

A.I.F.I.

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE DI RISCHIO

FACCIAMO IL PUNTO SULLO SVILUPPO DEL CAPITALE DI RISCHIO

*Collana
Capitale di rischio
e impresa
Quaderno n. 6*



**GUERINI
& ASSOCIATI**

Indice

- 9** **Interventi introduttivi**
- 9** **Apertura dei lavori** *di Marco Vitale*
- 11** **Saluti di apertura** *di Riccardo Protti*
- 15** **Introduzione** *di Marco Vitale*

- 17** **Presentazione dei dati A.I.F.I. 1997**
 di Anna Gervasoni

- 37** **L'attrattività del mercato italiano delle imprese
 per l'investitore istituzionale**
 di Marco Vitale

- 49** **Il caso CSP International Industria Calze**
 presentato da Gianfranco Bossi
- 57** **Il caso Telecom Italia Mobile**
 presentato da Giuseppe Sammartino

- 65** **Lo sviluppo delle istituzioni finanziarie sul piano
 operativo e strategico: Banca - Fondi - Borsa**
 di Mario Sarcinelli

- 85** **Il caso Cariplo-Ambroveneto**
 presentato da Alberto Mauri

- 99** **Come si muove il quadro legislativo sotto il profilo
 societario, fiscale, istituzionale:
 esiste una coerente strategia del legislatore?**
 di Luigi Cappugi

- 109** **Il punto sulle privatizzazioni**
 Interventi di:
109 *Napoleone Colajanni*
117 *Fabio L. Sattin*

- 131** **Il trend mondiale del mercato del capitale di rischio**
 di Neil Cross

- 137** **Panel sulle nuove tendenze in Europa**
137 Introduzione di *Jennifer Jury*
Interventi di:
149 *Paolo Colonna*
153 *Francesco Panfilo*
159 *Constant Vermeulen*
- 163** **Intervento di chiusura**
di Marco Vitale

Il quaderno raccoglie gli interventi dei relatori al convegno organizzato da A.I.F.I. su «Facciamo il punto sullo sviluppo del capitale di rischio», tenutosi a Milano il 3 aprile 1998.

Intervento di Fabio L. Sattin

Prima di iniziare il mio intervento, desideravo fare alcuni commenti riguardanti quanto appena detto dall'Onorevole Napoleone Colajanni.

Nella cena di ieri sera organizzata dal Professor Marco Vitale in occasione del convegno, Marco mi ha fatto conoscere l'Onorevole Napoleone Colajanni, dicendomi che, dovendo fare un intervento assieme a lui sul tema delle privatizzazioni, sarebbe stato utile che, quantomeno, ci illustrassimo reciprocamente i contenuti delle rispettive relazioni. Già ieri sera, quindi, l'Onorevole Colajanni mi anticipava in modo chiaro e netto la sua posizione sulle public company, da lui definite, come ha ribadito oggi stesso, «la foglia di fico dietro la quale si nascondono gli interessi dei manager».

Ovviamente, tale posizione, in così apparente netto contrasto con quanto comunemente si sostiene nei contesti economici più evoluti e sviluppati, mi era apparsa totalmente inconciliabile con quanto io avrei detto, il che, ovviamente, per certi versi mi dispiaceva, considerata la grande stima che nutro per una persona di così elevato livello culturale, come il Senatore Colajanni. Il Senatore, tuttavia, non lasciava dubbi su quale fosse la Sua opinione in merito, che ribadiva con chiarezza e determinazione, e con un perfetto inglese, anche agli ospiti internazionali presenti alla cena.

Il dibattito di oggi si prefigurava quindi quantomeno problematico. Tuttavia, una posizione così netta e chiara, presa da una persona così colta e preparata, mi obbligava comunque a riflettere con attenzione sull'argomento.

Ebbene, devo ammettere che, riflettendo sull'argomento, e discutendone in modo più approfondito anche questa mattina con il Senatore, mi sono reso conto che, seppure da punti di vista molto diversi, alcune considerazioni potevano essere, se non pienamente condivise, certamente discusse e valutate in modo più approfondito. È vero infatti che il problema delle public company è dibattuto anche negli Stati Uniti, anche se, ovviamente, sulla base di diversi presupposti. È anche vero che, in alcuni casi, il management effettivamente gode di un potere eccessivo, o di un troppo blando controllo, che potrebbe in qualche modo andare contro gli interessi degli azionisti. Tutto comprensibile. Ma mi domandavo: allora; quale potrebbe

essere una soluzione? Qual è la proposta di Colajanni? Il nocciolo duro? Mi sembrerebbe curioso, viste le sue convinzioni politiche. Forse il controllo pubblico? Ma sarebbe francamente troppo antistorico. La risposta me l'ha data Colajanni stesso: gli investitori istituzionali.

È nel loro ruolo di «intermediazione» tra azionisti (risparmiatori) e management che potrebbe essere identificata una soluzione al problema. In effetti, il discorso aveva e ha un senso. Infatti, a condizione che detti investitori istituzionali, quali i fondi chiusi o i fondi pensione, siano effettivamente autonomi, e indipendenti, e questo è forse «il» punto critico della questione, la soluzione proposta aveva certamente senso. Devo dire quindi che, sebbene partendo inizialmente da posizioni apparentemente contrastanti, siamo giunti, se non a delle conclusioni, a degli orientamenti che, almeno per quanto mi riguarda, mi sento di potere in qualche modo condividere. Ribadisco infatti che, nei prossimi anni, il ruolo degli investitori istituzionali dovrà essere e sarà sempre più importante nella nostra economia, e così è bene che sia per il nostro futuro sviluppo. A patto che, ripeto, detti investitori istituzionali siano effettivamente tali e godano della necessaria autonomia decisionale e delle indispensabili professionalità in modo da potere agire, con competenza e senso di responsabilità, nel solo ed esclusivo interesse dei loro sottoscrittori e delle persone che loro affidano, come nel caso dei fondi pensione, l'avvenire economico loro e delle loro famiglie. Se questa autonomia e indipendenza non saranno garantite, e ingerenze di altro genere si faranno prepotentemente avanti, difficilmente questi strumenti potranno decollare e divenire, come dovrebbero, uno dei pilastri fondamentali dello sviluppo economico del nostro Paese che, da questo punto di vista, è ancora molto arretrato.

Passo ora al mio intervento vero e proprio.

Parliamo ovviamente di privatizzazioni. Più che ripetere e ripercorrere la «ratio» ispiratrice di detto processo (credo che, nel bene e nel male, se ne sia discusso anche troppo), vorrei fare alcune annotazioni di carattere più «tecnico» riguardante le modalità attraverso le quali sarebbe auspicabile che si procedesse a privatizzare. Ripercorriamole comunque velocemente.

Una prima considerazione riguarda il fatto che esistono ovviamente metodologie e tecniche di privatizzazione diverse in funzione delle diverse caratteristiche che hanno le società da privatizzare e delle diverse situazioni che si devono di volta in volta affrontare (fig. 1).

I fattori da prendere in considerazione sono i seguenti:

- situazione delle imprese da privatizzare;
- capacità dei mercati di assorbire l'offerta di aziende privatizzabili;
- strategie perseguibili/possibili dalle aziende una volta privatizzate.

Esistono quindi situazioni diverse:

- aziende privatizzabili subito;
- aziende privatizzabili dopo la ristrutturazione;
- aziende da ristrutturare completamente e poi (medio/lungo) da privatizzare;
- aziende non privatizzabili.

Per quanto riguarda le modalità di privatizzazione, abbiamo detto che queste devono essere diverse in funzione delle diverse situazioni aziendali. Approfondiamo questo aspetto.

Come si vede dalla figura 2, per le aziende che sono già autonome (in genere in forma di SpA) e con risultati positivi, l'OPV totale o parziale, piuttosto che i buy-out, nelle varie loro configurazioni e strutture, possono essere delle ottime soluzioni. Per aziende meno buone, o in condizioni più difficili, la vendita a terzi, piuttosto che joint venture o management buy-out, potrebbero invece essere maggiormente indicate. Per i servizi pubblici, infine, possono forse essere opportuni accordi di altro genere, calibrati opportunamente in relazione alla specificità affrontata.

Sempre per quanto riguarda la relazione tra modalità di privatizzazione e obiettivi, se dividiamo gli obiettivi in strategici, economici, finanziari e di sviluppo del mercato borsistico, potremmo seguire le indicazioni della figura 3.

In generale, è bene sottolineare subito un concetto molto importante per le privatizzazioni: *il prezzo di vendita non è, né deve essere l'unico parametro in base al quale decidere una privatizzazione.*

Trattandosi di bene comune, lo sviluppo futuro dell'azienda, l'aumento della capacità competitiva del sistema Paese e soprattutto la creazione di azionariato diffuso sono elementi da tenere in altrettanta primaria considerazione.

In questo senso, particolarmente interessanti sono, a mio avviso, le operazioni di privatizzazione che potranno essere condotte con la tecnica delle management buy-out o, quando possibile, addirittura del workers buy-out. Vediamo come funzionano.

Tali modalità di funzionamento sono illustrate dalle figure 4, 5, 6, 7, 8.

Le operazioni di buy-out, come quanto illustrato nella figura 9, nelle loro varie tipologie e configurazioni, rappresentano la categoria di investimento più diffusa in Europa; nel 1997, in Europa, su un totale di 5.181 operazioni di private equity e venture capital, che hanno visto un investimento globale di 6.752 milioni di ECU, circa il 44%, per ammontare, è stato rappresentato da operazioni di buy-out che, sempre a livello europeo, sono state oltre 1.000.

In molti casi, specialmente in Inghilterra, queste operazioni sono state effettuate nell'ambito di operazioni di privatizzazione, come si può vedere dalla figura 10.

Per quanto riguarda la loro performance borsistica, inoltre, questa, storicamente in Inghilterra, è sempre stata ottima e mediamente migliore di quella della media delle società quotate.

Mi auguro quindi che questo strumento venga sempre più compreso e utilizzato, anche in Italia, nell'ambito delle privatizzazioni in quanto lo ritengo estremamente valido, efficace, coerente e consono a quelli che a mio avviso dovrebbero essere gli obiettivi delle privatizzazioni che, ribadisco, non possono e non devono essere solo di carattere economico, ma devono necessariamente tenere conto, trattandosi di «cosa pubblica», delle considerazioni di merito e di contesto precedentemente effettuate.

Grazie mille per l'attenzione.

FIG. 1

Obiettivi delle privatizzazioni

- Miglioramento dei risultati dell'impresa:
 - Maggior produttività
 - Maggior rispondenza ai bisogni dei clienti
 - Liberazione da vincoli finanziari pubblici
- Miglioramento del debito pubblico:
 - Introito/liquidità
 - Maggiore competitività
 - Assenza ripianamento perdite
- Riduzione delle dimensioni del settore pubblico
- Rafforzamento della competitività del sistema
- Sviluppo del mercato dei capitali

FIG. 2

Modalità di privatizzazione diverse in funzione delle diverse situazioni aziendali

- Per le aziende già autonome (S.p.A.) e con risultati positivi:
 - OPV totale
 - OPV parziale
 - MBO/MLBOWBO
- Per le aziende con risultati non positivi:
 - Trade-sale
 - MBO
 - Joint-venture
 - Servizi pubblici
 - Accordi
 - Cessione/concessione
 - Varie

FIG. 3

Relazione tra modalità di privatizzazione ed obiettivi

Tecniche:	Obiettivi: ¹			
	Strategici	Economici	Finanziari	Sviluppo Borsa
OPV	basso	medio	medio	elevato
Asta	medio	elevato	elevato	basso
Tratt. privata	elevato	elevato	elevato	basso
MBO	elevato	medio	medio	basso

¹ Fonte: "Soggetto economico e performance aziendale nel processo di privatizzazione" - Alessandra Tami

FIG. 4

I soggetti coinvolti

- **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).

FIG. 5

I soggetti coinvolti

- GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI: SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL E FONDI CHIUSI

La differenza tra le azioni in mano al management e la totalità di queste viene generalmente sottoscritta da una o più società di venture capital o fondi chiusi 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.

FIG. 6

I soggetti coinvolti

- **GLI ENTI FINANZIATORI**

Al fine di consentire al management di ottenere a fronte del loro investimento il più alto numero di azioni possibile, è prassi, per quanto possibile, che una parte significativa del prezzo di cessione venga finanziata tramite il ricorso al capitale di debito.

FIG. 7

I piani di Stock Option

Sulla base di precisi accordi tra il management e le società di Venture Capital (o dell'ente cedente), vengono quindi stabiliti dei meccanismi (Stock Options Plans) in virtù dei quali, a fronte del raggiungimento degli obiettivi fissati dal management in fase di strutturazione dell'operazione, ad esso sarà concesso di aumentare ulteriormente la propria partecipazione.

FIG. 8

La quotazione

Inoltre, se la società produrrà utili, questi potranno essere utilizzati (assieme a fonti di finanziamento aggiuntive o attraverso operazioni di leveraged buy-out), per acquistare dalle società di venture capital ulteriori azioni (al limite a condizioni predefinite) se non, nel caso ottimale, per giungere alla quotazione in Borsa.

FIG. 9

Tipologia di investimenti per ammontare investito - 1997

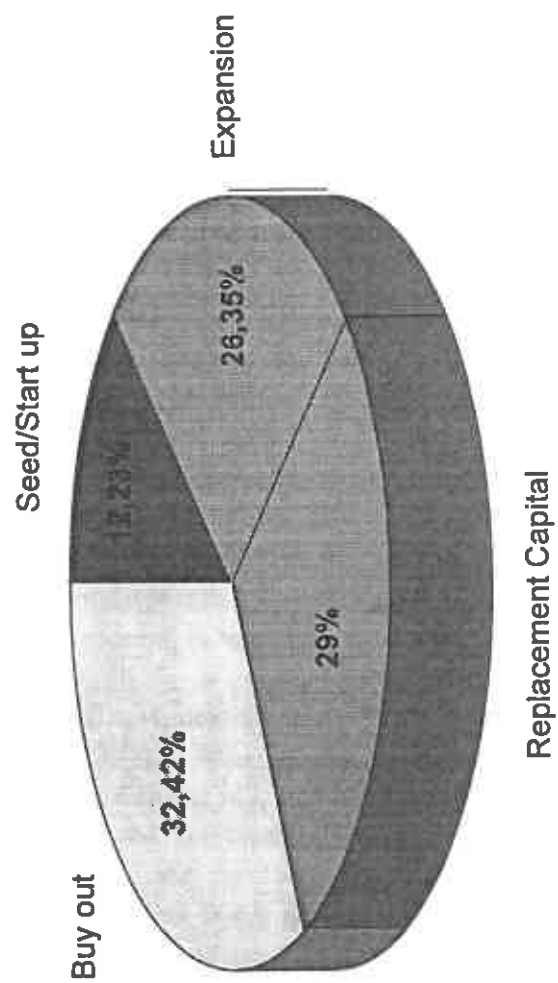


FIG. 10

Public Sector MBOs 1980's

Source	No.
British Aerospace	1
BL/Austin Rover	13
British Rail	6
British Shipbuilders	11
British Steel	10
BTG/NEB	12
National Bus Company	39
NFC	1
Scottish Bus Company	1
Local Authorities	19
Other MBOs	9
TOTAL	122

Source: KPMG

Dal sommario:

Apertura dei lavori

Marco Vitale

(Presidente A.I.F.I.)

Saluti di apertura

Riccardo Protti

(Presidente A.C.F.)

Presentazione dei dati A.I.F.I. 1997

Anna Gervasoni

(Direttore Generale A.I.F.I.)

Marco Vitale

L'attrattività del mercato italiano delle imprese per l'investitore istituzionale

Il caso CSP

International Industria Calze

presentato da **Gianfranco Bossi**

(Direttore Generale CSP)

Il caso Telecom Italia Mobile

presentato da

Giuseppe Sammartino

(Segretario Generale T.I.M.)

Mario Sarcinelli

(Presidente Banca Nazionale del Lavoro)

Lo sviluppo delle istituzioni finanziarie

sul piano operativo e strategico:

Banca - Fondi - Borsa

Il caso Cariplo/Ambroveneto

presentato da **Alberto Mauri**

(Vicedirettore Generale Cariplo)

Luigi Cappugi

(Presidente Società Italiana Monitoraggio)

Come si muove il quadro legislativo

sotto il profilo societario, fiscale

istituzionale: esiste una coerente

strategia del legislatore?

Napoleone Colajanni

(Economista)

Fabio Sattin

(Presidente Private Equity Partners)

Il punto sulle privatizzazioni

Neil Cross

(Past Chairman EVC.A.)

Il trend mondiale

del mercato del capitale di rischio

Panel sulle nuove tendenze in Europa

Introduzione di

Jennifer Jury

(Editor Venture Economics)

Interventi di

Paolo Colonna

(Presidente Schroder Associati)

Francesco Panfilò

(Amministratore Delegato Sofipa)

Constant M. Vermeulen

(Chairman and C.E.O. Alpinvest Holding)

Intervento di chiusura

Marco Vitale

L'A.I.F.I. (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel capitale di rischio) è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, l'attività delle società di investimento nel capitale per lo sviluppo in Italia.

L'associazione è un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che attraverso l'utilizzo di disponibilità proprie o di terzi - inclusi i fondi chiusi - stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate in borsa, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

L. 23.000 (i.i.)

ISBN 887802938-6



9788878029385