

LA RIVISTA DELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI

Acquisizioni

Gennaio 1992



CRAGNOTTI & PARTNERS
CAPITAL INVESTMENT

LONDRA MILANO PARIGI LUGANO SAN PAULO

Specialisti in:

Mergers & Acquisition
Joint-Ventures *Finanza Aziendale*
Capital Markets *Dealing*
Gestione portafoglio

LAWSON MARDON GROUP (CDN)	Partecipazioni	JA/MONT (Europa)
BRILL BOMBRILL ORNIEX (Brasil)	Industriali	CICA (Brasil)
FEDITAL (Italy)		

FOCUS ITALIA

Alleanze strategiche

PROFILO: Cragnotti & Partners Capital Investment

Analisi di settore alimentare

Buyout in Italia

Forte crescita potenziale

di Anna Sala - AIFI, Fabio Sattin - membro italiano EVCA e Mike Wright - CMBOR

Il mercato italiano dei buy-out, che fino al 1988 non aveva mostrato segnali rilevanti di sviluppo, ha cominciato da allora a presentare una crescita significativa, seppure inferiore al suo effettivo potenziale. La potenzialità di questo mercato è suffragata dall'aumento del numero di istituzioni internazionali presenti nel nostro mercato, peraltro non controbilanciato da una crescita del numero delle transazioni. Nel 1990 e nei primi sei mesi del 1991 in particolare si sono verificati alcuni cambiamenti nello scenario italiano che hanno inciso sul mercato delle operazioni di M&A di cui fa parte il segmento buyout. Secondo alcuni dati recentemente apparsi, il mercato italiano del M&A ha subito un forte rallentamento dell'attività operativa, mostrando una diminuzione del tasso di crescita dal +23% nel 1989 a un +17% nel 1990 ed evidenziando una diminuzione pari al 25% nel primo semestre 1991. Questo andamento è in gran parte determinato dalle conseguenze della Guerra del Golfo, dalla recessione dei mercati a livello internazionale e dalla tendenza allo "stare a vedere" da parte degli imprenditori. In questo contesto l'attività di buyout non ha ricevuto l'impulso previsto dagli osservatori, sia italiani sia esteri. Ciò nonostante, secondo le stime del CMBOR (Centre for Management Buyout Research), nel 1990 il mercato del buyout in Italia ha incrementato la sua posizione relativa diventando, per numero di operazioni, la quinta nazione dell'Europa continentale, con 27 transazioni e con un incremento di 4 transazioni rispetto al 1989. A valore l'Italia si è collocata al terzo posto, dopo la Francia e la Svezia e a scapito della Germania, dove il mercato ha subito una forte contrazione, nonostante una lieve flessione rispetto al 1989; registrando un ammontare di circa 710 miliardi di lire. Lo sviluppo del mercato interessa sia le operazioni di buyout che di buy-in. In particolare si possono evidenziare tre tipologie di situazioni in cui i buyout possono venire utilizzati con grande successo: problemi di successione imprenditoriale, privatizzazioni di aziende e dismissioni da parte di società multinazionali. Nella realtà economica italiana è rilevante l'alto numero di imprese medio-piccole a carattere familiare e con problemi di successione. Un classico esempio è

il buyout della Nazzareno Gabrielli, numero due dopo Gucci nel settore delle lavorazioni in pellami di lusso, dove gli eredi sono rappresentati da tre figlie, non interessate alla gestione operativa. Importante appare anche il settore delle partecipazioni statali dove sono attese consistenti privatizzazioni, già iniziate con la VM Motori, produttrice di motori diesel, la Cedit, che produce piastrelle e la Italtractor. Le operazioni di disinvestimento sono state prevalentemente effettuate da gruppi stranieri e in tre casi sono risultati tra le più importanti operazioni di buyout: il Gruppo Rimoldi ceduto nel 1988 dal gruppo americano Rockwell, il buyout della Fata già appartenente alla FKI Babcock e Grove Italia, ceduta dalla Canadian Nova nel 1990. Esempi recenti di buy-in riguardano Unimorando, Gruppo Secco Finanziaria, Conchiglia, Sasfi e Pomini-Farrel. Le operazioni iniziate nel 1990 e completate nel primo semestre del 1991 hanno interessato: Lugli, carrelli elevatori, Mabro, abbigliamento, per un valore di 33.2 miliardi, Cartorama, articoli per cartolerie, con un



Anna Sala

buyout di 60 miliardi e Synapse Italia, informatica, per 300 milioni ceduta dalla Synapse Computer Systems. Lugli, Mabro e Cartorama appartenevano a gruppi privati. L'operazione Cartorama è stata condotta dalla Baring Capital Investors, Mabro dal fondo Italian Venture della Schroder e Lugli da Old Court. Nel secondo semestre 1991 è stata perfezionata l'operazione su Omim Industriale, condotta dai fondi Chase Gemina e Schroder Associati.

STRUTTURA OPERATIVA

In Italia non sono ancora stati introdotti alcuni strumenti finanziari presenti già da tempo sui mercati anglosassoni, quali ad

esempio le azioni "redeemable", rimborsabili su opzione del detentore. Spesso è necessario ricorrere a finanziamenti ponte, in quanto il Codice Civile italiano vieta alle società obiettivo di dare la necessaria assistenza finanziaria, nel processo di acquisizione delle proprie azioni. Il finanziamento ponte, alla conclusione delle trattative di acquisto, viene garantito dalle azioni della società obiettivo o dalla NewCo e quindi, al momento della fusione per incorporazione nella NewCo, rimpiazzato da un finanziamento a medio-lungo termine garantito dal patrimonio della nuova entità sociale. L'operazione di buyout non è regolamentata secondo norme civilistiche, mentre la disciplina tributaria si sta arricchendo di nuove leggi afferenti anche tali accordi. Nella Finanziaria 1991 (L.29-12-1990 n°405) è stato introdotto un articolo riguardante operazioni di finanza straordinaria, tra cui le fusioni, compiute al solo scopo elusivo di ottenere vantaggi fiscali. La norma in oggetto vuole colpire, tra le altre, quelle operazioni di buyout effettuate secondo meri fini speculativi. Per quanto invece pertiene la tassazione della cessione del pacchetto azionario, fino al gennaio 1990 le imposte sulle plusvalenze realizzate dal privato nei trasferimenti azionari erano dovute solo se il periodo intercorso tra l'ultimo acquisto e la vendita era inferiore a cinque anni e superiore a una quota del 2% del capitale di una SpA quotata, 5% di una SpA non quotata o 15% per le altre società. Nel marzo 1991, dopo un lungo e faticoso iter legislativo, è stato convertito in legge il DL 28-1-1991 n°27 che prevede il pagamento di un'imposta sul plusvalore realizzato dal privato, indipendentemente dagli anni trascorsi dal momento dell'acquisto. La norma prevede il pagamento di un'aliquota del 25%, oppure la possibilità di optare per un regime di tassazione forfettario, nell'ipotesi di vendita di partecipazioni non superiori al 2, al 5 o al 15% a seconda che si tratti di azioni quotate, azioni non quotate o di partecipazioni non azionarie. Se si opta per il regime forfettario viene applicata un'aliquota del 15% su una base imponibile calcolata diversamente rispetto a quella considerata nel regime ordinario. La legge sul piano di accumulo di azioni di proprietà dei dipendenti (ESOP) non è ancora stata introdotta in Italia. La

partecipazione azionaria dei dipendenti alle società è più diffusa rispetto al passato, ma ancora molto limitata. Diciassette dirigenti hanno sottoscritto il capitale di rischio nel buyout della Rimoldi, mentre i responsabili del buyout Grove pensano di ampliare la sottoscrizione del capitale sociale fino ai quadri.

FORME DI FINANZIAMENTO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Le operazioni di buyout, come d'altronde l'intera attività del settore del venture capital, risentono di un mercato finanziario arretrato rispetto agli altri paesi europei e in particolare della mancanza di alcuni strumenti quali differenti tipologie di azioni, dell'assenza di strutture quali i fondi pensione o i fondi chiusi.

In particolare in Italia possono operare solo fondi chiusi di matrice estera poiché la proposta di legge sui fondi chiusi giace in Parlamento da quattro anni circa e si nutrono incertezze relativamente ad una sua rapida commutazione in norma di legge. Di conseguenza oggi operano solo società di venture capital e fondi chiusi esteri: è comunque convinzione generale che non appena verrà approvata la proposta di legge verranno subito creati diversi fondi di matrice italiana, aumentando così il numero già elevato di investitori presenti sul mercato.

I manager italiani sono molto più prudenti dei loro colleghi americani o inglesi, nei loro atteggiamenti verso un leverage elevato, secondo quanto rilevato dall'AIFI - Associazione italiana delle finanziarie di investimento nel capitale di rischio - in una recente ricerca.

Occorre anche considerare l'atteggiamento tuttora conservativo delle banche italiane restie a concedere prestiti che poi verranno rimborsati attraverso la vendita di alcuni cespiti.

Come risultato di tutto ciò le transazioni di buyout in Italia vengono valutate considerando i tradizionali rapporti debiti/capitale proprio.

Questo approccio può limitare l'apporto in capitale di rischio del management, ma si è dimostrato molto potente nel salvaguardare la transazione da effetti contrari o da non previste cadute di mercato. Il venditore può anche mantenere una quota significativa del capitale.

Ai tradizionali operatori del settore quali Citicorp/Citininvest, San Paolo Finance, Invest si sono aggiunti molti investitori esteri, con una consociata o un fondo rivolto al mercato italiano.

Altri operatori tradizionali e attivi nel

mercato sono Cofilp, B&S Ventures (Euroventures), Schroder Associati, Europa Investimenti, Baring Capital Investors, Italy Capital Fund, Equitalia (Pirelli), Lbo Italia, Advent Group, Andlinger e Chase Gemina Italia.

Più recentemente si sono aggiunti nuovi operatori quali Basinvest (partecipata Charthouse European Partners), Itavent, 3i, Opi e Mbo (De Benedetti).

La ben nota resistenza all'innovazione delle banche italiane ha favorito, almeno nella fase iniziale di crescita del mercato, l'ingresso di banche internazionali come Bank of Boston, Bankers Trust, Continental Illinois Finanziaria, Manufacturers Hanover, Credit Lyonnais, Paribas, Citibank, Chase Manhattan e Canadian Imperial Bank of Commerce, quali princi-



Fabio Sattin

pali erogatori di finanziamenti senior e subordinati.

Recentemente alcune banche italiane, tra cui spicca l'Istituto S. Paolo di Torino, hanno ampliato il proprio raggio d'azione comprendendo tra le attività anche il "mezzanine financing" (finanziamento subordinato).

STRATEGIE DI USCITA

Le strategie di uscita si rivelano essere un elemento cruciale nelle operazioni di buyout, soprattutto quando la società oggetto dell'accordo è di medie dimensioni.

Infatti la quotazione alla Borsa Valori risulta essere un obiettivo difficilmente

raggiungibile per queste società, il mercato ristretto è tuttora scarsamente efficiente e poco sviluppato, mentre il terzo mercato è di recentissima introduzione e abbisogna di chiare norme di attuazione.

Tra le alternative possibili per l'investitore istituzionale le più utilizzate rimangono la cessione della propria quota al management o la vendita del pacchetto azionario ad un investitore industriale interessato all'attività.

Tra le più significative operazioni di dismissione si può notare ad esempio l'acquisizione da parte della Vickers nel gennaio 1990 dei Cantieri Riva, oggetto di buyout nel 1988.

United Wine Producers, in cui la Candover deteneva la maggioranza, è stata anch'essa di recente oggetto di dismissione. Gli inve-

stimenti in Unimorando e Petrini sono stati realizzati e nella transazione Rimoldi è stata ceduta una quota del 25% alla società tedesca Durkopp Adler. All'inizio del 1991 United Technologies ha acquistato una quota del 10% nella Fata, società di engineering, venduta ai suoi managers dalla FKI Babcock nel 1988. Sebbene sottodimensionato, il mercato italiano ha mostrato una crescita negli ultimi due anni e presenta caratteristiche sostanziali per un ulteriore significativo sviluppo. L'eccesso di offerta rispetto alla domanda è un'altra caratteristica del mercato italiano che sembra preoccupare maggiormente i nuovi entrati. Il problema fondamentale per coloro che vorranno mantenere o conquistare una posizione di eccellenza nel mercato italiano sarà di incrementare il loro vantaggio competitivo, privilegiando un approccio a lungo termine, basato sulla logica industriale piuttosto che sulla logica dell'ingegneria finanziaria e della massimizzazione dell'IRR atteso. Per raggiungere questi obiettivi le

istituzioni hanno bisogno di sviluppare forti collegamenti con le società italiane e comprendere il contesto ambientale in cui le aziende operano. Un altro aspetto importante è che gli investitori istituzionali devono organizzare le proprie strutture in modo da poter dare un supporto alle società clienti, per metterle in condizione di sviluppare le proprie strategie di sviluppo. Le operazioni di buy-in hanno trovato terreno fertile e godono interessanti prospettive in quanto correlate ai problemi di successione presenti nelle imprese a struttura familiare. Il buy-out rappresenta infatti, in moltissimi casi, una valida ed efficace via per consentire la continuazione dell'attività imprenditoriale, garantendo competenza e capacità professionale. ■