratori dipendenti alla vita ed ai risultati delle società presso le quali si trovano occupati. In tal senso, tale partecipazione non si ferma al solo coinvolgimento economico sui risultati aziendali, ma si allarga, necessariamente e giustamente, alla condivisione di politiche, strategie ed, in ultima analisi, a tutte le fasi rilevanti riguardanti i processi decisionali aziendali e la vita economico produttiva dell'impresa.

Il tema può, tuttavia, essere affrontato da una prospettiva che, almeno in fase iniziale, potrebbe sembrare, in termini di matrice politica e culturale, quasi contrapposta, ma che poi vedremo essere, nella sostanza, assolutamente in linea e parallela a quella precedente in termini di orientamenti specifici e modalità attuative concrete.

2. L'evoluzione e la diversità delle operazioni

Mi riferisco in particolare alle operazioni di *management buy-out* (MBO) ed in generale a tutte quelle operazioni finanziarie che vedono il coinvolgimento stabile e strutturato nell'azionariato delle società di *manager* (cioè lavoratori "dipendenti") o di classi più ampie di lavoratori, come nel caso del *workers buy-out* (WBO) o dei *managers*

employee buy-out (MEBO). Le operazioni di MBO, quasi sempre realizzate attraverso la tecnica finanziaria del *leveraged buy out* (LBO), nate e sviluppatesi principalmente nei paesi di cultura anglosassone ed in particolare, almeno inizialmente, negli Stati Uniti d'America, sono figlie di una cultura di impostazione liberista e capitalistica che, almeno apparentemente, poco sembrerebbe avere a che fare con l'orientamento sociale e collettivista al quale abbiamo precedentemente accennato. Tuttavia, come sempre accade per le cose intelligenti e sensate, tale apparentemente diversa "matrice culturale" non ha impedito di avvenire a metodologie applicative ed a orientamenti pratici assolutamente coerenti e per certi versi omogenei, se non addirittura sinergici.

Iniziate nel dopoguerra, le operazioni di *buy out* venivano effettuate da parte di imprenditori, a volte supportati da operatori finanziari specializzati (*merchant bankers* e operatori di *private equity*) e comunque da sistemi bancari che, attraverso la tecnica finanziaria del *leveraged buy out*¹ espandevano velocemente le loro aree di attività.

Capostipite dei *merchant banker* (che oggi definiremmo *private equity investor*), specializzati in questo genere di operazioni fu, negli anni Cinquanta George Ohrstrom che, utilizzando la tecnica di acquisire le società «with their own cash», effettuò delle interessanti operazioni che oggi definiremmo di creazione di poli industriali, o di *cluster venture*, come nel caso della costituzione dei gruppi industriali Carliste e Dover. Altri operatori finanziari seguirono questo nuovo interessante e profittevole filone.

Verso la metà degli anni Sessanta, alcune società finanziarie più aggressive iniziarono a organizzare operazioni di *buy out* ricorrendo a finanziamenti di tipo non garantito da attività reali e, quindi, identificando nelle prospettive future dei *cash flow* generati dalle aziende acquisite l'elemento principale sul quale basare la decisione di investimento e di finanziamento.

¹ Tale tecnica consente di effettuare un'acquisizione ricorrendo, per il pagamento del prezzo, a denari presi a prestito da enti bancari che vengono poi rimborsati agli enti finanziari tramite l'utilizzo dei flussi di cassa generati dalle stesse aziende acquisite. Tali finanziamenti possono a loro volta essere garantiti da attività reali (*secured*) o solamente dai flussi di cassa potenzialmente generabili dalla società acquisita (*unsecured*). Per una più approfondita disamina dell'argomento, cfr. tra gli altri Cervasoni - Sattin, 2000 cap. 5.

Proprio la tecnica del *leveraged buy out* ed, in particolare, la possibilità di ricorrere a finanziamenti garantiti dai futuri redditi derivanti dalla società acquisita consentono, nella pratica, il sostanziale e consistente *coinvolgimento di manager e lavoratori nell'azionariato* delle società. Per *manager* e lavoratori, infatti, l'unico modo per ottenere i denari necessari per acquisire azioni in quantità significativa è quello di garantire i finanziamenti necessari al loro acquisto con la loro capacità e dedizione, non avendo generalmente altro da dare in garanzia se non la loro professionalità e la loro competenza.

Per i finanziatori coinvolti, tale impostazione consentiva di ottenere ritorni sia dagli interessi corrisposti sia dai guadagni in conto capitale (*capital gain*) potenzialmente realizzabili in quanto direttamente coinvolti nell'azionariato delle società acquisite.

In questo periodo «pionieristico», le società oggetto di queste operazioni erano prevalentemente medie imprese private (nel senso di non quotate) con una buona situazione di redditività e i livelli di *leverage* raggiunti non erano mai estremamente elevati. Le relativamente piccole dimensioni di queste operazioni non hanno però impedito, sin da questo primo periodo, di fare realizzare agli *investments banker* e ai *manager* coinvolti notevolissimi guadagni, cosicché in breve tempo numerosi operatori specializzati iniziarono a operare sistematicamente in questo campo. Tra questi, la società di investimento più importante e famosa degli Stati Uniti è la Kolberg Kravis Roberts, chiamata più comunemente «KKR».

Proprio in questo periodo, principalmente per ragioni connesse all'evolversi del processo inflazionistico, si ritornò a usare in modo sostanziale, ma su dimensioni significativamente più grandi, le attività della società *target* quali garanzia dei finanziamenti effettuati (*secured transaction*). Queste società, data la loro maggiore dimensione, erano spesso quotate in mercati borsistici regolamentati.

Il fatto che le società fossero di grandi dimensioni e quotate, unitamente al progressivo aumentare dei livelli di indebitamento utilizzati per effettuare le operazioni, fecero sì che una delle competenze fondamentali degli operatori divenisse quella di ideare e realizzare *strutture finanziarie sempre più articolate e complesse* che consentissero di massimizzare l'effetto della leva finanziaria e conseguentemente minimizzassero la componente di investimento in conto capitale da parte dell'investitore nel capitale di rischio. In tal modo il ma-

nagement delle società, tipicamente investitore nel capitale di rischio nelle operazioni di LBO, riusciva a massimizzare l'ammontare della partecipazione nella società a fronte di un investimento che, per evidenti ragioni, rappresentava spesso una piccolissima parte degli ammontari necessari a realizzare l'operazione di acquisto.

Il primo *leveraged buy out* dell'era «moderna» può essere identificato nell'acquisizione della Houndaille Industries proprio dalla KKR nel 1979. Sempre in questi anni si registrava inoltre un'entrata consistente delle banche commerciali in questo genere di attività. Dal 1980 in poi, l'abbondante liquidità disponibile e la conseguente contrazione degli *spread* ha spinto i soggetti finanziatori, e in particolare le banche commerciali, ad accettare il rischio di operazioni di tipo *unsecured* pur di migliorare i loro ritorni sui finanziamenti. Le stesse banche commerciali, inoltre, attraverso *investment bank* e società di *private equity* di loro emanazione, hanno iniziato a essere spesso presenti anche come finanziatori del capitale di rischio, aggiungendo cioè alle aspettative di ritorno in termini di interessi quelle relative a possibili guadagni in conto capitale. Questa tendenza continua ancora oggi, e specialmente per le operazioni di grandi dimensioni si registrano rilevanti porzioni di finanziamento non garantite da attività e una consistente partecipazione dei finanziatori in posizioni più assimilabili al capitale di rischio che non al tradizionale finanziamento.

La sempre più articolata sofisticazione finanziaria ha portato, prevalentemente nel mercato statunitense, alla strutturazione di operazioni di LBO aventi una logica diversa rispetto a quella per così dire «tradizionale» che vedeva nel *cash flow* generato dall'attività corrente il fulcro sul quale basare il ripagamento dell'indebitamento contratto per l'effettuazione dell'operazione. In particolare negli Stati Uniti, la presenza di numerose aziende di tipo conglomerale è stato uno degli elementi principali per lo sviluppo dei cosiddetti «*break up deal*».

In questo tipo di operazioni, il ripagamento del debito non deriva, come visto fino a ora, dalle capacità dell'azienda di generare *cash flows* il più abbondanti possibile, ma prevalentemente dal ricavo ottenuto dalla vendita di parti della società stessa.

Oggetto di queste cessioni sono generalmente le attività ritenute meno essenziali e comunque quelle aventi caratteristiche di autonomia e bassa interdipendenza con il resto della struttura. Una famosa operazione di questo tipo ha avuto come oggetto la società statuniten-

se Nabisco [cfr. Anders, 1988; Burroughs - Helyar, 1990] acquistata dopo una «epica» battaglia dalla KKR nel 1989 per complessivi 31 miliardi di dollari, l'80% dei quali finanziato attraverso indebitamento. Dall'inizio degli anni Ottanta, la tecnica del *leveraged buy out* è stata sostanzialmente estesa a quasi tutti i settori merceologici fino a essere addirittura utilizzata per acquisire il controllo in società operanti nei settori finanziario e assicurativo.

Dal 1996, si sono inoltre sviluppate le cosiddette operazioni di «*leveraged build up*», che vedono la collaborazione di gruppi di *manager* e operatori finanziari specializzati nella formazione, tramite acquisizioni utilizzanti la tecnica del LBO, di gruppi industriali operanti in settori specifici. Si prenda ad esempio l'esperienza del fondo specializzato lanciato da KKR denominato K-III che tra il 1989 e il 1994 ha acquisito assieme a un gruppo di *manager* ben 63 società operanti nel settore media e comunicazioni, creando un gruppo in grado di competere efficacemente a livello mondiale.

Numerosi altri cambiamenti sono avvenuti in circa 30 anni di storia dei LBOs negli Stati Uniti, anche per quanto riguarda altri aspetti di natura tecnico-operativa connessi alla loro realizzazione³.

Sebbene sia certamente interessante approfondire ulteriormente questi aspetti di carattere «storico», si ritiene sia ora utile soffermarsi su un aspetto particolarmente importante che è quello relativo alla tendenza a effettuare operazioni sempre più aggressive, aventi cioè rapporti di indebitamento sempre più elevati.

3. Le operazioni più aggressive

Questa tendenza, infatti, non è stata certo indolore e non mancano gli esempi di clamorosi insuccessi, anche a causa dell'utilizzo di forme di finanziamento - ci si riferisce in particolare ai *junk bond*, letteralmente, «obbligazioni spazzatura» - che a suo tempo hanno mietuto parecchie vittime tra i loro sottoscrittori.

Questo genere di considerazioni ha evidentemente suscitato negli Stati Uniti alcune critiche relativamente alle operazioni di LBO e un acceso dibattito, connesso principalmente alle conseguenze del lunedì di Wall Street, sul ruolo e il funzionamento dei mercati finanziari in cui

³ Per una disamina di alcuni strumenti tipicamente utilizzati dalle *investment banks* cfr. tra gli altri: Geisst, 1996; Hayes II - Hubbard, 1990; Liaw, 1999.

non è nostra intenzione entrare. Tuttavia si può affermare, (e questo dovrebbe servire da insegnamento per quei paesi che si affacciano oggi a questo tipo di operazioni) che, queste operazioni finanziarie, come molte altre, sono significativamente e inevitabilmente correlate all'andamento globale dell'economia del Paese (che per noi vuole dire Europa, non solamente Italia) in cui si sviluppano e in particolare alle alternative di investimento presenti.

L'esperienza statunitense ha inoltre chiaramente reso evidente che esistono dei limiti oltre i quali i rischi di un eventuale insuccesso aumentano enormemente. Tuttavia, identificare questi limiti è un'operazione estremamente difficile, se non impossibile da affrontare in termini generali.

Ferma restando quindi la giusta e necessaria tutela con la quale debbono essere coperti i soggetti suscettibili di venire eventualmente e ingiustamente danneggiati dalle operazioni in questione, il livello di rischio accettabile da un imprenditore rimane sempre necessariamente un giudizio di tipo soggettivo e quindi non valutabile sulla base di parametri oggettivi.

Quello che è invece importante sottolineare è che tale fenomeno non è certamente rimasto confinato agli USA: con modalità applicative a volte differenti, ma con obiettivi ed impostazione pratica sostanzialmente identici, si è ampiamente sviluppato anche nel nostro continente e, seppure recentemente, nel nostro Paese.

4. Lo sviluppo oltre gli Stati Uniti

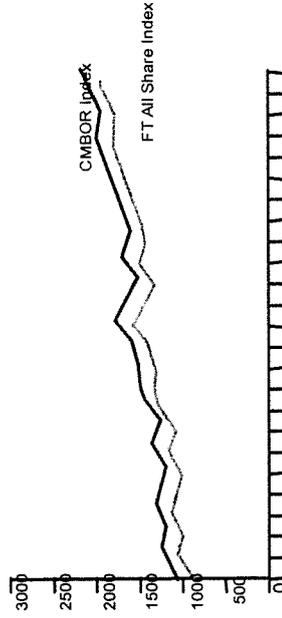
Le operazioni di *buy out* rappresentano infatti una delle modalità principali per consentire lo sviluppo democratico dell'attività imprenditoriale e per diffondere l'azionariato a classi sempre più ampie di dipendenti anche in Europa, dove, nel solo 1999, sono state effettuate oltre 1.700 operazioni per un ammontare investito complessivo di 13 miliardi di Euro, che ne fa la più importante categoria di investimento nell'ambito dell'attività di *private equity* anche nel vecchio continente.

Non a caso in Inghilterra, dove i principi di democrazia, equità sociale, pari opportunità, rispetto e valorizzazione della professionalità individuale hanno radici profonde e consolidate, vengono creati con queste operazioni oltre 1.000 nuovi imprenditori all'anno, e migliaia di lavoratori vengono direttamente coinvolti nell'azionariato e divengono

anch'essi, per certi versi, "imprenditori" nell'ambito delle loro società. L'utilizzo della leva finanziaria è stato naturalmente determinante e decisivo per la realizzazione di tali operazioni¹. È bene inoltre sottolineare sin da subito il fatto che ciò non sta necessariamente a significare che le imprese oggetto di tali operazioni abbiano più problemi di altre in quanto maggiormente indebitate.

Anzi, a livello statistico, è risultato che le aziende oggetto di operazione di MBO hanno avuto una *performance* media superiore a quella delle altre aziende loro dirette concorrenti. Il *Centre for Management Buy Out Research* dell'Università di Nottingham ha ideato un indice specifico, il CMBOR Index, con anno base 1990, che analizza la *performance* delle società quotate al London Stock Exchange le quali siano state, prima della quotazione, oggetto di operazioni di MBO o di MBI. Nel periodo che va fino al 1996 queste imprese hanno avuto una *performance* media sempre superiore a quella dell'indice base di paragono della Borsa di Londra, *FT All Share Index*.

Figura 1 - Performance of CMOBR Index Vs. FT All Share Index 1991 - 1997



Un simile indice è stato anche elaborato dalla HSBC James Capel e denominato JCMBO Index. Avviato nel 1986, questo indice include tutte

¹ A dimostrazione di come la tecnica del leverage sia strettamente funzionale ed indispensabile per la realizzazione di operazioni di acquisto di azioni anche da parte di ampie categorie di lavoratori si veda, tra le altre, la pubblicazione "Leveraged ESOP's and Employee Buyouts" [NCEO, National Center for Employee Ownership, 1999]. Il NCEO è l'organizzazione nazionale statunitense "non profit" che centralizza e coordina l'attività di ricerca e di raccolta di informazioni riguardanti i piani ESOP ed in generale tutte le tematiche riguardanti le forme di partecipazione finanziaria ed azionaria dei dipendenti.

le operazioni di MBO la cui capitalizzazione di mercato superi i 40 milioni di sterline e che siano ricorse alla quotazione in un mercato regolamentato, in particolare il London Stock Exchange, allo scopo di reperire le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione dell'operazione. Anche questo indice, tra il 1986 e il 1995, evidenzia chiaramente come queste aziende, sempre se paragonate al *FT All Share Index*, abbiano mediamente registrato una *performance* significativamente superiore.

Va anche decisamente smentita la considerazione in base alla quale spesso si ritiene che un'operazione di *management buy out* sia potenzialmente più esposta al rischio di insuccesso rispetto ad altre tipologie di investimento. Le operazioni di *buy out* e di *buy in* sono quelle che statisticamente presentano i minori insuccessi a fronte, peraltro, di ritorni in media estremamente più elevati rispetto alle altre modalità di intervento tipiche del *private equity*.

Queste rilevazioni statistiche di fatto non fanno che confermare un concetto che a molti operatori del settore è noto, anche se a livello intuitivo.

In sostanza, le aziende condotte da persone capaci, motivate e soprattutto direttamente coinvolte nell'azionariato e quindi esposte, nel bene e nel male, alle conseguenze economico finanziarie dell'andamento aziendale, possiedono una maggiore probabilità di avere successo e questo coinvolgimento diretto e la partecipazione dei dipendenti ha generalmente più che bilanciato gli effetti, peraltro temporanei, del maggiore indebitamento contratto per effettuare l'operazione di *management buy out*.

Non si dimentichi, infine, che i *leveraged buy out* hanno rappresentato e rappresentano ancora un importantissimo strumento per l'attività di sviluppo e crescita aziendale, consentendo ad aziende con buone idee, *management* professionale ed esperto e con voglia di crescere e aumentare il proprio ruolo competitivo, di accelerare il loro processo di sviluppo attraverso acquisizioni [Golden - Little, 1984].

Abbiamo quindi visto come in tutti i mercati economici e finanziari più evoluti una delle modalità principali per consentire la diffusione dell'attività imprenditoriale e l'allargamento dell'azionariato ai dipendenti in modo sostanziale ed effettivo, siano le operazioni di *management buy out* e come l'utilizzo della leva finanziaria sia spesso determinante e indispensabile per la loro concreta realizzazione.

5. Perché in Italia

Credo valga la pena di sottolineare che, anche e soprattutto in Italia, dove la creazione di imprenditorialità diffusa e in particolare la partecipazione della popolazione all'azionariato delle società è addirittura un diritto costituzionalmente garantito, si ritiene che le operazioni di *management buy out* (e conseguentemente quelle di *leveraged buy out*, funzionali alla loro pratica realizzazione) debbano essere considerate con positività per fare in modo che il grande problema del trapasso generazionale, che molte delle nostre aziende stanno vivendo in questi anni, possa essere affrontato con successo e soprattutto sulla base di criteri di professionalità e competenza, gli unici, a nostro avviso, in grado di salvaguardare in modo sostanziale e duraturo il benessere dell'economia, delle aziende e di quanti da queste traggono ragione di sostentamento e di sviluppo, i lavoratori *in primis*.

Non è infatti pensabile che, in un mercato finanziario unico e integrato, si possano seguire impostazioni legislative non allineate rispetto a quelle degli altri paesi o, peggio, si mettano gli operatori, nazionali o internazionali, in una situazione di perpetua incertezza per quanto attiene la strutturazione e realizzazione di queste operazioni.

Riterrei quindi assolutamente necessario, per il sano e corretto sviluppo di queste metodologie di investimento anche nel nostro paese, così come in tutti i paesi ove tali operazioni sono ormai consolidate, che vengano fornite, soprattutto a livello legislativo, le necessarie e indispensabili certezze di diritto riguardanti le operazioni considerate e le modalità attraverso le quali possono essere condotte.

Il problema comunque non è la realizzabilità o meno nel nostro paese di queste operazioni: in un mercato comune integrato, infatti, il problema non si pone⁶.

Si pone semmai un problema di carattere sostanziale e di impostazione generale della nostra politica economica e finanziaria, anche in

⁶ È curioso notare che ancora si discute sulla presunta «liceità» di queste operazioni, quando, già nel 1988 veniva pubblicato il libro *Leveraged Buyouts: un istituto da diffondere anche in Italia?* [Grassini - Bona, 1988], con interventi autorevoli i quali, dando per consolidato questo strumento nelle realtà internazionali, ne analizzavano prospettive di sviluppo e potenzialità per il mercato italiano. Sempre sulla crescente diffusione delle operazioni di *leveraged buy out* in Europa, si veda Reed [1999].

relazione a quella adottata dagli altri stati membri della comunità alla quale apparteniamo. Non fare chiarezza sugli aspetti connessi alla realizzazione di operazioni che non solo sono da tempo consolidate nell'ambito di tutti i paesi finanziariamente evoluti, ma che, se bene utilizzate, possono rappresentare e di fatto hanno rappresentato uno dei principali strumenti attraverso il quale consentire la creazione di un'imprenditorialità diffusa e che veda nelle competenze professionali e imprenditoriali, nella creatività e nella voglia di rischiare il fulcro dello sviluppo aziendale, significa sostanzialmente porre un ostacolo irrazionale e antistorico allo sviluppo della nostra economia⁷.

Non valutare positivamente, o addirittura ostacolare lo sviluppo di queste operazioni, significa di fatto sostenere e avvalorare la tesi di quanti affermano che la conservazione e la protezione delle posizioni acquisite (cosa peraltro rispettabilissima se effettuata non a scapito del mercato, della professionalità, della trasparenza e dello sviluppo economico e sociale nazionale) sia il principale, se non l'unico, modello di riferimento possibile e sostenibile dalla nostra economia e dal nostro paese.

⁷ L'Italia ha storicamente una grande tradizione in tal senso. La città di Venezia si formò per la fusione dei proprietari terreni che fuggivano dalla terra ferma con i barcaioli delle lagune. Sebastiano Ziani, eletto doge nel 1172, aveva realizzato una fortuna basandosi sul commercio e per molti secoli dopo la sua epoca la politica della città-nazione di Venezia fu sempre improntata a seguire gli interessi e le esigenze degli uomini che cercavano, con spirito imprenditoriale e di avventura, nuove ricchezze ed espansione nel commercio marittimo. I banchieri veneziani spesso partecipavano direttamente alle iniziative commerciali dei loro affidati, condividendone guadagni e perdite. Fu proprio questa politica e l'importanza, anche a livello socio-culturale, data all'iniziativa commerciale e imprenditoriale, a elevare Venezia al di sopra delle comunità circostanti quanto a ricchezza e potere [cfr. Lane, 1944, edizione italiana 1982 e 1996]. In generale, esistono numerosi studi e ricerche che dimostrano il positivo impatto economico e sociale di questo tipo di operazioni. In Europa tali studi sono condotti da alcuni organismi come il CMBOR (Centre for Management buy out Research) dell'Università di Nottingham, dall'INSEAD di Fontainebleau, o, nel nostro Paese, dall'Università LIUC di Castellanza (Varese) che ha in corso uno studio approfondito sugli effetti economici di tali operazioni in Italia. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, si vedano tra gli altri Backer e Smith [1998]. Per quanto riguarda il contesto italiano, cfr. Ferrario [1991].

Riferimenti bibliografici

- ANDERS G., 1988, *Merchants of debt*, London, Mackays of Chatham Plc.
BACKER G.P. - SMITH G.D., 1998, *The New Financial Capitalist: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge, Cambridge University Press.
BURROUGH B. - HELYAR J., 1990, *Barbarians at the Gate*, New York, Harper & Row Publishers Inc.
FERRARIO M.C., 1991, *Management Buy Out: strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa*, Torino, ISEDI.
GEISST C.R., 1996, *Investment Banking in the Financial Systems*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
GERVASONI A. - SATTIN F., 2000, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, Guerini.
GOLDEN W.J. - LITTLE A.D., 1984, *Leveraged Buyouts as a Corporate Development Tool*, in "The Journal of Business Strategy".
GRASSINI F. - BONA M. (a cura di), 1988, *Leveraged Buyouts: un istituto da diffondere anche in Italia?*, Bologna, il Mulino.
HAYES II S. - HUBBARD P., 1990, *Investment Banking*, Boston, Harvard Business School Press.
LANE F.C., 1982 e 1996 (1973, traduzione italiana di Einaudi, Torino), *Merchant of Venice*, Baltimore Maryland, John Hopkins Press.
LIAW T., 1999, *The business of Investment Banking*, New York, J. Wiley and Sons.
NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, 1999, *Leveraged ESOP's and Employee Buyouts*, Oakland CA, National Center for Employee Ownership.
REED S., 1999, *Buyout Fever*, in "Business Week" del 14 agosto.