



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M.
270/2004*)
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Private equity e LBO. Un investimento problematico: il caso Seat Pagine Gialle

Relatore

Ch. Prof. Gloria Gardenal

Laureando

Andrea Frezza

Matricola 816045

Anno Accademico

2012 / 2013

INDICE

<i>Introduzione</i>	3
<i>Capitolo 1: Il private equity e la sua evoluzione</i>	6
1.1 Aspetti definitori	6
1.2 L'impatto economico del private equity	9
1.3 L'origine del mercato: il mercato U.S.A. e la sua evoluzione	14
1.4 Il mercato italiano e la sua evoluzione	17
<i>Capitolo 2: Le caratteristiche dell'investitore istituzionale</i>	37
2.1 L'apporto dell'investitore istituzionale	37
2.2 L'importanza della corporate governance	42
2.3 La classificazione delle operazioni di private equity	46
2.3.1 L'early stage financing	47
2.3.2 L'Expansion financing	50
2.3.3 Replacement Capital/ Buy out	53
2.3.4 Tornaround financing	56
2.4 Le fasi del processo di disinvestimento	57
<i>Capitolo 3: Le operazioni di Leveraged Buy Out</i>	80
3.1 L'origine del Leveraged Buy Out	81
3.2 La struttura classica del Leveraged Buy Out	84
3.3 La leva finanziaria	88
3.4 Le diverse tipologie di Leveraged Buy Out	92
3.5 I presupposti per la realizzazione dell'operazione	95
3.6 L'impatto economico del Leveraged Buy Out	99
<i>Capitolo 4: Il caso Seat Pagine Gialle</i>	104
4.1 Introduzione al caso	104
4.2 La storia di Seat Pagine Gialle	105
4.3 L'ambito di attività del Gruppo	113
4.3.1 Il mercato della directory e la sua evoluzione	116
4.4 I competitors di Seat Pagine Gialle	119
4.5 Premessa all'operazione di Leveraged Buy Out	122
4.5.1 L'operazione di scissione tra Telecom e Seat	124
4.5.2 La dismissione della partecipazione e la tecnica finanziaria del Leveraged Buy Out	125
4.5.3 La distribuzione del dividendo straordinario	133
4.6 L'impatto finanziario del Leveraged Buy Out	135
4.6.1 Premessa	135

4.6.2	La riclassificazione dello Stato Patrimoniale e la composizione degli impieghi e delle fonti.....	136
4.6.3	L'analisi di solidità e di liquidità.....	147
4.6.4	L'analisi dinamica.....	156
4.6.5	La ristrutturazione finanziaria del 2012.....	161
4.7	Gli ultimi avvenimenti	166
	<i>Conclusioni</i>	169
	<i>Bibliografia</i>	172

Introduzione

La trattazione vuole analizzare l'intervento da parte dei fondi di private equity nelle imprese attraverso la tecnica finanziaria del Leveraged Buy Out. All'interno di essa si fa esplicito riferimento al caso Seat Pagine Gialle.

Si è scelto di analizzare questo argomento in quanto l'intervento da parte di tali soggetti, soprattutto oggi, in un contesto economico particolarmente difficile, può rappresentare una valida opportunità per il nostro tessuto imprenditoriale, formato prevalentemente da piccole medie imprese a conduzione familiare che hanno ottime potenzialità di crescita, ma che necessitano di essere supportate lungo tale percorso, sia attraverso l'apporto di capitali, sia attraverso competenze, contatti, relazioni, supporto nella definizione strategica, ecc..

Essi possono rappresentare una valida alternativa alle tradizionali forme di finanziamento, soprattutto oggi, visto ad esempio l'elevata difficoltà da parte delle banche di concedere prestiti.

Nella maggior parte dei casi, visto l'elevato ammontare di risorse che un'acquisizione comporta, questi possono ricorrere alla tecnica finanziaria del Leveraged Buy Out, che prevede in prevalenza l'utilizzo del capitale di terzi rispetto al capitale proprio. Tuttavia, ciò che caratterizza tale tecnica, rispetto ad una classica acquisizione effettuata con capitali di terzi, è da ricercare nelle particolari modalità con cui il debito viene rimborsato e nelle garanzie con cui esso viene rilasciato. Pertanto, sia il private equity che il Leveraged Buy Out, oltre che un valido strumento per l'impresa, possono rappresentare anche un vantaggio per l'intero sistema economico. Affinché ciò si verifichi ci deve essere un utilizzo attento e consapevole della leva finanziaria, altrimenti si rischia di incorrere in situazioni simili al caso Seat Pagine Gialle.

L'obiettivo di tale trattato, una volta analizzato il private equity e il Leveraged Buy Out dal punto di vista teorico, è quello di analizzare l'impatto e le conseguenze che tale operazione ha determinato sulla struttura finanziaria del Gruppo Seat. In particolare è bene sottolineare fin da subito, come tale operazione abbia stravolto la struttura finanziaria dell'impresa. Un'operazione concretizzata nel 2003 e destinata a mettere il Gruppo in grande difficoltà nel decennio seguente, poi culminata nel 2011 con il mancato pagamento delle cedole e del rimborso della quota capitale. Altro obiettivo è

quello di capire i fattori che hanno motivato un'operazione di tale portata, cercando successivamente di individuare, attraverso una serie di analisi e considerazioni, gli avvenimenti che hanno portato il Gruppo alla situazione di dissesto finanziario.

In seguito, si descriveranno gli interventi posti in essere dal Gruppo per superare tale situazione di difficoltà e infine si analizzeranno gli ultimi avvenimenti che hanno caratterizzato il Gruppo.

La prima parte della trattazione è dedicata ad aspetti di tipo teorico, in particolare nel primo capitolo, dopo aver analizzato le diverse definizioni presenti in letteratura sul private equity, si è passati ad analizzare l'impatto economico derivante dall'intervento di tali soggetti, attraverso uno studio realizzato da Price WaterHouseCoopers in collaborazione con AIFI per poi, infine, analizzare l'origine di tale attività e la sua evoluzione nel corso degli anni.

Il secondo capitolo, invece, focalizza l'attenzione sugli aspetti più tecnici che caratterizzano l'investimento di tali soggetti, ovvero il particolare rapporto che si deve instaurare tra soggetto imprenditore e soggetto investitore. Poi si classificano le diverse tipologie di investimento, in base al ciclo di vita dell'impresa, per analizzare infine le fasi relative all'investimento dei fondi di private equity.

Nel terzo capitolo si è analizzata la tecnica finanziaria utilizzata dalla cordata di fondi di private equity per realizzare l'acquisizione della maggioranza di Seat Pagine Gialle, ovvero il Leveraged Buy Out. Si è individuato una sorta di schema "classico" di tale operazione, in modo da definire delle caratteristiche generali. Successivamente, si è focalizzata l'attenzione sulla leva finanziaria e sul suo effetto, sia in termini positivi che negativi. L'ultima parte è volta ad individuare una sorta di "prerequisiti" affinché l'operazione possa andare a buon fine. In conclusione del capitolo si riporta uno studio che confronta le performance *ex ante* ed *ex post* di un campione di imprese oggetto di tale operazione.

L'ultimo capitolo è dedicato alla trattazione del caso aziendale Seat Pagine Gialle. Come descritto in precedenza il Gruppo è stato oggetto di un'importante operazione di LBO nel 2003, da parte di una cordata di fondi di Private Equity.

Nel corso di tale capitolo si analizzerà l'evoluzione dell'attività dell'impresa, il mercato in cui essa opera, l'operazione di LBO e l'impatto che essa ha avuto in termini

finanziari attraverso degli strumenti quali la riclassificazione di bilancio, una serie di indici e prospetti volti ad approfondire le dinamiche finanziarie.

CAPITOLO 1 – IL PRIVATE EQUITY E LA SUA EVOLUZIONE

1.1 Aspetti definitivi

Il sistema economico italiano è stato da sempre caratterizzato da imprese di piccola e media dimensione che si trovano di fronte ai tipici problemi di accesso al credito, di internalizzazione e di patrimonializzazione. Come se non bastasse, la recente crisi finanziaria internazionale ha reso il contesto ancora più complicato e difficile da affrontare; per molte imprese risulta ancora più difficile mantenere un buon posizionamento competitivo di prodotto e di mercato. Per tutte queste imprese il mercato del Venture Capital e Private Equity può ricoprire un ruolo importante, non solo in senso stretto per l'impresa che viene supportata, ma anche a vantaggio dell'intero sistema economico, sostenendone una duratura e stabile ripresa economica.

Nel corso del tempo, le caratteristiche dell'attività di Private Equity e Venture Capital sono mutate, diversificandosi in base al sistema imprenditoriale di riferimento e allo sviluppo raggiunto dai diversi mercati, offrendo così vaste possibilità di intervento. Nonostante questa mutazione nel tempo¹, rimane saldo il comune denominatore che caratterizza l'attività, ossia l'acquisizione di partecipazioni significative in imprese con buone potenzialità di sviluppo in un'ottica di investimento, ossia un'ottica di medio – lungo termine e con l'obiettivo di sviluppo finalizzato all'ottenimento di una plusvalenza derivante dalla vendita delle azioni. Tuttavia, come vedremo in seguito, nel tempo sono emerse ulteriori caratteristiche, che hanno determinato un'evoluzione rispetto all'attività iniziale.

Apriamo questa trattazione con l'individuare le principali definizioni in tema di private equity. Secondo la prassi diffusa negli Usa, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio viene definita con un unico termine come “attività di private equity”. Tale attività viene poi suddivisa a seconda della tipologia di operatore che la realizza in “venture capital” e “buy out”. All'interno dell'attività svolta dai venture capital funds è possibile distinguere due sottosegmenti, che identificano a loro volta numerose tipologie di investimenti.

¹ Cfr. paragrafo 1.4 di questo trattato “Il mercato italiano e la sua evoluzione”.

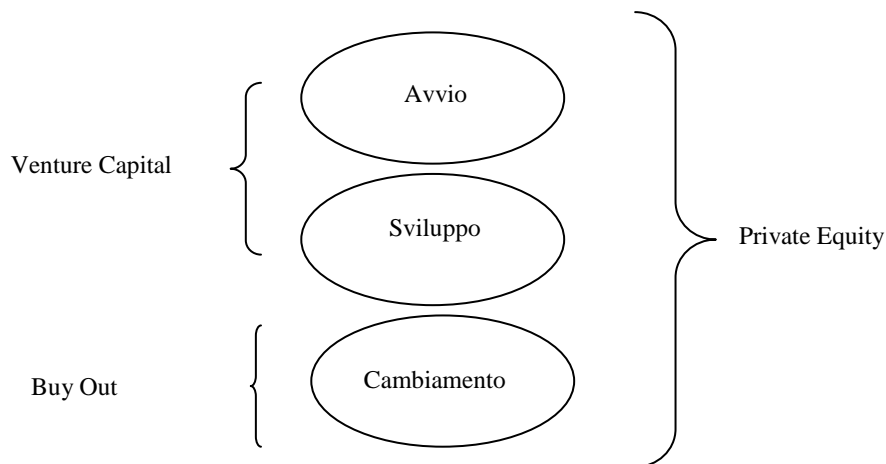
In Europa si distingue tra private equity e venture capital; con il termine venture capital si intendono le operazioni finalizzate a finanziare le fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, mentre con il termine private equity si intendono le operazioni finalizzate a finanziare le fasi successive. Di fatto, quindi, il venture capital rappresenta un sottosegmento dell'attività di private equity.

Tuttavia, in Europa è in atto un processo di adattamento terminologico indirizzato verso gli standard statunitensi. In Italia, AIFI², ha definito l'attività di private equity come “attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio - lungo termine”³. L'attività di venture capital non rappresenta un'attività diversa dal private equity, bensì un sottosegmento di quest'ultima, che focalizza la propria attenzione sul finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del ciclo di vita; queste ultime si caratterizzano per essere particolarmente delicate ed avventurose ed è per questo motivo che viene utilizzata la definizione di capitale di ventura. Per fare riferimento alle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa si utilizzano i termini di seed capital e start up capital. I soggetti che operano all'interno di tale mercato vengono definiti venture capitalist, indipendentemente dal tipo di operazioni che realizzano, fatto salvo un maggior utilizzo del termine “private equity investor” per quei soggetti che si concentrano sulle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese.

² Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

³ Da delibera del Consiglio Direttivo di Aifi del 22 luglio 2004.

Figura 1.1 – Le principali categorie di investimento nel capitale di rischio



Fonte: AIFI

Il capitale apportato dall'investitore istituzionale può essere utilizzato in vari modi: per sviluppare nuovi prodotti, per rafforzare la struttura finanziaria, per realizzare operazioni di buy out e buy in effettuate da manager esperti, per espandere il circolante, ecc..

L'insieme di tutte queste attività, indipendentemente dalla fase del ciclo di vita delle imprese interessate, vengono individuate come un sottosegmento del più ampio settore del merchant banking⁴.

Ritornando agli aspetti definatori, l'investitore istituzionale definito anche socio investitore⁵, diventa socio della società a tutti gli effetti ed in virtù di questo vi apporta risorse finanziarie; tuttavia, egli non si limita ad apportare solo mero capitale, in quanto se l'obiettivo finale è quello di realizzare un capital gain, si capisce come sia necessario guidare l'impresa in un percorso di crescita sostenibile, che consenta a quest'ultima di incrementare il proprio valore e altresì all'investitore istituzionale di ottenere il tanto sperato capital gain.

⁴ Si intendono l'insieme di attività di finanziamento e consulenza che vengono prestate da operatori finanziari a diretto supporto dell'attività d'impresa.

⁵ L'investitore istituzionale è per definizione un socio temporaneo, che come tale, dovrà cedere in futuro la partecipazione acquisita precedentemente per realizzare il proprio obiettivo.

1.2 L'impatto economico del private equity

Il private equity rappresenta un importante motore di sviluppo non solo per le imprese che ne sono interessate, ma anche per l'intera economia nazionale.

Questo perché gli investitori istituzionali selezionano imprese con elevate prospettive di sviluppo e di crescita, apportando il capitale di cui necessitano per intraprendere i propri progetti d'investimento e così potersi sviluppare.

Per quanto riguarda lo sviluppo dell'impresa, l'ingresso da parte dell'investitore istituzionale consente ad essa, innanzitutto, di reperire capitale "paziente", ossia capitale che non richiede una remunerazione nel breve periodo come il profitto, ma bensì una remunerazione nel medio – lungo periodo, che avviene a seguito del completarsi di un percorso di crescita; tale percorso dovrebbe consentire all'impresa di incrementare il proprio valore e allo stesso tempo all'investitore istituzionale di realizzare il capital gain dalla cessione della partecipazione. Tale capitale, così, può essere impiegato per sostenere le esigenze dell'impresa, che possono essere diverse a seconda della fase in cui essa si trova, ad esempio nella fase iniziale, piuttosto che in quella di sviluppo. Ad esempio, si possono accelerare i programmi di ricerca e sviluppo, di investimento e realizzare progetti di acquisizione che altrimenti non sarebbero attuabili, in quanto l'intervento del socio istituzionale contribuisce a migliorare l'affidabilità finanziaria agevolando il reperimento di finanziamenti a titolo di debito.

Tuttavia, come già detto nel primo paragrafo, l'intervento da parte del soggetto istituzionale non si limita al mero conferimento di capitale di rischio, bensì apporta know – how manageriale che può essere utilizzato dall'impresa per completare il raggiungimento dei suoi obiettivi. Inoltre, l'ingresso può consentire all'impresa di realizzare la crescita esterna, sfruttando i contatti, le collaborazioni dell'investitore istituzionale con altri imprenditori del settore o di altri settori. Inoltre, l'investitore istituzionale si caratterizza per il fatto di possedere un'esperienza trasversale su una molteplicità di realtà imprenditoriali a cui la società può accedere; ad esempio gode di una notevole esperienza in termini di accompagnamento delle società alla quotazione nei mercati borsistici.

In generale, si può affermare che le imprese partecipate da investitori istituzionali ottengono performance economiche superiori rispetto alle imprese non partecipate da tali

soggetti. A conferma di quanto appena detto, sono stati condotti tutta una serie di studi, sia in Usa che in Europa, che hanno analizzato l'impatto dell'intervento del soggetto istituzionale nelle società in termini di performance economico – finanziarie; essi hanno così dimostrato l'importanza del contributo fornito dal capitale di rischio per lo sviluppo e la crescita non solo dell'impresa, bensì per tutta l'economia.

In particolare per quanto riguarda il mercato italiano, si riporta qui di seguito una ricerca condotta da Aifi e Price WaterhouseCoopers.⁶

Si tratta di una ricerca condotta su un campione di 143 disinvestimenti, di cui 83 riguardanti operazioni di venture capital e 60 operazioni di buy out, realizzati attraverso diverse modalità (il 44,1% è stato realizzato attraverso il trade sale, il 20,8% si è concretizzato attraverso la cessione ad altri operatori di Private equity e il 14,6% ricorrendo al mercato borsistico). Tale campione è stato poi confrontato con aziende similari in termini dimensionali, ma non partecipate da operatori di private equity al fine di poter stimare l'impatto del private equity in termini di performance economico – finanziarie sulle aziende target e più in generale sull'economia. Precisamente, il benchmark di riferimento è rappresentato da aziende italiane di medie – grandi dimensione appartenenti a settori diversi; sono state prese in considerazione le imprese analizzate dalla ricerca “Dati cumulativi di 2015 società italiane” effettuata dall'Ufficio Studi di Mediobanca.

Al fine di raggiungere la finalità sopra descritta, sono stati presi in considerazione alcuni parametri economico – finanziari delle società oggetto di private equity e del benchmark, calcolati su dati finanziari consolidati o sui bilanci delle società controllate.

In particolare, i parametri presi in considerazione sono stati:

- i ricavi: rappresentati dalla voce di conto economico civilistico A1 “Ricavi delle vendite e delle prestazioni”;
- il margine operativo lordo (EBITDA): rappresenta il risultato netto non considerando i proventi e gli oneri finanziari, le imposte sul risultato d'esercizio, gli ammortamenti di immobilizzazioni immateriali e materiali, i costi e i proventi straordinari non operativi;

⁶ Aifi, The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, Price WaterhouseCoopers, 2008.

- l'occupazione: si intende il numero medio di dipendenti per anno; nel caso in cui tale dato non fosse stato reperibile, si è preso in considerazione il numero di dipendenti registrati alla fine di ciascun anno compreso nel periodo di analisi.

Per ognuno di questi parametri è stato calcolato il tasso di crescita (CAGR⁷). Esso è stato utilizzato per effettuare il confronto tra le aziende partecipate da operatori di private equity e quelle non partecipate ed individuare così l'impatto generato dalla partecipazione al capitale di rischio dell'operatore di private equity.

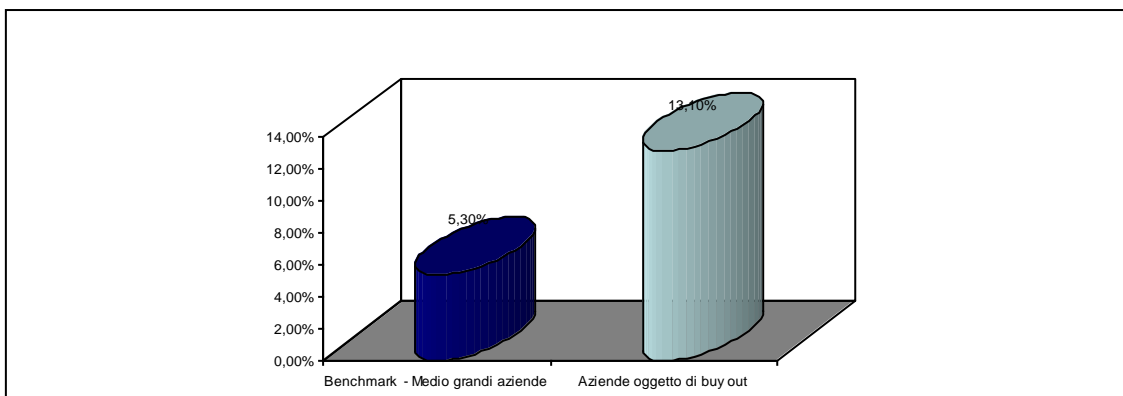
Per cercare di capire concretamente l'impatto che il private equity ha avuto sull'economia italiana, si è confrontato il CAGR dei ricavi e dell'occupazione con i principali indicatori macroeconomici, ossia PIL e tasso di occupazione in Italia. In particolare, la crescita dei ricavi nelle aziende partecipate da operatori di private equity si caratterizza per un andamento crescente e significativamente più alto rispetto a quello del PIL; quest'ultimo presenta un andamento piuttosto volatile e tendenzialmente decrescente. Infatti il CAGR dei ricavi delle aziende partecipate da operatori di Private equity nel periodo che va dal 2000 al 2006 è pari al 13,1%, mentre quello del PIL è pari allo 0,9%. Lo stesso andamento si può riscontrare confrontando il tasso di occupazione delle aziende partecipate da private equity con l'occupazione italiana, in particolare le prime hanno raggiunto un CAGR pari al 5,9%, mentre l'occupazione italiana un ammontare pari all'1,4%.

Da questa analisi si può affermare che il private equity ha avuto un impatto positivo sull'economia italiana, accelerando la crescita delle aziende partecipate.

Successivamente, nei grafici seguenti, si confrontano i CAGR in termini di ricavi, di EBITDA e di numero di dipendenti delle aziende partecipate da operatori di Private Equity che si sono verificati nel periodo che va dal 1999 al 2006, con il benchmark precedentemente descritto.

⁷ Rappresenta la media fatta registrata da ogni azienda inclusa nel campione in termini di tasso di crescita per ogni performance osservata, ossia ricavi, EBITDA e crescita del tasso di occupazione, nel periodo oggetto di osservazione.

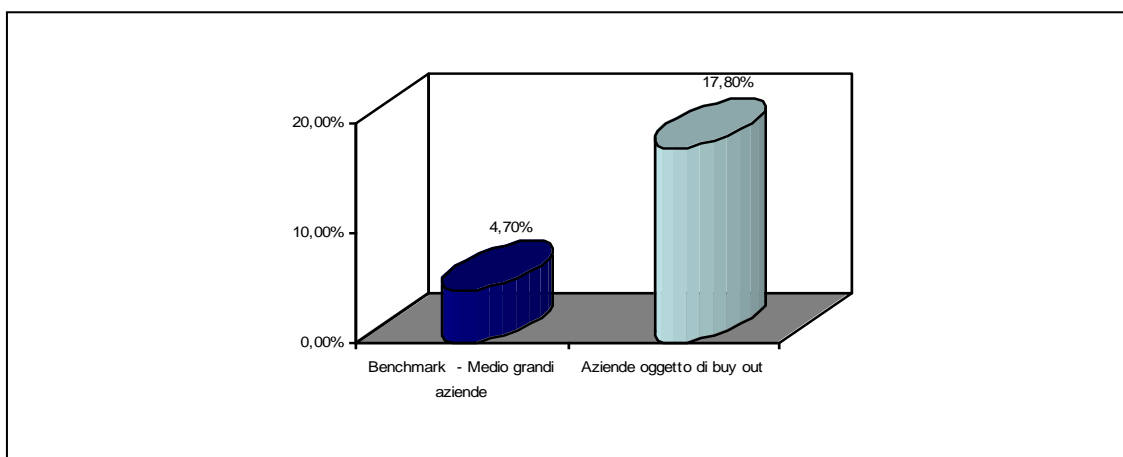
Grafico 1.1 – Crescita annua dei ricavi



Fonte: Aifi, The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, Price WaterhouseCoopers, 2008.

Questo grafico mostra come il tasso di crescita medio dei ricavi delle aziende partecipate da operatori di private equity sia superiore di circa 2,5 volte rispetto a quello del benchmark.

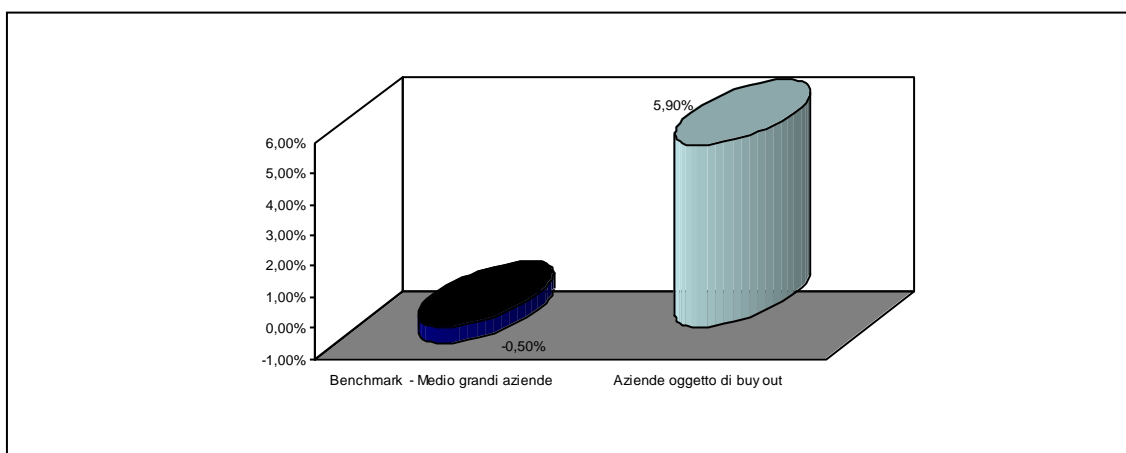
Grafico 1.2 – Crescita annua del margine operativo lordo



Fonte: Aifi, The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, Price WaterhouseCoopers, 2008.

Lo stesso trend relativo ai ricavi, può essere osservato per quanto riguarda la crescita del margine operativo lordo; infatti, come dimostrato dal grafico, la crescita dell'EBITDA delle aziende possedute da operatori di Private equity è superiore del 13,1% rispetto al benchmark.

Grafico 1.3 - Crescita annua dell'occupazione



Fonte: Aifi, The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, Price WaterhouseCoopers, 2008.

Nel campione di aziende che fanno parte del benchmark si può riscontrare una diminuzione dell'occupazione, pari ad un ammontare medio del -0.5%; mentre per quanto riguarda le aziende oggetto di Buy out si è verificato un trend inverso, con un CAGR è pari al 5,90%.

Pertanto il seguente studio conferma l'importanza che hanno gli interventi realizzati dagli operatori di private equity non solo sulle aziende target, bensì sull'economia in generale; infatti, come si è visto, le imprese partecipate dagli operatori hanno ottenuto performance migliori rispetto alle altre sia in termini di ricavi e di EBITDA, sia in termini occupazionali. Tutto ciò ci consente di affermare come l'apporto di capitale di rischio da parte degli operatori di Private equity sia un importante motore di sviluppo per l'intera economia; ecco che in tal modo il mercato del private equity e del venture capital può diventare un valido strumento politico per poter supportare le economie locali.

1.3 L'origine del mercato: il mercato USA e la sua evoluzione

La nascita di un vero e proprio mercato del private equity e del venture capital deve essere ricondotta ad alcuni eventi che si sono verificati negli Stati Uniti nel corso degli anni Quaranta.

Nel 1946 nacque proprio negli Stati Uniti, precisamente a Boston, la prima società di investimento nel capitale di rischio, l' American Research e Development Corp. Tale società iniziò la sua attività attraverso una serie di investimenti caratterizzati da un elevato profilo di rischio, che si concretizzarono in talune società nate dallo sviluppo di tecnologie belliche legate alla Seconda Guerra Mondiale. La società venne strutturata nella forma giuridica del fondo chiuso, le cui quote vennero sottoscritte in prevalenza da persone fisiche.

Per la costituzione della prima venture capital limited partnership americana⁸ bisogna attendere il 1958. Sempre nel '58 si assiste all'emanazione di un provvedimento, ossia lo Small Business Investment Act, che ancora oggi risulta essere quello più importante in tema di attività di investimento nel capitale di rischio di giovani imprese. Esso consentiva di costituire degli istituti⁹ posseduti da privati, ossia da imprese e individui, e regolamentati dal governo federale per quanto concerne le politiche di investimento e relative modalità di finanziamento. Per quanto concerne il primo ambito, le risorse dovevano essere destinate ad imprese che si trovavano in fase di avvio della propria attività; per quanto riguarda il secondo, invece, tali istituti potevano godere di prestiti a tassi agevolati, per un ammontare pari a quattro volte il capitale inizialmente conferito. I fondi necessari per finanziare tale provvedimento provenivano sia dal settore pubblico, che da quello privato. Grazie anche ai vantaggi fiscali che prevedeva il provvedimento, l'iniziativa ebbe un notevole successo, tanto da passare da 585 istituti esistenti nel 1962, a circa 700 qualche anno più tardi. Tuttavia, l'eccessivo regime fiscale agevolativo portò ad una caduta dei meccanismi di mercato; infatti le risorse finanziarie apportate da soggetti privati si ridussero a pochi milioni di dollari nel ventennio '60 – '70.

⁸ Forma giuridica più diffusa negli Stati Uniti per l'esercizio dell'attività di private equity e venture capital. Tale forma giuridica si caratterizza sia per la responsabilità limitata dei soci, sia per agevolazioni di carattere fiscale. La partnership raccoglie capitali presso fondi pensione, istituzioni bancarie, fondi pensione e grandi gruppi industriali.

⁹ Small Business Investment Companies (SBA).

Verso la fine degli anni Settanta e i primi anni Ottanta si assiste ad un notevole sviluppo del mercato; questo è da imputare soprattutto ad un intervento legislativo del 1979, posto in essere dal Us Department of Labor, che andò a chiarire ed esplicitare il documento¹⁰ contenente le “regole di buona gestione” dei fondi pensione. Infatti, fino a quel momento la legge vietava ai fondi pensione di investire le proprie risorse in attività caratterizzate da un elevato profilo di rischio, quali ad esempio il private equity e il venture capital; con tale intervento fu ufficialmente rimosso tale divieto, riconoscendo così legittimo l’investimento da parte dei fondi pensione nel capitale di rischio di imprese non quotate. Ci fu così un notevole afflusso di capitali verso il mercato del capitale di rischio e il lancio di nuove e diverse limited partnership per gestire tali capitali.

Il periodo successivo si caratterizzò sia per un’instabilità del mercato, sia per particolari successi realizzati dagli operatori.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la raccolta di capitali fece registrare volumi molto elevati nella prima metà del decennio a cui seguì una drastica riduzione in quello successivo. La causa di tale riduzione è principalmente attribuibile ad una diminuzione delle performance, causata a sua volta da alcuni fattori: l’elevata concentrazione del mercato in alcuni settori, come ad esempio, quello dei computer, lo squilibrio tra domanda e offerta di risorse finanziarie, a vantaggio della seconda, l’elevato ingresso di nuovi operatori nel mercato ed il conseguente aumento del prezzo delle transazioni.

Per quanto concerne il secondo aspetto, nel corso degli anni Ottanta, vennero realizzate importanti operazioni di buy out e contestualmente si completarono i cicli di investimento nelle aziende tecnologiche più importanti, quali ad esempio la Microsoft e la Apple Computer.

Gli anni Novanta hanno sicuramente rappresentato un periodo di forte crescita per l’intero mercato del private equity e venture capital americano; tale crescita è da imputare a tutta una serie di elementi che hanno consentito al mercato di superare la precedente fase di difficoltà. Ha sicuramente contribuito positivamente l’uscita dal mercato di alcuni operatori storici, così come il positivo andamento fatto registrare dai mercati borsistici, almeno fino al 1997, ha determinato un terreno fertile per le nuove quotazioni in Borsa e per la realizzazione di elevati risultati.

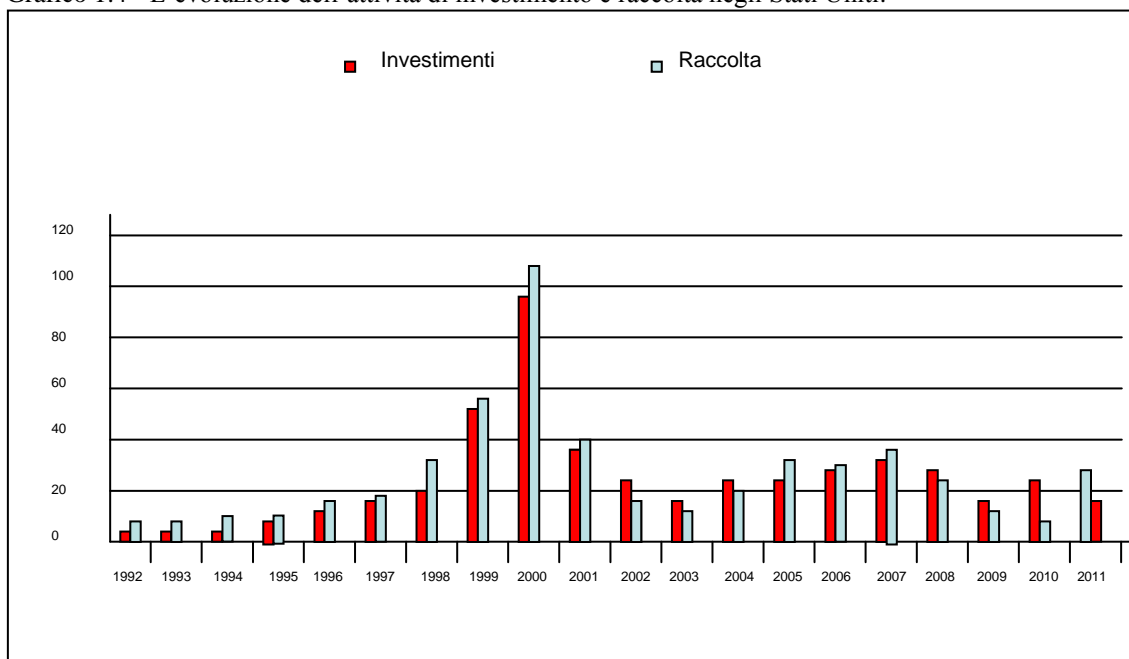
¹⁰ Employee Retirement Income Security Act.

Nel 2000 il mercato americano raggiunge il suo apice, sia in termini di investimenti, che di raccolta. Tale crescita è da imputare alla “bolla internet” e allo sviluppo di nuove tecnologie, specialmente in settori come quello dell’Information Technology. Tutto ciò ha contribuito a consolidare la posizione degli Usa come leader mondiale nel mercato. Successivamente, lo scoppio della bolla speculativa ha determinato una contrazione dell’attività; infatti negli anni successivi gli investimenti si sono stabilizzati intorno ai 20 miliardi di dollari, mentre la raccolta ha subito un notevole rallentamento, pur ritornando a livelli importanti nel triennio 2005 – 2007.

Nel 2011 c’è stato un incremento dei capitali raccolti dopo quattro anni di rallentamento; nonostante ciò l’ammontare raccolto è stato inferiore a quello destinato agli investimenti. L’attività di raccolta mostra ancora segnali di difficoltà, mentre gli investimenti sono aumentati del 36% dal 2010 al 2011.

Qui di seguito, si riporta un grafico, che mostra l’evoluzione del mercato del private equity, sia in termini di investimenti che di raccolta.

Grafico 1.4 - L’evoluzione dell’attività di investimento e raccolta negli Stati Uniti.



Fonte: NVCA. Dati in Miliardi di Dollari.

1.4 Il mercato italiano e la sua evoluzione

In Italia la nascita di un vero e proprio settore di operatori professionali specializzati nell'investimento nel capitale di rischio viene fatta risalire alla seconda metà degli anni Ottanta.

Precisamente, nel 1986 nove società finanziarie private e di emanazione bancaria diedero vita all'associazione di categoria AIFI¹¹; l'oggetto sociale di tale associazione era rappresentato esclusivamente dall'assunzione di partecipazioni, prevalentemente di minoranza, in società non quotate, con elevate prospettive di crescita, con la finalità di contribuire ad accelerare tale percorso attraverso l'apporto di capitali e di know – how, per poi dismettere, dopo un periodo di medio – lungo termine la relativa partecipazione e realizzare così degli importanti capital gain.

Pertanto, l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese industriali non quotate era tassativamente vietata alle aziende di credito e agli istituti centrali di categoria. Tuttavia, nel 1987, venne emanata un'importante normativa destinata ad ampliare il mercato; con delibera del Circ del 6/2/1987 e seguente circolare di Banca d'Italia, venne consentito anche alle aziende di credito e agli istituti centrali di categoria di operare nel capitale di rischio attraverso la costituzione di Sif,¹² ossia società di intermediazione finanziaria. L'ambito di intervento di tali società consisteva nell'acquisizione a carattere temporaneo di azioni, obbligazioni e titoli simili di imprese con la finalità di partecipare al capitale di rischio di esse esclusivamente in posizione minoritaria. Inoltre per quanto riguarda l'attività che potevano svolgere vennero previsti dei precisi limiti¹³. Tali società che vennero, poi, comunemente denominate merchant bank di emanazione bancaria, hanno rappresentato un importante passo in avanti per il mercato dell'investimento istituzionale nel capitale di rischio, in quanto hanno portato il numero degli operatori del settore a oltre trenta. Verso la fine degli anni Ottanta iniziarono ad operare nel mercato i fondi chiusi di diritto estero. Nel fondo chiuso vi è un investitore istituzionale, ossia un intermediario che si occupa della raccolta del risparmio presso un pubblico prevalentemente di investitori istituzionali

¹¹ Nel 1986 l'associazione venne definita Associazione italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

¹² Dovevano avere un capitale minimo pari a 50 miliardi e non potevano investire più del 20% del proprio patrimonio in una singola impresa.

¹³ Per approfondimenti si veda l' "Italia", in Aifi, Capitali per lo sviluppo.

(come ad esempio banche, fondi pensione, assicurazioni,..) o anche di investitori individuali a patto che siano “consapevoli”, ossia dotati di un patrimonio personale consistente, tale da poter considerare questo investimento come un’interessante occasione. Si capisce come il fondo chiuso, data la stabilità della raccolta, rappresenti un veicolo adatto per svolgere l’attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio. Esso viene gestito da una società di gestione del risparmio che si occupa di definire le politiche d’investimento dei capitali e le strategie del fondo stesso. I fondi chiusi di diritto estero operanti in Italia possono avere diverse strutture, a seconda del Paese in cui è collocata la relativa sede, dove sono lanciati e promossi. Tali fondi hanno effettuato soprattutto operazioni di management buy out e di development, contribuendo in maniera importante allo sviluppo del mercato del capitale di rischio italiano, sia in termini di volumi di risorse investite, sia per operazioni effettuate.

In Italia si deve attendere il 1993¹⁴ per avere una normativa che consenta l’istituzione dei fondi chiusi di diritto italiano. Tale normativa ha rappresentato un elemento di svolta ed è stata in grado di ampliare notevolmente il contesto finanziario nazionale dal punto di vista degli operatori nel capitale rischio. La legge, sin dal momento della sua emanazione, presentava alcuni limiti, riconducibili ad una serie di divieti e limiti¹⁵ che condizionavano l’operatività stessa dei fondi chiusi.

Tuttavia, prima dell’introduzione di tale normativa fu emanato il nuovo Testo Unico in materia bancaria e creditizia¹⁶ che rivoluzionò la disciplina del sistema bancario, ribaltando la legge del 1936. Già prima di tale provvedimento¹⁷ si era previsto che le banche potessero entrare nel capitale di rischio di imprese non finanziarie, sostituendo la delibera delle Sif.

Esso consentì in via definitiva alle banche di operare sul capitale di rischio di imprese non finanziarie attraverso il modello di banca universale, introducendo la distinzione tra banche e gruppi bancari, banche e gruppi bancari abilitati e banche specializzate, definendo dei precisi limiti variabili in funzione delle categorie di banca partecipante.

Si riporta qui di seguito una tabella riassuntiva dei limiti sopra citati:

¹⁴ Emanazione della Legge 14 agosto 1993, n. 344.

¹⁵ Tali limiti furono in parte rimossi con l’emanazione del Testo Unico della Finanza; in particolare ci fu l’abrogazione della legge precedente (n.344 del 93) e si delegò Banca d’Italia e Tesoro di emanare dei provvedimenti attuativi che migliorarono le possibilità operative dei fondi chiusi italiani.

¹⁶ Decreto legislativo 385/93.

¹⁷ Delibera Circ 22/6/1993.

Tabella 1.1 – I limiti di investimento delle banche nelle società non finanziarie.

	Limite complessivo	Limite di concentrazione	Limite di separatezza
Banche e Gruppi bancari	15% del patrimonio di vigilanza, di cui massimo il 50% in società non quotate	3% del patrimonio di vigilanza	15% del capitale della partecipata
Banche e Gruppi Abilitati	50% del patrimonio di vigilanza di cui massimo il 50% in società non quotate	6% del patrimonio di vigilanza	15% del capitale della partecipata (il limite può essere superato purchè l'ammontare non superi il 2% del patrimonio di vigilanza).
Banche specializzate	60% del patrimonio di vigilanza di cui massimo il 50% in società non quotate	15% del patrimonio di vigilanza	15% del capitale della partecipata(il limite può essere superato purchè l'ammontare non superi il 2% del patrimonio di vigilanza).

Fonte: Impresa e mercato finanziario.

Tale provvedimento determinò un incremento notevole delle risorse da destinare ad investimenti nel capitale di rischio di imprese non finanziarie. Di conseguenza, tale provvedimento ha determinato l'incorporazione delle Sif all'interno degli istituti di credito. Un'altra tappa importante per l'evoluzione del settore è iniziata a partire nel 1997, anno in cui si è incominciato ad apportare delle importanti variazioni nel mercato finanziario italiano, sia dal punto di vista strutturale che fiscale. I provvedimenti apportati hanno contribuito in modo decisivo alla rimozione di alcuni rilevanti vincoli che non consentivano all'Italia di confrontarsi con i principali Paesi internazionali ed europei.

Il provvedimento più importante è riconducibile all’emanazione del Testo Unico della Finanza¹⁸, testo che ha riformato l’intera disciplina dell’attività di intermediazione finanziaria: in primis con la Società di Gestione del Risparmio è stata introdotta la figura del cosiddetto “gestore unico del risparmio” e successivamente con l’abrogazione della legge 344/93. Più tardi il provvedimento emanato da Banca d’Italia, ossia il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio¹⁹ e le successive norme regolamentari, ha ridefinito complessivamente il quadro riguardante la costituzione e l’operatività dei fondi mobiliari chiusi, dotandoli di maggiore coerenza e flessibilità, in linea con il contesto finanziario internazionale²⁰. Innanzitutto, come definito prima, la Società di Gestione del Risparmio svolge il ruolo di gestore unico in quanto può fornire sia il servizio di gestione collettiva, che quello di gestione individuale dei portafogli. Per quanto riguarda i requisiti patrimoniali, la normativa prevede un capitale minimo pari ad un milione di Euro interamente versato e che il patrimonio di vigilanza sia costantemente adeguato alla tipologia di prodotti e ai volumi gestiti. Tuttavia, per quanto riguarda questi requisiti, è prevista una deroga che consente di costituire una Srg con un capitale di ammontare inferiore²¹. Questa è una possibilità offerta alle Srg la cui maggioranza assoluta del capitale sia detenuta da Università, centri di ricerca, enti pubblici territoriali, consorzi universitari partecipati da Università e Camere di Commercio, fondazioni bancarie, che prevedano la creazione di fondi finalizzati all’investimento in start up di imprese che utilizzano nuove tecnologie sviluppate da Università e centri di ricerca. Lo scopo di questa normativa è quello di favorire e promuovere la creazione di nuovi fondi di venture capital che siano in grado di sostenere la ricerca tecnologica e scientifica nel nostro Paese. Inoltre, le Srg di private equity possono fornire alle imprese alcuni servizi come ad esempio, il servizio di strategia industriale, il servizio di consulenza in materia di struttura finanziaria, nonché acquisto di imprese.

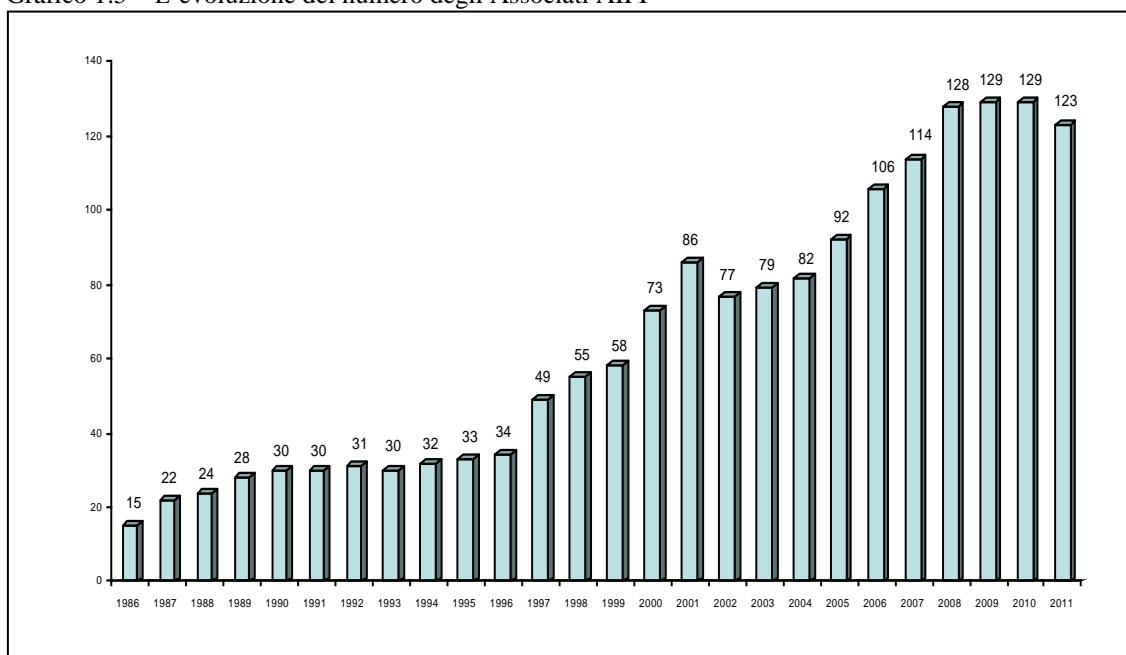
¹⁸ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

¹⁹ Provvedimento Banca d’Italia del 14 aprile 2005

²⁰ Per approfondimenti si veda A.Gervasoni, F.Sattin, Private Equity e Venture Capital, Edizioni Angelo Guerini e Associati Spa, Milano 2008.

²¹ Ammontare pari a quello previsto per la costituzione di una Spa, ossia pari a 120000 euro.

Grafico 1.5 – L'evoluzione del numero degli Associati AIFI



Fonte: AIFI

Oggi il principale veicolo utilizzato in Italia per svolgere attività di private equity è rappresentato proprio dai fondi chiusi di diritto italiano che fanno capo a Sgr specializzate. Questo risultato viene evidenziato nella classifica stilata dal PEM²²; tale classifica riporta i dodici principali operatori in termini di operazioni concluse dal 2001 al 2010. Come si può notare dalla tabella, qui di sotto riportata, le prime cinque posizioni sono assegnate ad Sgr e queste insieme, costituiscono il 75% del totale di investimenti effettuati.

Tabella 1.2 – Classifica degli operatori per numero di operazioni compiute dal 2001 al 2010

Investitori	Totale Investimenti
1. Cape – Natisixis SGR	48
2. MPS Venture SGR	33
3. BS Private Equity SGR	27
4. IGI SGR	23
5. Imi Fondi Chiusi SGR	22
6. 3i	20
7. Investitori Associati SGR	20
8. Wise Venture SGR	17
9. 21 Investimenti	16

²² Sono esclusi gli investimenti effettuati da società di investimento di matrice pubblica, gli investimenti di seed e start – up, nonché i reinvestimenti effettuati in società già partecipate dall'operatore

10. Alto Partners	16
11. Investindustrial	16
12. Sviluppo Imprese Centro Italia SGR	16

Fonte: Pem

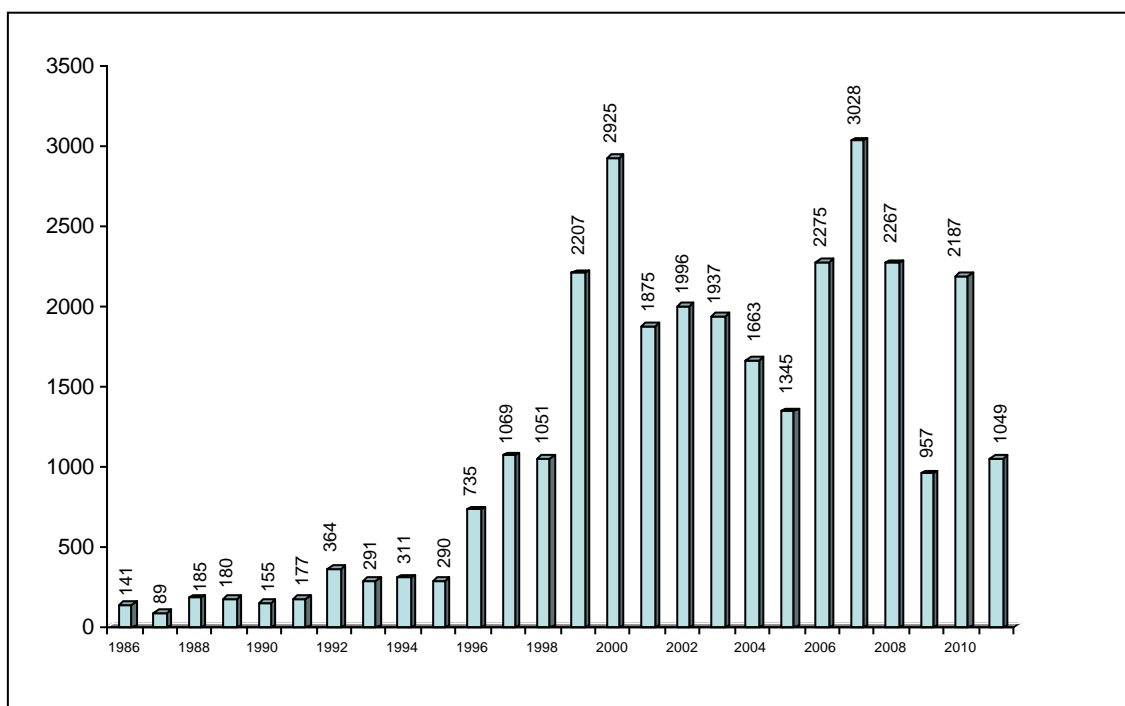
Pertanto si è visto, come il settore del private equity e del venture capital si sia evoluto dal punto di vista dell'offerta sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo, grazie a tutta una serie di interventi legislativi. Oggi il settore si presenta con un'offerta altamente specializzata, che viene garantita da tutta una serie di investitori istituzionali stabilmente presenti nel nostro Paese. Ad oggi si possono individuare le seguenti categorie:

- banche d'affari e divisioni di banche commerciali;
- fondi chiusi a carattere internazionale/sovranaZIONALE;
- fondi chiusi a carattere locale/regionale;
- finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale;
- operatori pubblici.

Nel prosieguo del paragrafo si andrà ad analizzare l'evoluzione delle attività che caratterizzano il private equity, ossia l'attività di raccolta, investimento e disinvestimento.

Per quanto riguarda l'attività di raccolta di capitali si è registrata una crescita continua dal 1986 fino al 2000; in particolare, per tutti questi anni l'attività di raccolta ha superato i volumi investiti grazie al contributo offerto dai capitali internazionali. Tuttavia, il trend nei successivi anni si è invertito a favore dei capitali investiti che hanno sorpassato le risorse raccolte annualmente. Lo scoppio della crisi finanziaria ha determinato un forte rallentamento dell'attività, dopo le cifre record verificatesi nel 2007. Nel 2011, nonostante si siano verificati dei buoni risultati in termini di investimenti e disinvestimenti, tale attività risulta essere ancora in una situazione difficile. Il grafico di seguito riportato rappresenta l'evoluzione delle risorse raccolte in Italia.

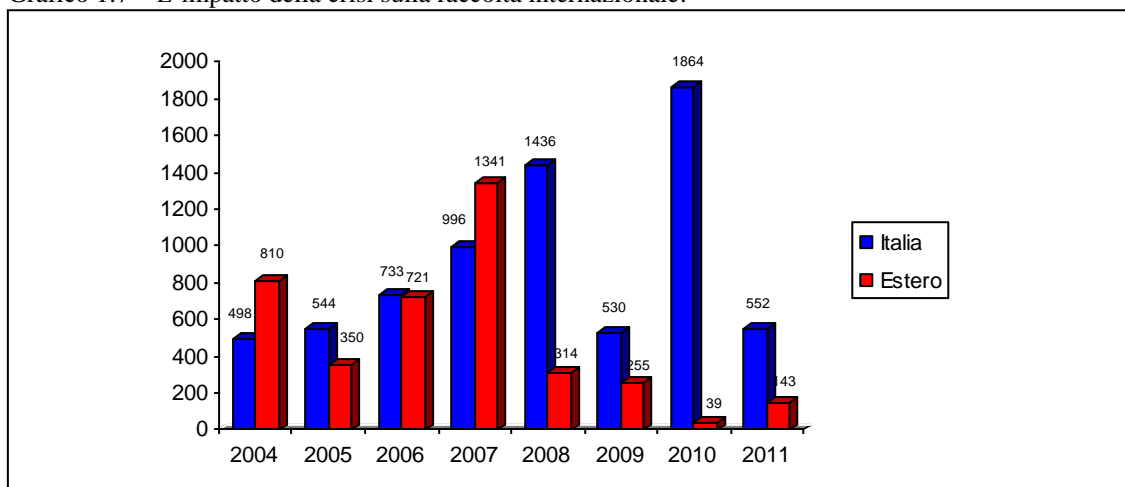
Grafico 1.6 – L'evoluzione delle risorse raccolte in Italia.



Fonte: Aifi.

A soffrire, come si può notare dal grafico sottostante, è stata sicuramente la componente estera; tale componente prima della crisi svolgeva un ruolo rilevante nell'attività di raccolta, in quanto essa rappresentava nel periodo 2004 – 2007 il 54% del totale delle risorse raccolte, passando ad appena il 15% negli ultimi quattro anni. Una tale situazione è da imputare soprattutto alle perplessità che gli investitori istituzionali hanno nei confronti della nostra economia.

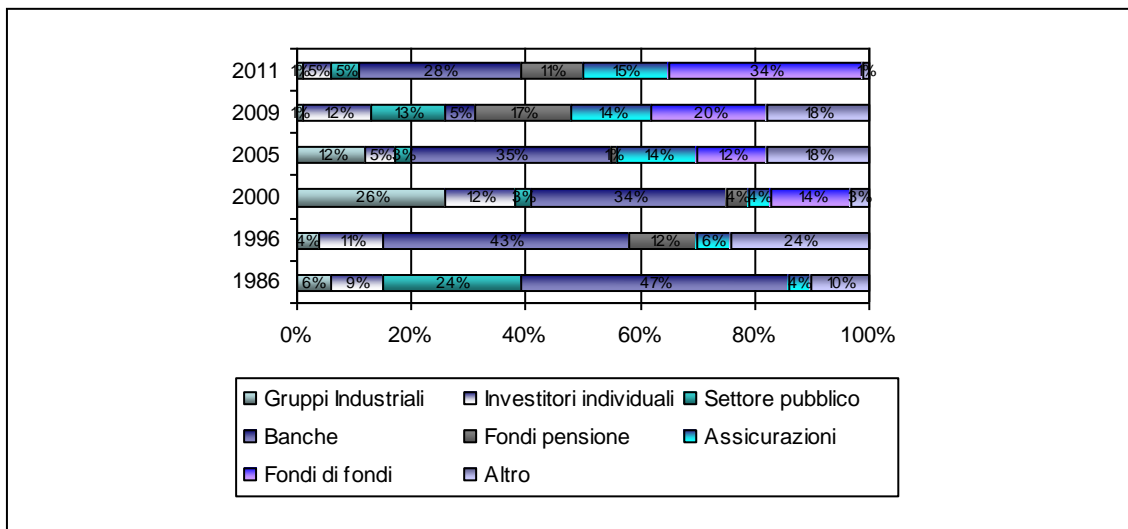
Grafico 1.7 – L'impatto della crisi sulla raccolta internazionale.



Fonte: Aifi e Pwc. Dati in milioni di Euro.

Per quanto riguarda l'evoluzione della raccolta in base alla tipologia di fonte, nei primi anni le risorse provenienti dal sistema bancario giocavano un ruolo fondamentale. Nel corso degli anni, hanno assunto un'importanza sempre più crescente i fondi di fondi²³, tanto da diventare nel 2011 la prima fonte di capitali, per un ammontare pari al 34% della raccolta totale. Tale risultato è da attribuire all'avvio dell'attività indiretta del Fondo Italiano di Investimento. Anche le compagnie assicurative e i fondi pensione nel corso del tempo hanno assunto un'importanza sempre maggiore

Grafico 1.8 – L'evoluzione dei capitali in base alla tipologia di fonte.



Fonte: Luic Papers, Venticinque anni di Private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche ai giorni nostri, 2013. Dati AIFI – PwC.

Per quanto riguarda l'evoluzione del mercato in termini di volumi di attività, ossia in termini di investimenti effettuati, c'è stata una crescita progressiva simile a quella che ha caratterizzato le diverse fasi di sviluppo del settore.

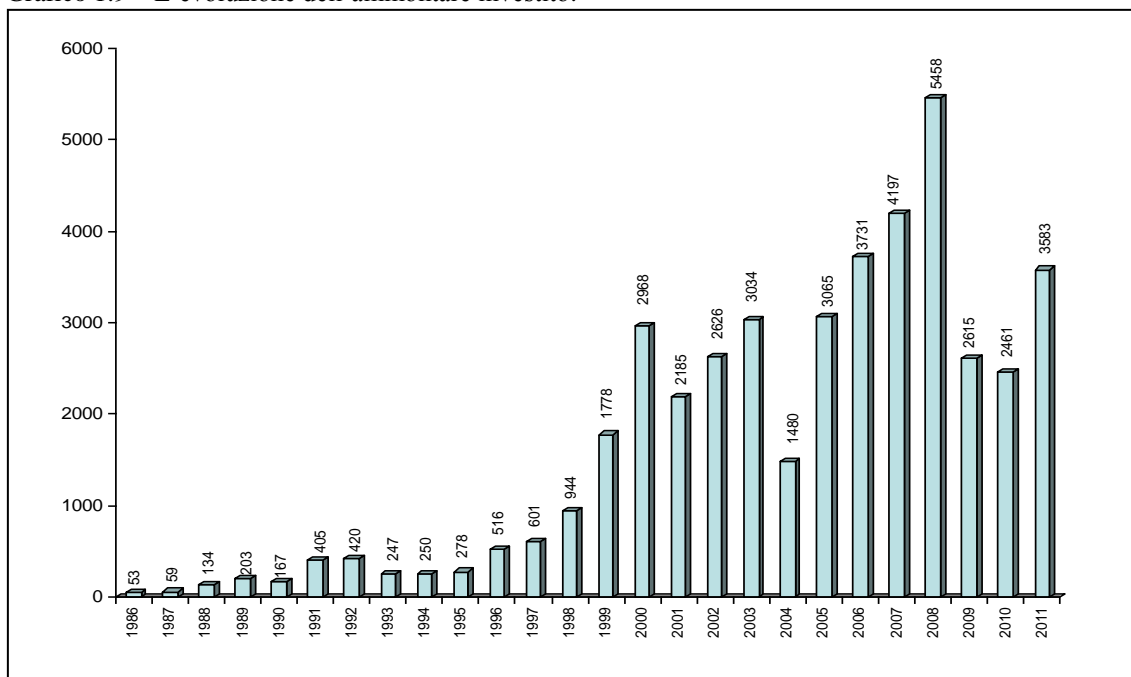
Nei primi anni, si è registrato un trend positivo, in quanto si è partiti nel 1986 con un importo pari a 50 milioni di euro, successivamente 10 anni più tardi si è raggiunta la soglia dei 500 milioni di euro, fino ad arrivare ad oltre tre miliardi di investimenti nel 2005. Tale andamento di crescita si è verificato anche nei tre anni successivi, raggiungendo il valore massimo nel 2008, con un importo pari a 5.458 milioni di euro.

Tuttavia, la crisi e la recessione globale hanno rallentato anche l'attività di investimento e i suoi volumi, che si sono ridotti nel 2009 ad un ammontare pari a 2.615 milioni di

²³ Si intendono i fondi di fondi attivi sul territorio nazionale

euro. Anche il 2010 ha risentito della crisi, in quanto l'ammontare investito è sceso ulteriormente, mentre, nel 2011 si sono verificati i primi segnali di ripresa. Questo sta a testimoniare la ripresa del settore e la ritrovata fiducia da parte degli investitori.

Grafico 1.9 – L'evoluzione dell'ammontare investito.

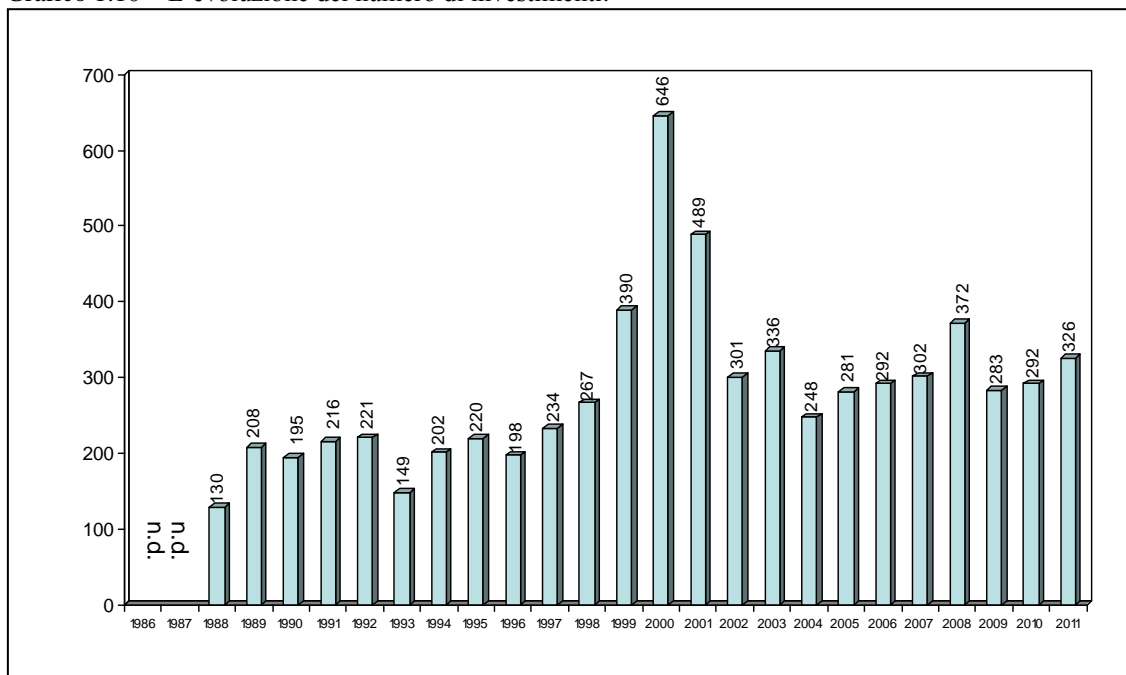


Fonte: AIFI – PwC. Dati in milioni di Euro.

Per quanto riguarda il numero di investimenti realizzati, il picco si è verificato nel 2000, con un ammontare pari a 650 operazioni. Negli anni precedenti al 2000 l'andamento è stato piuttosto variabile; tuttavia, a partire dal 2000, si sono verificati da un lato una contrazione del numero di operazioni realizzate e dall'altro numerosi mega deals che hanno determinato un incremento del taglio medio per singolo investimento.

Anche in tal caso, la crisi ha determinato una riduzione del numero di investimenti ed un rallentamento dei buy out, che avevano caratterizzato gli anni precedenti alla crisi. Come nella precedente analisi, anche in questo caso nel 2011, si sono verificati dei segnali di ripresa, con un aumento del numero di operazioni pari al 12% rispetto all'anno precedente.

Grafico 1.10 – L'evoluzione del numero di investimenti.



Fonte: AIFI – Pwc.

Focalizzandosi sulla tipologia di investimento, si può notare come le prime operazioni nel capitale di rischio abbiano seguito, almeno inizialmente, il modello anglosassone. Pertanto, almeno inizialmente, si sono effettuati interventi di early stage financing. Tuttavia, a partire dal 1988 l'interesse verso questa categoria di investimento è incominciato a venir meno a causa delle deludenti performance. A partire dai primi anni Novanta, l'attenzione si è focalizzata nei confronti di imprese già consolidate e sviluppate; ed è così che le operazioni di expansion financing sono diventate anche nel nostro Paese quelle preferite dagli investitori.

Le operazioni di early stage sono incominciate a diminuire costantemente a partire dal 2000, a seguito della bolla speculativa.

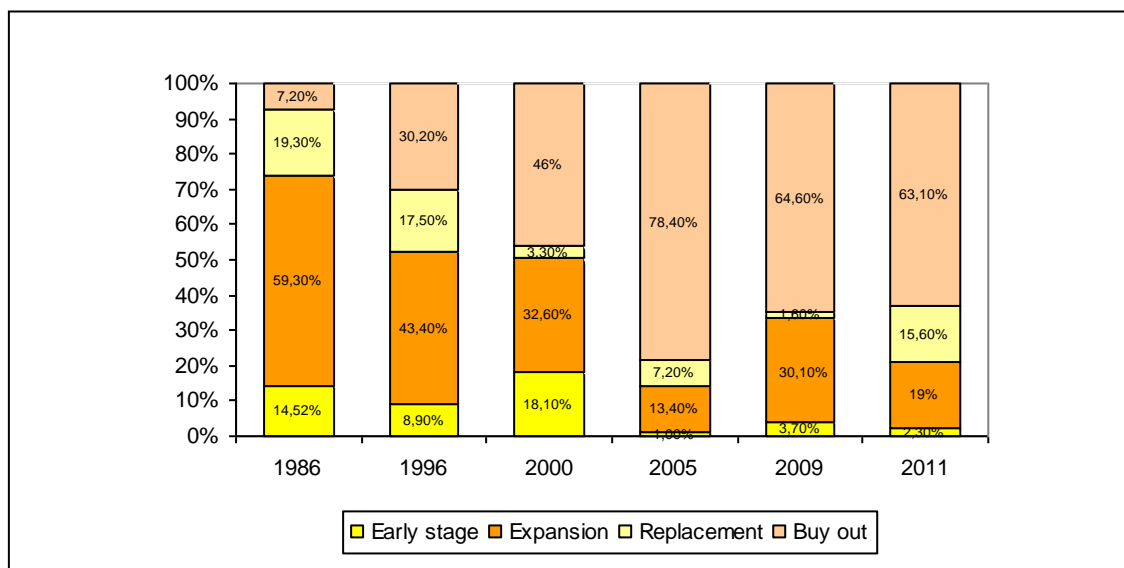
Per quanto riguarda le operazioni di buy out, si è verificato un cambiamento del ruolo svolto da tale tipologia di intervento; nei primi anni Novanta tali operazioni ricoprivano un ruolo marginale nella nostra economia rispetto alle altre tipologie di interventi a causa dell'incerto quadro normativo e dell'elevato grado di difficoltà, ma a partire dal 2000 tali interventi sono stati predominanti ed hanno attratto la maggior parte delle risorse finanziarie. Ecco che le operazioni di venture capital hanno lasciato spazio agli

interventi di buy out, a cui si ricorre soprattutto per le caratteristiche strutturali delle PMI italiane e per il loro ciclo di vita: infatti, è sempre più frequente che queste imprese si trovino a dover affrontare delicati processi di ricambi generazionali.

A partire dagli anni Novanta sono stati effettuati anche i primi mega deals. Negli anni seguenti la situazione è rimasta pressoché invariata, con i buy out che hanno continuato a rappresentare il segmento di mercato più importante in termini di risorse investite. Come già affermato inizialmente, la crisi ha avuto un impatto negativo sia in termini di numero di operazioni realizzate, sia per quanto riguarda gli investimenti; tuttavia, nel 2011 anche il mercato dei buy out ha presentato segnali di ripresa e sono riapparsi i grandi buy out che avevano caratterizzato gli anni pre – crisi.

La crisi ha amplificato la necessità di intervenire nei confronti delle imprese in difficoltà, provocando così il rafforzamento del segmento del turnaround. Lo sviluppo di tale tipologia di investimento è stato tardivo in Italia sia per la normativa, sia per l'elevato livello di rischio che caratterizza tale operazione; tuttavia, tale sviluppo risulta essere di primaria importanza, soprattutto in virtù del sempre maggior numero di imprese che presentano situazioni di tensione finanziaria. Nonostante questo, tale segmento rappresenta, ancora ad oggi, una nicchia del settore del private equity.

Grafico 1.11 – L'evoluzione della distribuzione percentuale dell'ammontare investito per tipologia.



Fonte: AIFI- PwC.

Nel tempo si è riscontrato un cambiamento delle tipologie di intervento poste in essere dagli inventori istituzionali. Tale cambiamento ha inevitabilmente influenzato i settori a cui erano indirizzati gli investimenti.

E' da ormai vent'anni che il private equity sostiene le imprese che operano nei settori tradizionali della nostra economia, quali ad esempio l'automazione, l'alimentare, il tessile, l'abbigliamento, aiutandole a superare i problemi riguardanti l'accesso al credito e di sottocapitalizzazione, nonché fornendo un supporto concreto in termini di crescita dimensionale e di internazionalizzazione.

Nei primi anni di attività del private equity le aziende target erano quelle che operavano nei settori maturi e tradizionali, come quello dei beni di consumo e manifatturiero.

Tuttavia, anche in Italia, nel corso degli ultimi anni si sta sviluppando un'attenzione nei confronti di settori "nuovi" per l'industria del private equity; ne è una conferma il sempre maggior numero di investimenti che sono stati realizzati nei confronti di imprese operanti nel settore medicale, nonché in quello dei computer e dei media. Ulteriore conferma di quanto appena detto è la progressiva crescita delle operazioni riguardanti le imprese operanti nel settore dell'energia e utilities, che nel biennio 2010 – 2011 hanno rappresentato il principale target di investimento per quanto riguarda il numero di operazioni; sicuramente, hanno contribuito a tale risultato le tariffe incentivanti per le energie rinnovabili in vigore nel nostro Paese.

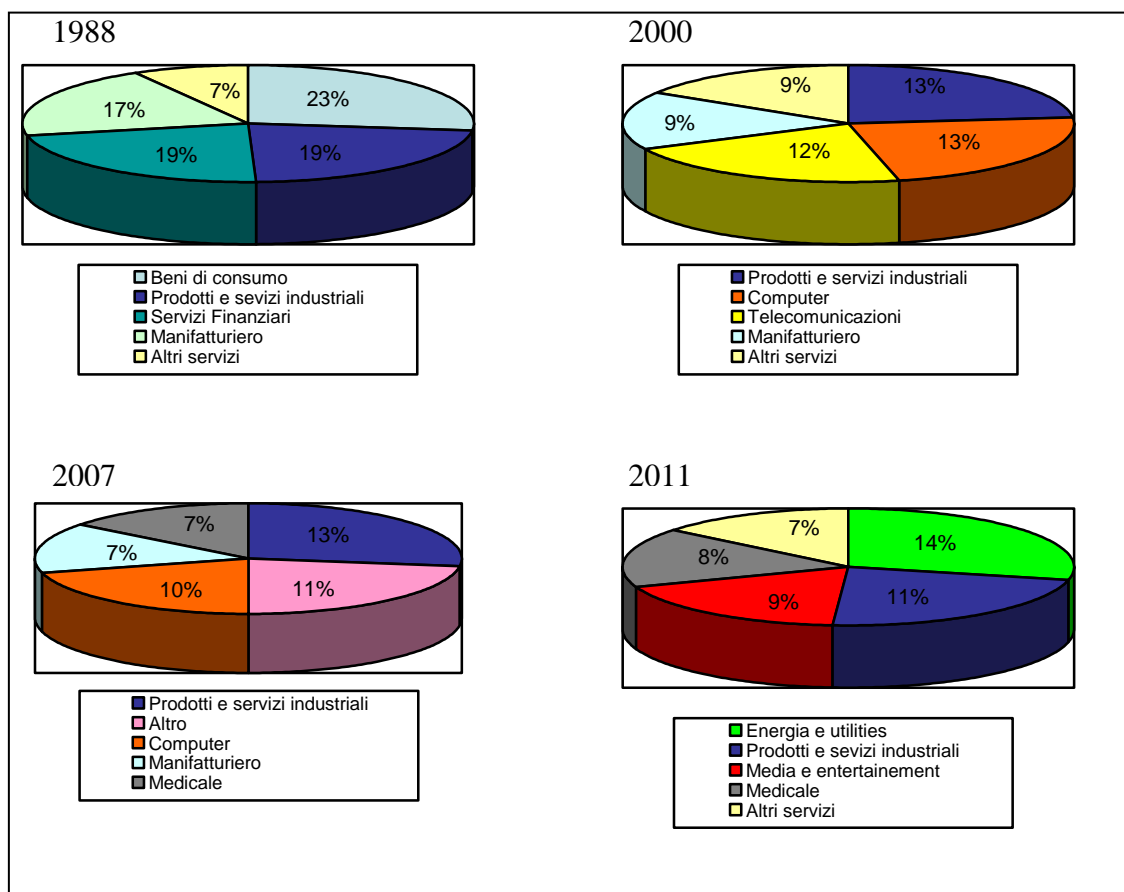
E' stato riscontrato un aumento anche per le iniziative rivolte alle reti di comunicazione e dei trasporti, con interventi che hanno riguardato autostrade, aeroporti e porti. Tali interventi sono stati sollecitati dalla possibilità da parte di enti pubblici, come Comuni e Provincie, di recuperare liquidità tramite cessioni e di realizzare nuove infrastrutture da anni ferme, per la mancanza di capitali.

A testimonianza di un'attenzione verso "nuovi" settori e diversi da quelli "tradizionali" è quanto verificatosi nel 2000: tra i cinque principali settori delle società oggetto di investimento, sono rientrati quello dei computer e delle telecomunicazioni. Successivamente, si è verificata la crescita di altri settori high tech, come ad esempio quello medicale, che nel 2007, ha raggiunto un'incidenza del 7%.

Nel 2011 le imprese operanti nel settore dell'energia e utilities hanno rappresentato il principale target di investimento per quanto concerne il numero di operazioni, con una

quota pari al 14%; da segnalare anche il settore dei media e entertainment che si è collocato al terzo posto.

Grafico 1.12 – La distribuzione settoriale degli investimenti in termini % - I primi cinque settori classificati.

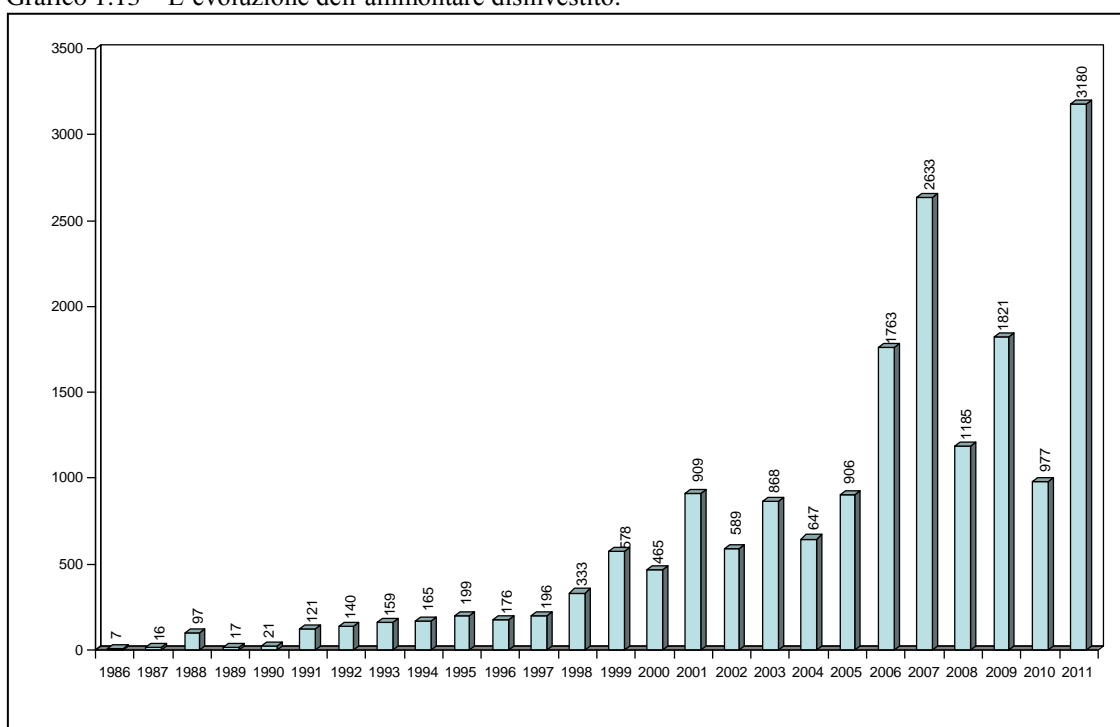


Fonte: Luic Papers, Venticinque anni di Private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche ai giorni nostri, 2013.

Infine, analizzando l'ultima fase che caratterizza tutto il processo di investimento, ossia l'attività di disinvestimento, si può notare come essa nel corso dei primi anni sia stata caratterizzata da un'evoluzione positiva, nonostante presenti un trend inverso rispetto all'attività di investimento. Essa rappresenta uno dei momenti più delicati e importanti di tutto il processo di investimento, in quanto è dall'andamento di questa ultima fase che dipenderà il raggiungimento dell'obiettivo finale di tutta l'attività di private equity, ossia la realizzazione di una profittevole plusvalenza derivante dalla dismissione della partecipazione. Analizzando l'attività di disinvestimento in termini di ammontare

investito, si può notare dal grafico sottostante come sia stato raggiunto un buon risultato nel 2001, con un ammontare disinvestito pari a 909 milioni di Euro, seguito poi, nei successivi anni, da un andamento altalenante riconducibile alle limitate opportunità che offrivano i mercati finanziari nazionali ed internazionali. Nel triennio che va dal 2005 al 2007 si può osservare una progressiva crescita delle risorse disinvestite, con il picco raggiunto nel 2007, con un ammontare pari 2633 milioni di Euro. Nel 2008 anche tale attività ha risentito delle turbolenze dei mercati finanziari; queste hanno reso molto più difficile la dismissione della partecipazione attraverso il canale borsistico. Il 2009 sembra essere un anno di ripresa, tuttavia, bisogna segnalare come l'85% dell'ammontare complessivo riguardi svalutazioni parziali o totali ²⁴delle società in portafoglio. Negli anni successivi tale modalità di uscita è diminuita e si possono così vedere i primi segnali di ripresa anche per quanto riguarda tale attività. In particolare, è molto incoraggiante in termini futuri il risultato verificatosi nel 2011, con un ammontare record raggiunto pari a 3180 milioni di Euro.

Grafico 1.13 – L'evoluzione dell'ammontare disinvestito.

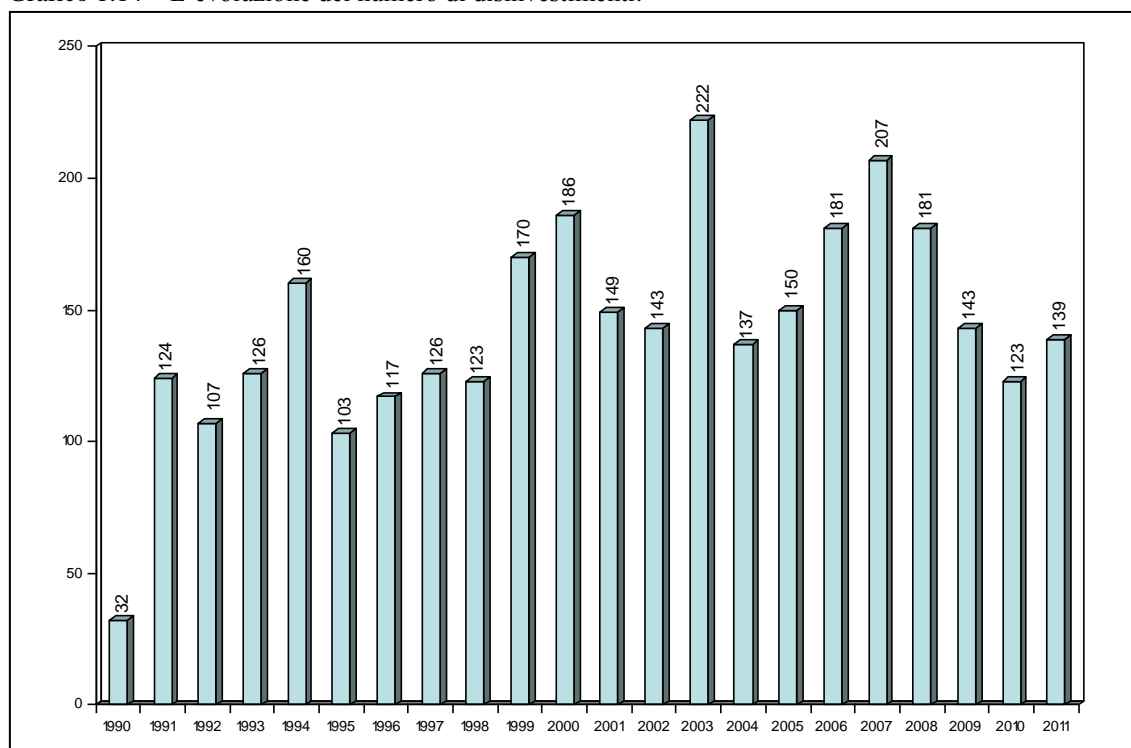


Fonte: AIFI – Pwc. Dati in milioni di Euro.

²⁴ Write off: svalutazione totale o parziale del valore della partecipazione detenuta dall'investitore istituzionale nel capitale di rischio della società, avvenuta a seguito delle perdita di valore permanente della società o del fallimento o liquidazione.

Per quanto riguarda l'evoluzione in termini di numero di disinvestimenti, anch' essa presenta un andamento piuttosto variabile, con il miglior risultato raggiunto nel 2003, con un ammontare pari a 222 disinvestimenti. Tuttavia, anche in questo caso la crisi finanziaria si è fatta sentire, rallentando il processo di crescita iniziato nel 2004. Nel 2010 si sono verificati i primi segnali di ripresa, con le svalutazioni che sono passate dal 39% all' 11% rispetto all'anno precedente. Il 2011 conferma i segnali di ripresa verificatisi nell'anno precedente, passando da 123 a 139 dismissioni.

Grafico 1.14 – L'evoluzione del numero di disinvestimenti.



Fonte: AIFI – PwC.

Spostando l'attenzione sulle modalità attraverso cui può avvenire la cessione delle partecipazioni emerge una predominanza del trade sale. Questo è vero soprattutto nei primi anni di attività del mercato del private equity; tale risultato è da imputare soprattutto al mercato borsistico e a quello secondario, in quanto offrivano poche opportunità. Tuttavia, nel corso degli anni il canale del trade sale ha lasciato spazio alla vendita ad altri investitori istituzionali. Tale risultato è riconducibile alla diffusione delle operazioni di leveraged buy out²⁵. Risultano essere poco diffuse le IPO²⁶ e le

²⁵ Operazione che si caratterizza per l'acquisto da parte di operatori di private equity di partecipazioni di aziende già precedentemente oggetto di buy out.

vendite post IPO a causa delle difficoltà di superamento da parte degli imprenditori italiani delle convinzioni di tipo familistico, delle dimensioni medie delle partecipate e dei costi percepiti troppo elevati rispetto ai vantaggi. Tuttavia, nel corso degli anni le dismissioni avvenute ricorrendo al mercato borsistico sono cresciute, raggiungendo nel 2007 l' 8% del totale dei disinvestimenti. Altresì, sono aumentate anche le dismissioni avvenute attraverso riacquisti dei vecchi azionisti, l'acquisto di azioni proprie e l'acquisto da parte del management.

Per quanto concerne l'holding period, ovvero il periodo di detenzione della partecipazione, la crisi finanziaria internazionale ne ha determinato un allungamento. Prima che si verificasse la crisi, l'investitore istituzionale usciva dopo 2 – 3 anni dall'avvenuto acquisto della partecipazione sfruttando exit markets favorevoli; successivamente l'holding period si è dilatato fino a raggiungere i 4 – 6 anni. Tale risultato conferma le difficoltà vissute dai mercati borsistici; queste rendono difficile lo smobilizzo della partecipazione e portano gli operatori a focalizzarsi maggiormente sulle aziende detenute nel proprio portafoglio. In particolare, l'holding period nel 2002 raggiungeva un periodo medio pari a 2 anni e 6 mesi e fino al 2006 è stato sempre inferiore ai quattro anni. Successivamente, si è assistito ad una crescita progressiva di tale periodo, raggiungendo nel 2009 il picco massimo, pari a 4 anni e 7 mesi.

In questo paragrafo, si è visto come il mercato del private equity si sia evoluto nel corso degli anni; tale evoluzione ha consentito al nostro Paese, inizialmente partito in condizione di svantaggio rispetto ad altri, di potersi avvicinare sensibilmente alle principali realtà europee. Tuttavia, l'evoluzione ha determinato dei profondi cambiamenti del mercato sia dal punto di vista quantitativo, che da quello qualitativo.

Riassumendo, la raccolta di capitali in una prima fase è caratterizzata da una forte crescita avvenuta in concomitanza con il massimo sviluppo del settore, dove i volumi raccolti hanno superato quelli investiti, per poi subire un brusco rallentamento con la crisi finanziaria. Ad oggi, tale attività rappresenta il comparto più problematico del private equity italiano. I principali mutamenti dell'attività di raccolta hanno riguardato i seguenti ambiti: la provenienza geografica e le tipologie di fonte di capitali raccolti. Per quanto riguarda la provenienza geografica, i primi anni si caratterizzavano per una

²⁶ Initial Public Offering, ossia offerta pubblica iniziale, rappresenta un'offerta al pubblico di titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta sul mercato regolamentato, aprendosi così ad un pubblico di investitori più ampio.

predominanza domestica, per poi successivamente contrarsi a favore della raccolta esterna; dopodiché, a seguito dello scoppio della crisi finanziaria, il trend si è invertito nuovamente, determinando un impatto negativo sulla componente estera che si è contratta notevolmente. Spostando l'attenzione sul secondo aspetto, ossia sulle tipologie di fonte di capitali, nei primi anni hanno svolto un ruolo fondamentale le risorse provenienti dal settore bancario. Tuttavia, nel corso degli anni, hanno assunto un'importanza sempre maggiore i fondi di fondi. In seguito la crisi ha modificato le tendenze precedenti, determinando una riduzione dell'importanza dei fondi di fondi e delle banche a scapito dei gruppi industriali e del settore pubblico.

L'evoluzione ha riguardato anche l'attività di investimento; inizialmente la maggioranza dei capitali investiti si focalizzava sulle imprese che si trovavano in fase di avvio, ma già a partire dai primi anni Novanta, l'attenzione si è spostata verso interventi di expansion. Così, le operazioni di buy out sono cresciute nel tempo, per poi subire una frenata con l'avvento della crisi. Un altro segmento che si è rafforzato con la crisi, anche se ancora oggi troppo limitato, è stato quello del turnaround.

Altra evoluzione che ha caratterizzato l'investimento, è stato il cambiamento del focus settoriale a cui si rivolgevano gli investimenti: nei primi anni verso settori tradizionali e maturi, come ad esempio quello dei beni di consumo, mentre nei successivi l'attenzione ha iniziato a spostarsi verso settori ad alto contenuto tecnologico, come ad esempio quello dei computer e quello medicale.

Spostando l'attenzione sull'attività di disinvestimento, essa si caratterizza per un trend inverso rispetto a quella degli investimenti. Tale attività è stata condizionata soprattutto dalle turbolenze dei mercati finanziari avvenute durante la crisi, rendendo molto difficile la dismissione delle partecipazioni attraverso il "canale" borsistico.

In termini di modalità di cessione delle partecipazioni, nei primi anni si è osservata la prevalenza della vendita ad altri soggetti industriali, mentre nei successivi anni si è verificata una crescita delle modalità che prevedono la vendita ad investitori istituzionali e il ricorso al mercato borsistico, anche se si osserva una riduzione delle IPO venture backed a seguito della crisi.

Pertanto, si può sicuramente affermare che nel nostro Paese c'è stato un notevole sviluppo del settore del capitale di rischio accompagnato da ottimi risultati e tutto ciò ci ha permesso come già detto in precedenza, di avvicinarci agli altri Paesi europei.

Nonostante ciò, esistono ancora ad oggi diversi ostacoli che limitano l'utilizzo e la diffusione del capitale di rischio come fonte di finanziamento complementare al debito.

Ne sono un esempio:

- il limitato numero di operatori e operazioni;
- la scarsa presenza di interventi di turnaround;
- lo scarso sviluppo delle operazioni di venture capital high tech;
- la modesta diversificazione delle modalità di disinvestimento;
- la disomogeneità geografica degli interventi.

Per quanto riguarda il primo aspetto, in Italia si possono contare poco più di 100 operatori attivi, un numero assai modesto se confrontato con quello dei principali Paesi europei, come ad esempio la Germania, la Francia e il Regno Unito.

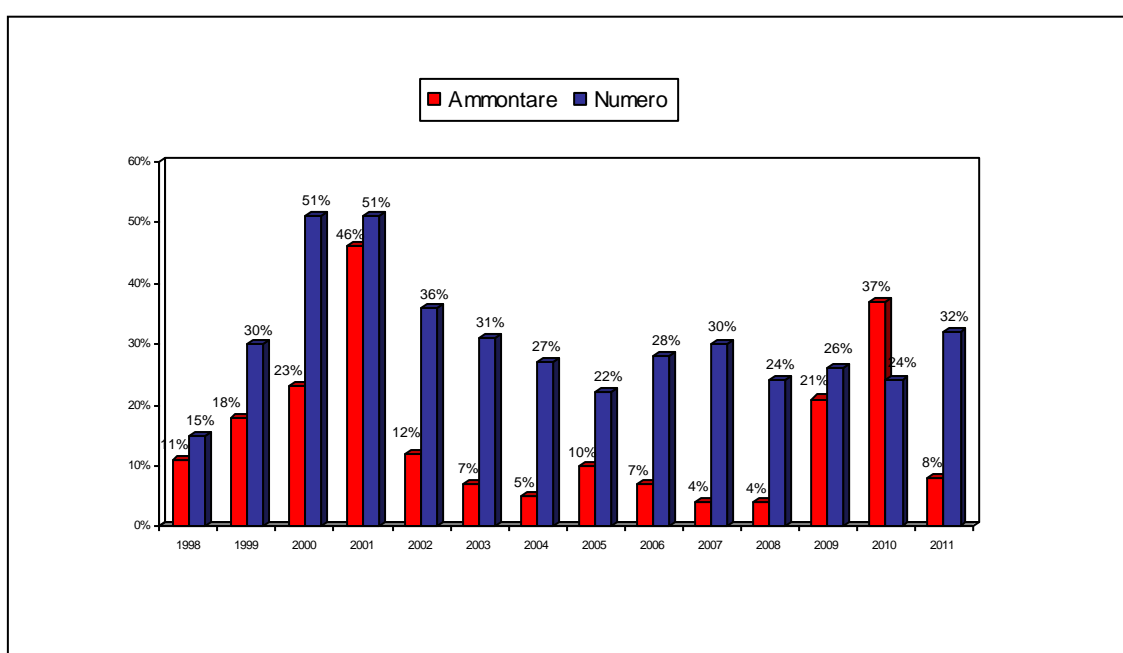
Oltre che al numero di operatori, è modesto anche il numero di operazioni che vengono mediamente realizzate nel nostro Paese se confrontate con quelle realizzate in Francia ed in Germania. A soffrirne, se confrontati con i principali mercati europei, sono soprattutto le operazioni riguardanti il comparto dell'early stage; ciò testimonia come gli operatori attivi nel nostro Paese siano principalmente focalizzati sulle operazioni riguardanti le fasi successive all'avvio dell'azienda.

Invece, con il secondo aspetto, ovvero la scarsa presenza di interventi di turnaround si vuole sottolineare come in Italia, il numero di operatori specializzati in questo segmento è ancora molto limitato. Questo è da imputare sia alle problematiche che contraddistinguono il diritto fallimentare, sia alla mancanza di competenze specifiche che servirebbero per creare dei fondi specializzati nell'investimento in aziende in crisi e perciò da ristrutturare. Soprattutto oggi, la situazione del sistema imprenditoriale italiano richiederebbe l'esigenza di porre in essere tale tipo di interventi che potrebbero contribuire a rilanciare le imprese che si trovano in uno stato di difficoltà o di crisi.

Modesti sono anche gli interventi, se confrontati con i principali Paesi europei, che vengono realizzati sulle imprese tecnologiche che si trovano nei primi anni di vita; ci si sta riferendo ai cosiddetti interventi di venture capital high tech. Nonostante si siano verificate situazioni di ritardo e di criticità rispetto ai Paesi europei più evoluti, anche in Italia c'è stato un miglioramento che ha portato a colmare parte del gap rispetto agli altri Paesi.

In particolare, l'ammontare di capitale dedicato a tali imprese dopo il picco verificatosi nel 2001, con un importo pari al 46%, si è progressivamente contratto negli anni successivi fino al 2008. Nei due anni successivi si è verificata un'inversione di tendenza con un aumento dell'ammontare delle risorse investite, fino a raggiungere il 37% nel 2010. Tuttavia, nel 2011 tali operazioni si sono ridotte all' 8% in termini di ammontare, mentre è aumentata la loro incidenza sul numero totale delle operazioni con un risultato pari al 32%.

Grafico 1.15 – L'evoluzione del peso percentuale degli investimenti in imprese high tech.



Fonte: Luic Papers, Venticinque anni di Private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche ai giorni nostri, 2013. Dati AIFI – Pwc.

Analizzando la fase del disinvestimento, come si è visto prima, in Italia si ricorre principalmente al trade sale e alla vendita ad altri investitori istituzionali, utilizzando poco il mercato borsistico. Infine, le operazioni realizzate nel nostro Paese riguardano soprattutto aziende del Nord. Come si può notare dalla tabella qui di seguito, esiste una sorta di disomogeneità a livello territoriale che nel corso degli ultimi anni è stata attenuata grazie agli interventi che si sono realizzati, come ad esempio la creazione del Fondo Sud HT²⁷.

²⁷ Fondo che opera a supporto degli investimenti nel settore digitale nel Mezzogiorno.

Tabella 1.3 – La recente evoluzione degli investimenti nel Sud e nelle Isole.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ammontare totale Sud e Isole (milioni di Euro)	30	89	102	70	108	60	108
N. investimenti totale Sud e Isole	15	13	18	12	12	23	34
Peso % sul tot.Italia (numero).	6%	5%	7%	4%	5%	8%	11%

Fonte: Luic Papers, Venticinque anni di Private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche ai giorni nostri, 2013. Dati AIFI – Pwc.

CAPITOLO 2 – LE CARATTERISTICHE DELL’INVESTIMENTO IN PRIVATE EQUITY

2.1 L’apporto dell’investitore istituzionale.

Affinché l’investitore istituzionale possa raggiungere il proprio obiettivo, risulta di fondamentale importanza che esso apporti insieme al capitale di rischio tutta una serie di competenze professionali finalizzate a supportare la strategia d’impresa, la realizzazione degli obiettivi definiti ex- ante con l’azionista, nonché tutta una serie di contatti e relazioni (network).

Pertanto, in generale, l’investitore istituzionale per creare valore ha la possibilità di intervenire non esclusivamente in termini di apporto finanziario, bensì in altre cinque diverse aree di valorizzazione:

2. come cassa di risonanza per le idee del gruppo imprenditoriale;
3. consulenza manageriale e apporto strategico;
4. gestione del management;
5. rete di contatti;
6. intervento operativo

Sicuramente l’apporto finanziario, ossia il capitale fornito dall’investitore all’impresa riveste un ruolo di fondamentale importanza in quanto è il fattore che determina il sorgere del rapporto tra le parti e anche perché, in molti casi, l’investitore istituzionale rappresenta l’unica fonte di finanziamento possibile. Tale ultima considerazione è vera soprattutto per le piccole e medie imprese, in quanto l’accesso ai flussi finanziari bancari e non è oggi molto difficile per la scarsa propensione delle banche a concedere prestiti ed è, inoltre, molto più difficoltoso rispetto ai grandi gruppi industriali. I più importanti servizi finanziari che vengono forniti dagli investitori istituzionali sono: la possibilità di ottenere delle facilitazioni per la raccolta di capitale di debito, la gestione del gruppo dei finanziatori, il reperimento di ulteriori fonti di capitale di rischio nonché il monitoraggio delle performance finanziarie. In generale, si può affermare che l’ingresso dell’investitore consente di apportare un miglioramento all’immagine aziendale nei confronti di tutti gli altri interlocutori finanziari, in altri termini l’operatore finanziario rappresenta una garanzia sulla solidità e sulla validità dell’idea

imprenditoriale. Tutto ciò consente di ottenere più facilmente e a migliori condizioni il capitale di debito dagli istituti di credito, e inoltre, può stimolare altri investitori istituzionali a fornire ulteriore capitale di rischio necessario per lo sviluppo dell'impresa. In aggiunta, l'investitore potendo contare su importanti competenze, è in grado di monitorare le performance finanziarie segnalando eventuali tensioni o risultati negativi che possono sorgere e porre eventualmente così in essere azioni correttive se necessario. L'esperienza finanziaria dell'investitore istituzionale è fondamentale in tutti quegli interventi che hanno come obiettivo la quotazione finale dell'impresa.

La seconda area di valorizzazione è di estrema importanza se si tiene conto del fatto che le imprese operano in un ambiente dinamico e caratterizzato sempre più da un maggiore livello di competitività; ecco che in un contesto del genere diventa di fondamentale importanza confrontarsi con l'investitore istituzionale. Questo perché essendo un soggetto qualificato, con esperienza e competenza, è in grado di ascoltare le idee proposte dal gruppo imprenditoriale e dare altresì il suo parere sulla loro validità e fattibilità, grazie appunto all'esperienza maturata nel corso degli anni. Tale esperienza è uno dei fattori determinati del valore aggiunto che l'investitore fornisce al cliente²⁸. Confrontandosi e lavorando a stretto contatto con l'investitore, il management tenderà ad allinearsi a quest'ultimo, convivendo obiettivi e percorso di crescita, e così facendo incrementerà il proprio grado di oggettività e razionalità.

Con la terza area di intervento, ossia la consulenza manageriale e l'apporto strategico, ci si riferisce all'ampia gamma di servizi che l'investitore offre all'impresa, fino al punto da essere definito da alcuni economisti²⁹ come "consulente con un interesse finanziario."

L'investitore istituzionale svolge un ruolo rilevante nella definizione e nell'implementazione della strategia delle imprese detenute nel suo portafoglio. In particolare esso fornisce un supporto concreto nei fattori relativi al mercato, in quelli relativi alla posizione competitiva nonché allo sviluppo del prodotto. Inoltre rientrano sempre nell'ambito strategico tutti quegli interventi volti a dotare l'impresa di una mentalità adatta per affrontare in modo costruttivo eventuali problemi che si possono presentare, nonché la definizione delle basi che dovrebbero consentire ai manager di

²⁸ H.J. Sapienza, S. Manigart, W. Vernier, "Venture Capitalists Governance and value added in four countries", *Journal of Business Venturing*.

²⁹ V.H. Fried, R.D. Histrich, "The Venture Capitalist: a relationship investor", *California Management Review*.

adottare dei comportamenti corretti. La consulenza strategica non si limita a tali aspetti, infatti essa è di fondamentale importanza nel momento in cui vengono realizzate operazioni straordinarie, quali la fusione o acquisizione con altre imprese, nonché nel momento in cui si realizzano processi di internazionalizzazione in quanto i contatti che l'investitore dispone possono essere la chiave di successo per tutta l'operazione.

Oltre che a tali contributi, l'investitore può contribuire in maniera importante anche in tema di marketing, in particolare per tutte quelle decisioni di marketing mix e di definizione del budget di spesa. Inoltre, siccome l'investitore è interessato al successo dell'intera operazione, è molto attento ad individuare e porre rimedio ad eventuali problemi che potrebbero determinare una crisi aziendale e comportare così ingenti perdite che potrebbero compromettere il buon esito dell'intera operazione. Proprio per prevenire tale situazione, sarà di fondamentale importanza la fase di monitoraggio dell'investimento.³⁰

La quarta area d'intervento è rappresentata dalla gestione del management. Tale area è di fondamentale importanza per lo sviluppo dell'intera impresa in quanto "i manager sono l'elemento dinamico e fonte di vita di qualsiasi business, senza questo fattore le risorse produttive sarebbero solo risorse e non diventerebbero mai produttive."³¹ Si capisce come le prestazioni e le qualità dei manager giochino un ruolo rilevante nel determinare il successo dell'impresa, nonché nella sua sopravvivenza stessa. I principali interventi svolti dall'investitore in tale area sono focalizzati alla ricerca e alla selezione dei manager. Inoltre essi possono definire un sistema di incentivazione volto a massimizzare l'operato dei manager stessi nonché dei dipendenti in generale. Infatti, una delle pratiche utilizzate dagli investitori è quella di fissare degli obiettivi intermedi e fornire dei feedback che consentono di comprendere se la strada intrapresa dall'impresa è quella giusta.

La quinta area di valorizzazione si riferisce alla rete di contatti preziosi apportati dall'investitore che, se ben sfruttati, potrebbero consentire di ottenere un tasso di crescita maggiore rispetto alle altre aziende non partecipate da investitori istituzionali. Inoltre, l'intervento dell'investitore istituzionale consente di diffondere un clima di fiducia non solo nei confronti degli istituti di credito, ma più in generale anche verso i potenziali fornitori e clienti. In sostanza, l'ingresso da parte dell'investitore istituzionale

³⁰ Cfr. paragrafo 2.4 di questo elaborato "Le fasi del processo di investimento".

³¹ P.F. Drucker, *The practice of management*, Heinemann Business Paperbacks, London 1989.

consente di definire più facilmente accordi e contratti vantaggiosi con le relative controparti, grazie proprio al clima di fiducia di cui si parlava poco sopra.

Infine, con l'ultima area di valorizzazione, ovvero l'intervento a livello operativo, ci riferiamo a tutte quelle attività che comportano un contatto tra investitori e top management.

Pertanto, si può affermare che l'investitore istituzionale:

- partecipa alle scelte strategiche dell'impresa, intervenendo su tutti quegli aspetti che possono modificare la combinazione prodotto/tecnologia/mercato su cui l'impresa si basa e sulle decisioni di investimento più importanti;
- lascia al socio imprenditore una totale autonomia nelle decisioni riguardanti la gestione operativa quotidiana dell'azienda;
- instaura un rapporto aperto e costruttivo con l'imprenditore, una totale trasparenza e disponibilità ad un colloquio leale.

Nel corso di tale paragrafo si è capito come la partecipazione al capitale di rischio di investitori istituzionali, rispetto alle tradizionali forme di finanziamento come ad esempio il prestito bancario, richieda uno stretto rapporto di collaborazione tra investitore istituzionale e imprenditore. Ad esempio, se l'impresa ricorre ad un prestito bancario, la banca non sarà interessata direttamente al processo di creazione di valore dell'impresa bensì alla capacità di quest'ultima di far fronte alle proprie obbligazioni, in altri termini, il suo giudizio sarà focalizzato sulla solvibilità finanziaria. Se, invece, l'impresa ricorre ad un investitore istituzionale, quest'ultimo condivide con l'imprenditore l'incremento di valore della partecipazione e così farà di tutto per aiutare l'impresa a crescere in modo tale da raggiungere l'obiettivo prefissato sopra citato. Ma affinché ciò avvenga è necessario che tra i due soggetti si instauri uno stretto rapporto di collaborazione, fiducia e di interazione.

La collaborazione tra i due soggetti si deve basare sulla condivisione e fiducia degli obiettivi, tenendo ben presente come il soggetto istituzionale sia un socio temporaneo dell'imprenditore, con cui si condividono degli obiettivi prestabiliti, senza però mai sminuire l'importanza del soggetto imprenditore, che rimane il "fulcro" dell'impresa.

In altre parole, il socio imprenditore e il socio investitore si trovano a condividere una sorta di percorso comune condividendo le rispettive esperienze: il primo mette a disposizione la propria imprenditorialità, nonché la conoscenza del mercato e la propria

capacità di realizzare gli obiettivi strategici; il secondo apporta oltre al capitale di rischio l'esperienza acquisita in contesti diversi, un vasto network di relazioni finanziarie e commerciali, nonché la capacità di risolvere difficoltà finanziarie ed organizzative.

In un contesto così caratterizzato, il socio investitore contribuisce allo sviluppo della società in sintonia con l'operato del socio imprenditore; si viene a creare così una sorta di contesto virtuoso, all'interno del quale il socio imprenditore può beneficiare del contributo apportato dal socio investitore e dove entrambi sono interessati allo sviluppo dell'impresa e al suo conseguente incremento di valore.

Riassumendo, l'ingresso del socio investitore, oltre ai tradizionali vantaggi di carattere finanziario, può determinare tutta una serie di vantaggi "non finanziari", come ad esempio:

- supportare il socio imprenditore nella definizione di una strategia di sviluppo e nel perseguimento di essa, sfruttando le occasioni di crescita esterna, attraverso fusioni, join venture, acquisizioni con altre imprese del settore;
- maggiore funzionalità della compagine sociale;
- contribuire a realizzare una gestione più professionale e manageriale, attenuando i condizionamenti che possono pervenire dalla sfera degli interessi familiari e personali;
- crescere il potere contrattuale dell'impresa, grazie appunto all'ingresso dell'investitore come azionista di rilievo;
- migliorare l'immagine dell'impresa nei confronti dell'intero mercato finanziario, agevolando così il reperimento di finanziamenti necessari per un eventuale sviluppo del circolante;
- maggior capacità di attrarre management capaci ed esperti;
- migliorare la "cultura" manageriale, in quanto grazie al contributo dell'investitore istituzionale è possibile creare delle premesse affinché l'impresa affronti contesti competitivi più evoluti.

2.2 L'importanza della corporate governance

Nel precedente paragrafo si è sottolineata la specificità del rapporto che lega socio imprenditore e socio investitore; tra i due soggetti vi deve essere uno stretto rapporto di collaborazione, ossia una sorta di “binomio” socio imprenditore/socio investitore, coeso e motivato, in grado di garantire le competenze necessarie per la realizzazione delle strategie, di un'efficace gestione operativa e per il raggiungimento degli obiettivi contenuti nel business plan.

Affinché si possa instaurare un rapporto così definito, ossia un rapporto basato sulla collaborazione e l'interazione, sarà necessario definire delle opportune regole di corporate governance³² che vadano a disciplinare la stabilità degli assetti societari nonché la partecipazione ed il coinvolgimento del socio investitore in alcune scelte riguardanti la gestione.

Pertanto, con l'ingresso del socio investitore, si dovrà inserire un adeguato sistema di regole di corporate governance all'interno dello statuto della società e/o nel patto parasociale che avranno come obiettivo quello di disciplinare la vita sociale tra impresa ed azionisti, nonché quello di fornire al socio investitore le informazioni e gli strumenti per contribuire alla crescita e allo sviluppo dell'impresa. In questo modo, l'impresa sarà in grado di fornire al mercato delle informazioni di migliore qualità, di disciplinare il rapporto tra azionisti e management, orientando questi ultimi verso un processo di creazione di valore, agevolando la condivisione di scelte strategiche aziendali, rendendo l'impresa sempre più indipendente rispetto ai singoli soggetti e fornendo a tutti quei soggetti che siedono nel Collegio Sindacale e nel Consiglio di Amministrazione quelle informazioni necessarie per partecipare al governo dell'impresa.

Nel dettaglio, affinché si possa instaurare un “virtuoso” rapporto di collaborazione ed interazione tra il socio investitore e il socio imprenditore, sarà di fondamentale importanza disciplinare i seguenti aspetti della gestione della società:

- a) l'incentivo del socio imprenditore e del management e la stabilità della compagine sociale;
- b) il governo dell'impresa e l'informativa societaria;
- c) il disinvestimento da parte del socio investitore.

³² Insieme di regole che definiscono i comportamenti da rispettare per il buon governo dell'impresa e i rapporti tra i soci e il management.

a) Per quanto riguarda il primo aspetto, sarà importante definire un adeguato sistema di incentivazione al raggiungimento dei risultati da parte del socio imprenditore e del management della società, in quanto l'investitore istituzionale investe, in primis, sulle capacità del socio imprenditore e sulla sua attitudine a realizzare il progetto imprenditoriale nel medio–lungo periodo e, solamente in un secondo momento, viene considerato il business in cui opera la società. Pertanto, sarà di fondamentale importanza incentivare la componente gestionale, in quanto rappresenta una variabile essenziale per il successo della società e dunque per l'intera operazione di private equity. Per garantire la stabilità della compagine sociale ed il coinvolgimento del socio imprenditore, le regole di corporate governance maggiormente diffuse nella prassi operativa del private equity sono le seguenti:

- gli accordi lock-up in base ai quali il socio imprenditore si obbliga a non cedere la propria partecipazione detenuta nella società per un determinato periodo di tempo;
- gli accordi di earn-out che prevedono delle modalità di pagamento differite, nonché subordinate al raggiungimento di determinati obiettivi economico – finanziari, del prezzo concordato per la compravendita della partecipazione dove l'imprenditore mantiene anche dopo la cessione un ruolo operativo tale da poter influenzare in modo significativo i risultati aziendali;
- i piani di stock option ed il management by objectives che rappresentano dei meccanismi di incentivazione che hanno come obiettivo quello di fidelizzare il management almeno fino a quando il socio investitore non abbia ceduto la partecipazione al socio imprenditore;
- eventuali pattuizioni statutarie riguardanti i trasferimenti di azioni della società successivi al termine di lock-up, come ad esempio, la clausola di prelazione³³.

b) Per quanto riguarda il governo dell'impresa e l'informativa societaria, i principali aspetti che vengono presi in considerazione sono:

- la condivisione degli obiettivi tra i due soggetti;
- l'importanza di adottare un certo tipo di struttura societaria e di trasparenza informativa per l'apertura nei confronti del mercato dei capitali;

³³ Clausola che, nel caso di alienazione della partecipazione di un socio, attribuisce agli altri soci il diritto di acquistare la stessa in via preferenziale ed alle medesime condizioni della prospettata vendita ad un terzo soggetto.

- la tutela dei soci di minoranza.

Vanno verso questa direzione la definizione di norme volte a definire la rappresentanza del socio investitore negli organi societari, nonché le regole di funzionamento degli stessi organi. E' usuale che quest'ultimo venga rappresentato all'interno dell'organo amministrativo della società in misura proporzionale o più che proporzionale rispetto alla propria partecipazione. Pertanto, l'organo amministrativo, tipicamente il Consiglio di Amministrazione, diventa il "canale" di confronto istituzionale per quanto concerne le decisioni più importanti dell'impresa e di monitoraggio per la realizzazione del piano di crescita concordato ex - ante con il socio imprenditore. Tuttavia, sarà interesse di entrambi i soggetti definire ulteriori "canali" di confronto, ossia canali molto più informali e rapidi rispetto a quello tradizionale, che riescano a garantire una gestione efficace e tempestiva dell'impresa.

Affinché ci possa essere una maggiore apertura al mercato dei capitali, è necessario che la società definisca un dialogo continuativo con tutti gli azionisti e, soprattutto, con il socio investitore. Va verso questa direzione la decisione da parte della società di predisporre un'adeguata informativa, in primis nei confronti del socio investitore e più in generale verso tutti gli azionisti; questo perché informazioni dettagliate ed appropriate consentono di poter comprendere meglio le strategie d'impresa, le attività societarie, nonché le performance economico – finanziarie. Al contrario, la diffusione di informazioni poco chiare e imprecise potrebbe generare conflitti tra il socio investitore e il socio imprenditore. A tal fine, la prassi italiana e quella internazionale prevedono che la società predisponga nei confronti del socio investitore un plafond informativo, che includa tutta una serie di informazioni, come ad esempio:

- informazioni riguardanti i fattori di rischio che possono influenzare le performance dell'investimento, come ad esempio, quelle relative al settore in cui opera la società o eventuali operazioni effettuate con strumenti derivati o contabilizzate fuori bilancio;
- informazioni concernenti i dati operativi e finanziari delle società, affinché si possa realizzare un costante controllo sulla gestione di essa. Tali informazioni dovrebbero includere: il conto economico riclassificato, il budget annuale e pluriennale, lo stato patrimoniale nonché il rendiconto finanziario.

c) Per quanto concerne il disinvestimento da parte del socio investitore, che normalmente avviene dopo un periodo di tempo compreso tra i 3 e i 5 anni dall'avvenuta acquisizione della partecipazione, è di fondamentale importanza disciplinare le modalità attraverso cui può avvenire il disinvestimento fin dal primo momento³⁴. In particolare, si deve disciplinare il percorso che porta alla cessione della partecipazione, la modalità attraverso cui avviene la cessione, nonché la valutazione della partecipazione ceduta. Qualsiasi sia la soluzione adottata dal socio investitore, oltre che non essere iniqua per il socio imprenditore, deve rispettare tre condizioni imprescindibili:

- il disinvestimento deve essere attivabile entro un determinato intervallo temporale: ciò significa che passato un determinato periodo di tempo al socio investitore deve essere garantita la facoltà di avviare il processo di vendita della partecipazione. L'esercizio di tale diritto non deve intendersi in modo puntuale, bensì una facoltà riconosciuta a quest'ultimo per un congruo periodo di tempo, in modo da permettergli, ad esempio, il superamento di eventuali condizioni sfavorevoli all'alienazione;
- la partecipazione deve essere valutata al suo reale valore di mercato: ciò implica che vi sia una valutazione oggettiva ed idealmente riferita al valore di mercato della società;
- il disinvestimento deve essere realmente perseguibile: la fattibilità del processo di dismissione deve essere garantita da opportuni automatismi esecutivi che non possono essere ostacolati da eventuali azioni poste in essere dal socio imprenditore.

Dopo aver individuato le condizioni che ogni modalità di disinvestimento deve tassativamente rispettare, qui di seguito, si elencano le principali modalità di disinvestimento che rispettano i tre requisiti sopra citati:

- la quotazione³⁵;
- la cessione attraverso trattativa privata³⁶.

³⁴ Cfr. paragrafo 2.4 di questo elaborato "Le fasi del processo di investimento".

³⁵ Cfr. paragrafo 2.4 di questo elaborato "Le fasi del processi di investimento".

³⁶ Cfr. paragrafo 2.4 di questo elaborato "Le fasi del processo di investimento".

Altra modalità attraverso cui potrebbe avvenire la dismissione della partecipazione è quella secondo cui il socio investitore potrebbe chiedere al socio imprenditore di definire un'offerta di acquisto. Tuttavia, se quest'ultima non viene giudicata in linea con il mercato dal socio investitore, si può procedere all'alienazione del totale delle azioni della società a terzi, a condizione che il prezzo sia maggiore di quello indicato proporzionalmente nell'offerta del socio imprenditore per l'acquisto della partecipazione; oppure ad un prezzo qualsiasi se non è stata formulata alcuna offerta.

In conclusione, si è visto come le regole di corporate governance siano sicuramente numerose ed articolate; ma la loro adozione risulta di fondamentale importanza per garantire il pieno successo dell'operazione di investimento, intesa nel suo complesso, ossia sia per il socio investitore, sia per la società e per il socio imprenditore.

Se è vero che la crescita dipende da fattori di business, può essere altrettanto vero che una corretta adozione delle regole di corporate governance possono rappresentare una sorta di “acceleratore” per la crescita, nonché un elemento per ridurre il rischio d'impresa. Questo è da imputare sia al rafforzamento della struttura finanziaria, laddove l'intervento avvenga mediante aumento di capitale, sia al dialogo che si riesce ad instaurare tra due culture diverse, ma allo stesso tempo complementari tra loro, ossia la cultura imprenditoriale e quella finanziaria.

2.3 La classificazione delle operazioni di Private equity

Come riportato dalla tabella qui di seguito, è uso della letteratura classica suddividere le diverse tipologie di investimento a seconda delle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa:

Tabella 2.1 – La classificazione delle operazioni di Private equity in base al ciclo di vita dell'impresa

Ciclo di vita	Forme di finanziamento
Fase di avvio	1. Early stage financing (Venture Capital)
Fase di sviluppo	2. Expansion Financing
Fase di maturità	3. Replacement capital o Buy – out
Fase di declino	4. Turnaround

Fonte: Elaborazione propria

La logica sottostante a tale suddivisione è che a seconda della fase in cui l'impresa si trova corrispondono diverse esigenze e, pertanto, anche l'apporto dell'investitore istituzionale assumerà caratteristiche diverse in modo tale da poter rispondere in modo adeguato. In altre parole, in base allo stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa si rende necessario un intervento diverso da parte dell'investitore istituzionale, soprattutto per quanto riguarda l'apporto in termini di binomio capitale – know how.

Nel corso di tale paragrafo si andranno ad analizzare le principali caratteristiche delle diverse forme di finanziamento, in modo tale da comprendere il diverso ruolo giocato dall'investitore istituzionale in termini di apporto capitale – know how.

2.3.1 L'early stage financing

Con il termine early stage financing si intende il finanziamento effettuato con la finalità di supportare lo stadio iniziale dello sviluppo dell'impresa. Tale attività può essere inquadrata anche con il termine di venture capital. E' possibile segmentare tale attività in sottosegmenti, quali: il seed financing, lo start up financing e il first stage financing. L'obiettivo comune di tutto questo insieme di operazioni è quello di sostenere la nascita di nuove iniziative imprenditoriali che si trovano ancora in una fase embrionale o nelle prime fasi di avvio. Sostenere tali iniziative è di fondamentale importanza per l'intero sistema economico, in quanto nel momento in cui nascono nuove imprese si creano posti di lavoro, si avviano circoli virtuosi di conoscenza e si finisce così per generare ricchezza.

La fase di avvio rappresenta il momento più delicato e difficile per l'imprenditore; infatti, come individua il "Modello di Vesper"³⁷, egli dovrà prendere tutta una serie di importanti decisioni, come: cogliere l'opportunità che si presenta, rifinire l'idea imprenditoriale e affinarla, creare meccanismi di protezione dalle imitazioni, costruire un team di lavoro motivato e professionale, reperire le risorse finanziarie, realizzare lo start up dell'impresa e lanciare il prodotto e/o il servizio sul mercato. Si capisce come tutte queste attività siano complesse da svolgere; pertanto è opportuno che l'imprenditore venga supportato dall'investitore istituzionale in tutte le attività sopra elencate.

In tali operazioni di early stage risulta di fondamentale importanza più che un mero apporto di capitale un supporto concreto nella definizione della formula imprenditoriale

³⁷ Gervasoni A., Sattin F., Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini e Associati, Milano 2008

più adatta, nonché una riflessione sulla propria posizione competitiva. L'imprenditore con la finalità di ottenere tali risorse, presenta a più investitori istituzionale un business plan; dopodiché seguirà una fase di negoziazione che porterà alla strutturazione dell'operazione. In queste operazioni gli investitori tendono ad acquistare partecipazioni di maggioranza in virtù del rischio che le caratterizza e delle difficoltà collegate al processo di disinvestimento³⁸.

Come detto all'inizio, è possibile distinguere tale attività in vari sottosegmenti in modo tale da analizzare le singole peculiarità che caratterizzano ogni sottostadio di sviluppo.

Con il termine *seed financing* si intende l'intervento da parte dell'investitore nel capitale di rischio quando non esiste ancora un prodotto, ossia nel momento in cui l'imprenditore dispone di un'idea o di un'invenzione. Pertanto l'intervento da parte del venture capitalist si concretizza nella fase di sperimentazione, ovvero nella primissima fase, dove l'imprenditore dispone "solamente" dell'idea, senza alcuna informazione riguardante la validità tecnica del prodotto o del servizio e nella maggior parte dei casi senza un business plan adeguatamente strutturato. L'investitore dovrà disporre sia di competenze manageriali, ma soprattutto tecniche e scientifiche; ecco perché generalmente in tale segmento di attività operano società di venture capital collegate a gruppi industriali operanti in settori vicini a quello in cui si concretizza l'intervento. In tale fase, o nella fase immediatamente precedente a questa³⁹, possono intervenire specifici operatori: gli incubatori e i business angels.

L'incubatore è un'istituzione che interagisce con potenziali imprenditori, apportando servizi e talvolta risorse finanziarie, con l'obiettivo di sostenere l'avvio di nuove forme imprenditoriali. Il vantaggio derivante da tale intervento si può individuare in termini di accelerazione del processo di costituzione dell'impresa, nonché in termini di aumento delle potenzialità di successo e sopravvivenza dell'impresa nel mercato. Questo perché l'incubatore apporta tutto ciò che è necessario alle nuove attività imprenditoriali per nascere e conseguentemente svilupparsi, in particolare, l'intervento si concretizza in termini di servizi amministrativi e organizzativi, assistenza nella redazione del business plan, seed capital necessario per iniziare l'attività, network e credibilità per ottenere finanziamenti ed avvicinare i venture capitalist.

³⁸ Per approfondimenti in tal senso si veda il "processo di disinvestimento" in "Private equity e venture capital", Guerrini e Associati, Milano 2008.

³⁹ Si intende la fase di pre - avvio.

I business angels sono degli investitori privati, generalmente persone fisiche che in virtù del proprio passato da imprenditori, manager e professionisti decidono di investire nell'impresa che si trova in fase di start up, apportando capitali e competenze gestionali. Vengono definiti operatori informali in quanto tale forma di investimento nasce spontaneamente dal rapporto di fiducia e di apprezzamento che si instaura tra investitore ed imprenditore e non trova alcun riconoscimento nel mercato regolamentato. Di solito tali soggetti acquisiscono una partecipazione di minoranza ed investono in settori in cui hanno già operato.

Ritornando ad analizzare l'operazione di seed financing, essa si caratterizza per un elevato rischio di insuccesso e di conseguenza, il ritorno atteso sarà molto elevato. Basti pensare che in Europa vi è un elevatissimo tasso di mortalità di compagnie che investono in seed capital. Infatti, queste registrano un tasso di sopravvivenza pari al 50% nei primi cinque anni di vita.

Il secondo segmento di tale operazione è rappresentato dallo *start up financing*. In tal caso, l'investitore interviene nella fase di avvio dell'attività produttiva, pur non conoscendo ancora la validità commerciale del prodotto/servizio. Rispetto alla fase precedente esiste un prototipo, ovvero si è superata la cosiddetta fase della sperimentazione. Esiste una società ed un management che ha già avviato opportune ricerche di mercato e test sul prodotto. In tale fase, vi è la necessità di apportare anche le risorse finanziarie utili per supportare lo sviluppo sia delle diverse funzioni aziendali, sia dell'attività produttiva. L'investitore monitora in modo continuativo l'andamento dell'impresa attraverso dei rappresentanti che siedono nel consiglio di amministrazione e partecipano alla definizione delle strategie aziendali. Tali operazioni sono molto delicate per quanto riguarda il futuro sviluppo dell'impresa, in quanto si devono realizzare operazioni come, ad esempio, attività di marketing e lancio di nuovi prodotti.

Il terzo segmento si definisce *first stage financing*. Tale intervento si concretizza nella fase successiva all'avvio dell'attività produttiva; tuttavia deve essere ancora valutata concretamente la validità commerciale del prodotto o servizio. Rispetto alle fasi precedenti vengono meno le problematiche legate alle fasi di ideazione, sperimentazione, progettazione e avvio dell'attività produttiva e ciò consente l'intervento di operatori caratterizzati da un profilo più "generalista".

Riassumendo, si è visto come nelle operazioni di early stage possono intervenire diverse tipologie di operatori che hanno come unico scopo la ricerca di idee innovative per sostenere l'affermazione dell'impresa sia a livello nazionale che internazionale apportando congiuntamente know – how e capitali.

2.3.2 L'expansion financing

Nella seconda categoria di interventi, ossia le operazioni di expansion financing, l'impresa si trova di fronte a delle problematiche riguardanti lo sviluppo dell'attività imprenditoriale; quest'ultimo può concretizzarsi in vari modi: per via interna, esterna, oppure attraverso il *cluster venture*⁴⁰.

Nel primo caso lo sviluppo viene generalmente perseguito attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva; l'intervento da parte dell'investitore istituzionale è soprattutto di natura finanziaria, anche se in taluni casi l'elemento consulenziale può rilevarsi molto importante.

Nel caso in cui si intendesse perseguire lo sviluppo per via esterna, ossia attraverso l'acquisizione di altre aziende o di rami d'azienda, risulterà di fondamentale importanza l'apporto dell'investitore istituzionale in termini di network internazionale che esso è in grado di attivare; tali tipo di interventi risultano particolarmente adatti a tutti quegli operatori che dispongono di una notevole rete di conoscenze in termini di realtà industriali ed economiche di paesi diversi. Un esempio concreto può essere rappresentato dalle grandi banche d'investimento internazionali.

Infine, un'altra modalità di sviluppo può essere rappresentata dal cluster venture. L'elemento chiave di tale tipologia di intervento è lo sfruttamento di sinergie di diversa natura, ossia di tipo tecnologico, commerciale, manageriale e finanziario, che si possono realizzare tra le diverse società facenti parte del gruppo, senza che questo comporti una limitazione dell'autonomia e dell'indipendenza decisionale e operativa dell'impresa. Pertanto, vi è la possibilità di sfruttare al meglio le capacità manageriali ed imprenditoriali presenti nelle diverse società e di ottenere dei vantaggi di carattere finanziario. Infatti risulta più agevole attrarre investimenti per un gruppo diversificato, piuttosto che per una singola azienda.

⁴⁰ Tipologia di intervento che ha come obiettivo il raggruppamento di più società operative indipendenti, integrabili orizzontalmente o verticalmente, che si caratterizzano in termini di similitudini di prodotti, tecnologie, mercati, possedute da una holding che svolge un ruolo di coordinamento strategico e dove si possono individuare una o più società d'investimento che ricopre ruoli importanti.

Tuttavia l'obiettivo di sviluppo può essere collegato anche alla realizzazione di tutti quegli adempimenti necessari per affrontare il processo di quotazione in Borsa; in tutti questi casi l'intervento da parte dell'investitore istituzionale viene definito bridge financing o pre-ipo.

In tutte queste operazioni l'impresa ha già superato la fase di avvio della propria attività e l'intervento da parte dell'investitore istituzionale è finalizzato a supportare concreti progetti di incremento della capacità produttiva dell'impresa, di sviluppo di nuovi mercati e/o prodotti, nonché di consolidamento delle fonti finanziarie.

Sono interventi adatti alle esigenze delle imprese di media dimensione che si trovano in una fase di maturità e che devono affrontare il salto dimensionale necessario per consolidare o migliorare il proprio posizionamento competitivo all'interno del mercato. Per quanto riguarda l'operatore finanziario, tali interventi risultano essere più complessi rispetto a quelli riguardanti la fase di avvio. Questo perché l'investitore deve negoziare con un numero più elevato di azionisti ed inoltre deve instaurare una vera e propria partnership con l'imprenditore. La fase preliminare risulta essere più complessa, in quanto l'impresa ha una storia che dovrà essere adeguatamente analizzata, così come le caratteristiche personali ed attitudinali dell'imprenditore, trattandosi di un rapporto di partnership. Tutto ciò porta alla definizione di una rigorosa due diligence su tutti gli aspetti, ossia di business, organizzativo, legale, per arrivare così ad un'analisi di congruità del valore aziendale, una valutazione in termini di condizione economico – reddituale, patrimoniale, aziendale rispetto a quanto definito nel business plan.

Queste operazioni si sono diffuse in Europa e soprattutto nel nostro Paese con caratteristiche e schemi diversi rispetto a quelli normalmente diffusi in dottrina. Questo perché l'Europa continentale ha una struttura imprenditoriale caratterizzata dalla robusta presenza di imprese private⁴¹ di media dimensione a conduzione familiare che operano in settori maturi e spesso devono affrontare il problema del passaggio generazionale. In un contesto imprenditoriale così definito si sono verificati degli interventi con caratteristiche diverse rispetto a quelli che si sono verificati nei mercati statunitensi ed inglesi. Infatti, in tali mercati gli interventi posti in essere dalle società di private equity si caratterizzano per l'acquisizione di partecipazioni che attribuiscano il controllo di società già quotate in mercati regolamentati, per poi "delistarle" attraverso l'operazione

⁴¹ Si intendono le imprese non quotate in mercati regolamentati.

di investimento posta in essere dalla stessa società di private equity. In sostanza si verifica proprio il contrario di quanto avviene nel nostro Paese: l'investitore istituzionale acquista una partecipazione minoritaria di una società privata a conduzione familiare, ossia una società non quotata in mercati regolamentati, il cui controllo rimane nelle mani dell'imprenditore familiare; quest'ultimo ritiene opportuno definire una sorta di "alleanza" con la società di private equity con la finalità di ristrutturare l'azienda nonché la sua organizzazione e porre così le basi per una nuova fase di crescita. L'intervento nella maggioranza dei casi si concretizza e si conclude con la quotazione dell'azienda in un mercato regolamentato, a cui segue il disinvestimento da parte dell'investitore istituzionale.

Vanno verso questa direzione le considerazioni finali del maggio del 2007 del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi: "gli intermediari finanziari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale"⁴².

Riassumendo, nelle operazioni di expansion capital di "approccio europeo", l'investitore finanziario acquista una partecipazione minoritaria; pertanto, il controllo della società rimane in capo all'azionista di maggioranza che nella maggior parte dei casi risulta essere un imprenditore familiare. Non trattandosi di una partecipazione di maggioranza, il prezzo non rappresenta più la variabile di maggiore importanza, anche se rimane sicuramente una variabile di rilievo, ma diventano importanti le variabili seguenti: la valutazione del management team, ma ancor di più la definizione dei poteri e delle responsabilità aziendali, essendo coinvolte tre parti (investitore, imprenditore e manager).

Come sostenuto all'inizio di tale paragrafo, l'obiettivo da parte dell'imprenditore non è tanto quello di massimizzare il valore in termini di prezzo di cessione, bensì quello di scegliere l'operatore finanziario più adatto e coerente con le esigenze dell'impresa in termini di caratteristiche operative, profilo ed esperienza in modo tale che quest'ultimo riesca a supportare e guidare l'impresa in un percorso di sviluppo e di crescita. In altre parole non si tratta di una mera operazione di compravendita, piuttosto vi è la necessità di individuare un vero e proprio partner con cui condividere decisioni, obiettivi e

⁴² Banca d'Italia, Considerazioni Finali, assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma, 31 maggio 2007.

strategie e realizzare così nel tempo l'incremento di valore della società. Il risultato finale dell'operazione è legato al successo della partnership che si instaura tra i due soggetti. Affinché ciò avvenga sarà di estrema importanza la sintonia tra le parti, ossia tra l'operatore finanziario e l'impresa in termini di obiettivi, strategie di sviluppo, nonché di tecniche e modalità finanziarie più idonee per realizzarle. Ed ecco, che è usuale inserire all'interno dello statuto della società, come già specificato nel terzo paragrafo, delle opportune regole di corporate governance⁴³.

Si è visto come tali operazioni presentino delle peculiarità rispetto alle altre tipologie di investimento, sia in termini di gestione che di modalità esecutive; ciò rende necessaria l'adozione da parte degli operatori di private equity di competenze ed esperienze particolari. Tali interventi consentono alle imprese familiari di rinnovarsi, managerializzarsi ed espandersi fino a livello internazionale grazie alla collaborazione che si instaura tra impresa familiare e private equity.

2.3.3 Replacement capital/buy out

La terza categoria di intervento effettuata dagli investitori istituzionali nel capitale di rischio dell'impresa è rappresentata dal replacement capital/buy out. Essa è finalizzata a finanziare i processi di cambiamento che avvengono all'interno dell'azienda in termini di assetto proprietario. Le ragioni che possono spingere a tale tipo di cambiamento possono essere molteplici. In primo luogo dovremmo distinguere tra operazioni di replacement capital e buy – out. Con le prime, si intendono tutte quelle operazioni che portano alla mera sostituzione di azionisti di minoranza. L'uscita di questi ultimi non comporta grandi cambiamenti nella strategia d'impresa, in quanto rimane invariato l'azionariato di maggioranza. L'esigenza di porre in essere tale tipologia di operazioni si verifica soprattutto nei casi in cui il ricambio generazionale comporta problemi di omogeneità di intenti tra i diversi successori. Nel caso in cui si verifichi tale situazione, le operazioni di replacement rappresentano un'efficace soluzione in quanto, grazie all'intervento dell'investitore istituzionale, i soci non più interessati a perseguire strategie di medio-lungo termine possono uscire dalla società con la possibilità di realizzare un guadagno e allo stesso tempo lascia liberi di operare chi ancora crede nel futuro dell'azienda.

⁴³ Cfr. paragrafo 2.2 di questo elaborato “L'importanza della corporate governance”.

Invece con il termine buy out si intendono tutte quelle operazioni che comportano un cambiamento radicale dell'assetto societario. L'esigenza di porre in essere tale operazione può derivare da diversi motivi; ad esempio la volontà da parte del gruppo imprenditoriale di liquidare l'impresa o un ramo di essa, l'impossibilità di nominare un adeguato successore, la decisione da parte delle amministrazioni pubbliche di trasformare imprese pubbliche in private nell'ambito di processi di privatizzazione, nonché il cambiamento di strategia da parte dei gruppi industriali che può determinare la cessione di società o divisioni di esse in quanto non più strategicamente rilevanti (in questo caso si parla di spinoff, che rappresentano una delle opportunità più importanti per un operatore di private equity.)

Qualunque sia il motivo, l'intervento da parte del soggetto istituzionale ha come obiettivo quello di supportare in termini finanziari il cambiamento dell'assetto proprietario dell'impresa. Tali operazioni si caratterizzano per un cambiamento dell'azionariato di controllo; infatti quest'ultimo viene sostituito da uno o più operatori di private equity ed è proprio per tale ragione che queste operazioni si differenziano in modo sostanziale da quelle di sviluppo e, per differenti motivi, anche da quelle di avvio. Innanzitutto in tale tipologia di operazioni non viene instaurato un rapporto di partnership tra imprenditore ed operatore di private equity in quanto, in tal caso, il partner dell'imprenditore è rappresentato sempre e comunque da un management team, il quale potrà essere coinvolto a livello di azionariato, ma soprattutto si dovrà occupare di implementare le strategie decise, nonché degli aspetti gestionali. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, esso non è in grado di acquisire il controllo azionario della società; questo ruolo viene assunto, come già detto in precedenza, dall'operatore di private equity. È da sottolineare come quest'ultimo ricopra il ruolo di azionista di maggioranza e non di gestore operativo dell'impresa; tale distinzione risulta essere molto chiara ed invalicabile nella quasi totalità di questi interventi. Questo significa che l'operatore di private equity si occupa dei seguenti aspetti: definizione dell'indirizzo strategico dell'impresa, monitoraggio e valutazione dei risultati, nonché supporto allo sviluppo; mentre il team management è responsabile dell'operatività e della gestione dell'impresa.

All'interno di tale categoria generica si possono individuare vari sottosegmenti sulla base delle caratteristiche riscontrabili dal soggetto economico che si occuperà della gestione della società una volta realizzata l'operazione.

Infatti, potremmo distinguere tra operazioni di management buy out e management buy in, in base al gruppo manageriale che assumerà il controllo dal punto di vista gestionale: se quest'ultimo è interno all'azienda si parlerà di management buy in, se esterno di management buyout, oppure di buy in management buy out se si tratta di un gruppo di provenienza mista.

Altra distinzione è quella tra operazioni di employee buy out e family buy out, in base al fatto che il controllo gestionale venga assunto da una compagine di dipendenti piuttosto che da componenti della famiglia.

Inoltre se la struttura finanziaria utilizzata per porre in essere l'operazione è caratterizzata dall'utilizzo della leva finanziaria si parlerà di operazioni di leveraged buyout, di cui si tratterà in maniera approfondita nel terzo capitolo. Tuttavia è bene sottolineare fin da subito che tale terminologia viene utilizzata per comprendere tutte quelle acquisizioni di società o di beni aziendali che vengono finanziate ricorrendo prevalentemente a capitale di terzi, in genere debito bancario, limitando così l'investimento da parte del compratore in termini di capitale di rischio da esso apportato. I capitali presi a prestito verranno poi rimborsati attraverso i flussi di cassa generati dall'attività operativa della società acquisita o attraverso la cessione di parte dei beni acquisiti. L'utilizzo della leva finanziaria rappresenta un importante strumento a disposizione degli investitori istituzionali per porre in essere importanti operazioni di buyout, ossia soprattutto per quelle operazioni che richiedono la disponibilità di elevati capitali.

Si è incominciato a parlare di operazioni di buy out in Inghilterra, negli anni Ottanta, con la diffusione dei programmi da parte dell'allora primo ministro Margaret Thatcher. Successivamente queste hanno assunto un'importanza notevole nel tempo fino a rappresentare ad oggi la tipologia di operazione più diffusa nel settore del private equity⁴⁴.

⁴⁴ Cfr. paragrafo 1.4 di questo elaborato "Il mercato italiano e la sua evoluzione".

2.3.4 Turnaround financing

Infine con il termine turnaround financing si intendono tutte quelle operazioni di finanziamento finalizzate alla ristrutturazione di imprese che si trovano in perdita e/o in crisi, ricorrendo sia a strumenti finanziari che possono essere assimilati a investimenti in equity sia al cambiamento del gruppo proprietario e manageriale. In tutti questi casi si rende necessario l'intervento da parte di un operatore specializzato, definito di turnaround financing, per porre rimedio a delle situazioni che altrimenti potrebbero aggravarsi nel tempo e diventare così irrecuperabili, determinando degli esiti negativi sia dal punto di vista economico che sociale. Si capisce la grande importanza che hanno tali operatori specializzati, ossia degli operatori in grado di assumersi una responsabilità in termini di ristrutturazione e rilancio, nonché assunzione del rischio imprenditoriale per quanto riguarda la salvaguardia dei posti di lavoro e la preservazione del valore economico d'impresa.

Nel nostro Paese la presenza di operatori specializzati in tale segmento di attività risulta essere ancora debole⁴⁵. Infatti, le più importanti operazioni di salvataggio di aziende in crisi sono state condotte da banche creditrici che risultavano essere maggiormente esposte all'interno dell'azienda. Tale situazione è imputabile alla struttura finanziaria utilizzata dalle stragrande maggioranza delle imprese italiane, ossia una struttura che prevede un elevato ricorso al credito bancario, piuttosto che al capitale di rischio.

Le banche finanziatrici dell'impresa, avendo un rapporto diretto con essa, dovrebbero essere in grado di percepire *ex ante* e con tempestività eventuali segnali di pericolo e trasmettere così all'impresa delle indicazioni utili per risolverli. In altre parole oltre ad attivare azioni volte a tutelare le proprie ragioni di credito, dovrebbero valutare la gravità della crisi, cercando di capire se sia superabile o meno e nel caso affermativo apportare all'impresa quel capitale necessario per il superamento della crisi e definire i presupposti per la ristrutturazione. Tuttavia, all'interno di tale processo sarebbe opportuno inserire un operatore specializzato, ossia un advisor, in modo tale che l'azienda possa essere supportata nella definizione del piano di ristrutturazione e nelle relazioni con gli istituti bancari. Tale ruolo può essere ricoperto da un operatore specializzato in turnaround, il quale si occuperà dei seguenti compiti: valutare le cause della crisi e il loro livello di superabilità; confrontare in termini di costi - benefici le

⁴⁵ Cfr. paragrafo 1.4 di questo elaborato "Il mercato italiano e la sua evoluzione".

opzioni tra liquidazione e continuazione dell'impresa, pianificare la rinegoziazione del debito e più in generale tutto il processo di ristrutturazione e predisporre il piano di ristrutturazione là dove il rapporto tra imprenditore e manager sia compromesso.

2.4 Le fasi del processo di investimento

Dopo aver analizzato nel precedente paragrafo le diverse modalità di intervento da parte dell'investitore istituzionale, si procede ora ad analizzare le diverse fasi che contraddistinguono il processo di investimento. Queste possono essere diverse a seconda della tipologia di operazione posta in essere dall'investitore istituzionale; nonostante ciò, come sostenuto anche dalla letteratura sull'argomento, è possibile individuare delle fasi comuni a tutte le diverse modalità di intervento. In particolare, si possono individuare le seguenti fasi:

- 1) individuazione dell'impresa target: l'individuazione delle opportunità di investimento rappresenta una delle principali criticità per gli investitori istituzionali che operano all'interno del mercato italiano. Infatti, nei mercati finanziariamente più evoluti, come ad esempio Stati Uniti e Gran Bretagna, sono direttamente gli imprenditori o manager della società che vanno alla ricerca di un partner finanziario; mentre in Italia avviene sostanzialmente il contrario e pertanto l'operatore finanziario è costretto a porre in essere una cosiddetta attività di marketing diretto, con un conseguente dispendio di risorse. In tutti questi casi risulta fondamentale per l'investitore identificare un target potenziale raccogliendo informazioni e stabilendo dei contatti con altri professionisti, associazioni, banche e centri di ricerca.
- 2) valutazione del profilo imprenditoriale e/o del management team: l'obiettivo di tale fase è quello di valutare in modo approfondito e dettagliato il profilo dell'imprenditore e del management team che investirà nel capitale di rischio insieme all'investitore istituzionale;
- 3) valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione: è una fase molto delicata in quanto si ricerca l'equilibrio tra le diverse parti coinvolte, ossia aspettative dell'imprenditore, necessità dell'impresa e esigenze dell'investitore;

- 4) trattativa e definizione del prezzo: in tale fase sono rilevanti gli aspetti negoziali relativi al prezzo, così come i tempi e le modalità di pagamento;
- 5) monitoraggio dell'operazione: una volta conclusa la fase dell'investimento si passa alla fase successiva, ossia l'investitore segue l'andamento delle società partecipate sulla base di un'informativa dettagliata e costante, in modo da poter rilevare tempestivamente eventuali problemi e porre così in essere eventuali azioni correttive;
- 6) disinvestimento: rappresenta la fase più critica, in quanto a seconda dell'esito si viene a determinare il profitto o la perdita per l'investitore istituzionale. Nella maggior parte dei casi sia i tempi che le modalità di disinvestimento vengono definite al momento dell'acquisizione della partecipazione, anche se a volte avvengono delle modifiche sostanziali rispetto a quanto inizialmente previsto.

1) La prima fase può essere definita attraverso il termine deal flow. Questa rappresenta una delle fasi più importanti per l'intera attività di investimento nel capitale di rischio in quanto l'obiettivo principale da raggiungere per un operatore finanziario è quello di creare un flusso crescente di opportunità di investimento. Tale attività è influenzata da tre variabili: le caratteristiche dell'operatore, l'area geografica di intervento e la tipologia di investimenti effettuati.

Con la prima variabile si fa riferimento soprattutto alla notorietà, all'esperienza e all'immagine di cui gode l'investitore istituzionale nel mercato specifico in cui intende operare.

In particolare le azioni di carattere promozionale, come ad esempio illustrare al mercato le esperienze ed i successi che si sono ottenuti, sono sicuramente un'attività di assoluta rilevanza in termini di generazione di opportunità di investimento; tuttavia, tale attività promozionale deve essere ben supportata dalla quantità e qualità delle operazioni effettuate e dall'esperienza specifica acquisita in uno specifico mercato; in caso contrario a nulla valgono le azioni sopra descritte.

Generalmente, per svolgere l'attività promozionale sono di ausilio i tradizionali canali di marketing, come ad esempio riviste, giornali, conferenze e quant' altro.

Inoltre è sicuramente rilevante che l'esperienza acquisita dall'operatore venga riconosciuta dal mercato nel quale questo opera.

Con la seconda variabile si fa riferimento alle caratteristiche del mercato geografico nel quale l'operatore agisce, con particolare attenzione alle esperienze e alle abitudini degli imprenditori e degli altri operatori economici che vi operano.

Ad esempio, nel mercato statunitense la maggior parte delle operazioni viene realizzata da intermediari professionali specializzati nel settore del mergers and acquisition. L'intervento di tali operatori si concretizza in termini di supporto fornito alle società o agli imprenditori nella redazione del business plan, di valutazione della società, nonché di gestione del processo di vendita attraverso meccanismi di asta competitiva.

Al contrario, il mercato italiano si caratterizza per la presenza di operatori specializzati professionali; ad esempio se l'operazione riguarda imprese di piccola e media dimensione, nella maggior parte dei casi, l'imprenditore si rivolge a professionisti di sua fiducia, come ad esempio il commercialista o altro consulente. Si capisce come tali soggetti non abbiano delle competenze specifiche nel settore del mergers and acquisitions. In tal caso la dismissione non avviene attraverso meccanismi di asta competitiva, bensì in modo privato e discreto; in particolare, essa viene gestita con contatti selezionati e concordati con la proprietà. Nella maggior parte dei casi, la negoziazione avviene direttamente con il venditore ossia con l'imprenditore, il quale essendo coinvolto anche a livello emotivo, può assumere comportamenti e approcci del tutto imprevedibili.

Con la terza variabile si fa riferimento alla tipologia di interventi posti in essere dall'operatore finanziario. Se l'intervento è diretto ad identificare start up che operano in settori specifici, come quelli delle tecnologie e delle telecomunicazioni, il marketing si dovrà focalizzare sul settore specifico e sui luoghi dove si generano tali opportunità, ossia università, esperti del settore, associazioni di ricercatori, ecc..

Invece se l'intervento è diretto alla ricerca di operazioni di turnaround, i contatti con professionisti esperti in procedure concorsuali possono giocare sicuramente un ruolo rilevante.

Al contrario, le modalità attraverso le quali si identificano le opportunità di investimento sono diverse se l'intervento è diretto ad individuare operazioni di expansion financing; ad esempio negli Stati Uniti durante il boom delle operazioni di leveraged buy out, alcune banche di investimento erogavano consistenti premi in denaro

a tutti quegli studenti che riuscivano ad identificare le società quotate più adatte ad essere acquisite con la tecnica del leveraged buy out.

2) La seconda fase è diretta ad identificare e valutare il profilo strategico imprenditoriale e del management team. Se il fine ultimo dell'attività di investimento nel capitale di rischio è rappresentato dall'ottenimento di elevati tassi di rendimento, si capisce come sarà di fondamentale importanza selezionare imprese dinamiche con importanti opportunità di crescita, nonché con obiettivi strategici espliciti e predefiniti. Tuttavia, il profilo dell'impresa target ottimale cambia a seconda della tipologia di investimento che l'operatore finanziario intende effettuare; ciò significa che non sarà possibile individuare un profilo valido per tutte le diverse tipologie di investimento. Nel caso in cui l'investimento è rappresentato da operazioni di buy out, sono sicuramente delle caratteristiche funzionali a tale tipologia le imprese di media e grande dimensione, che operano in settori maturi e possono contare su un ottimo management team; mentre per le operazioni di turnaround si andranno ad individuare quelle imprese che si trovano in una situazione di crisi o di difficoltà finanziaria, ma che presentano importanti possibilità di recupero; per le operazioni di early stage si individueranno quelle imprese giovani che spesso operano in settori innovativi, con importanti potenzialità di crescita.

Nonostante tali differenze, si possono individuare delle considerazioni valide per tutti gli investimenti. Infatti, la tipologia di business, il posizionamento competitivo dell'impresa all'interno del mercato, nonché la valutazione del management, rappresentano delle variabili determinanti da tenere in considerazione nella valutazione di un investimento. Questo perché attraverso l'analisi del mercato, sia esso effettivo o potenziale, si deve riuscire a convincere l'investitore della validità tecnica del prodotto o dell'esistenza di un mercato con elevate prospettive di crescita. In particolare, l'investitore istituzionale focalizza la propria attenzione sulle seguenti aree strategiche: la dimensione del mercato, il piano di marketing e la strategia di mercato.

Ancor più importante è l'aspetto legato al fattore umano e alla valutazione del profilo imprenditoriale e del management; infatti, nella maggior parte dei casi, indipendentemente dalla tipologia di investimento, il principale responsabile del successo o del fallimento è proprio il fattore umano sopra descritto.

Tuttavia, la verifica delle capacità manageriali ed imprenditoriali è un'operazione assai complessa, in quanto non si può individuare a priori una "situazione ottimale" che consenta all'investitore di esprimere un immediato giudizio in termini di validità sul manager o sul gruppo manageriale. L'imprenditore ideale dovrà perseguire nel corso del tempo obiettivi di sviluppo, nonché di affermazione dell'impresa; tali obiettivi oltre che essere realistici e coordinati con il piano aziendale, devono essere coerenti e funzionali con quelli dell'investitore. In questo siede la complessità di tale operazione, ossia la coerenza tra i diversi obiettivi.

Un aspetto di fondamentale importanza per qualsiasi operazione di private equity è l'allineamento degli interessi e degli obiettivi tra le diverse parti coinvolte: investitore, imprenditore, management team. Tali obiettivi delle parti coinvolte dovranno essere esplicitati sin da subito in modo tale da capire se questi sono coerenti e funzionali tra loro. Inoltre, sia l'avvio di una nuova attività imprenditoriale, sia il rilancio di un'impresa che si trova in fase di maturità, richiedono tutta una serie di competenze e capacità di cui un singolo soggetto non può disporre; la cosiddetta figura del "one man show" non è più adottabile per un'impresa che sceglie di perseguire la strada della crescita; ecco perché sarà di fondamentale importanza per un imprenditore presentarsi ad un investitore attraverso delle figure che siano in grado di coprire tutti gli aspetti gestionali. In altre parole ci dovrà essere un team in grado di occuparsi di tutte le problematiche aziendali.

Un altro elemento che viene attentamente valutato dall'investitore è la capacità dell'imprenditore di gestire non solo determinati stadi imprenditoriali, bensì tutti gli aspetti della vita di un'impresa; infatti nella grande maggioranza dei casi capita che l'imprenditore sia in grado di condurre efficacemente l'impresa nella fase iniziale, ma non nel processo di crescita.

L'ultimo aspetto da considerare è la motivazione del management ad agire; per motivare il management ed indirizzarlo verso gli obiettivi definiti dal socio finanziario è necessario definire un sistema di incentivi che soddisfi gli interessi dell'investitore: in altre parole gli sforzi del management devono essere orientati verso l'ottenimento del capital gain.

3) La terza fase consiste nella scelta dell'investitore istituzionale. Il ruolo svolto dall'investitore non si limita più al mero apporto di capitale di rischio nell'impresa,

bensì si concretizza in un supporto strategico – organizzativo di medio lungo periodo con la finalità di supportare l’impresa in un percorso di crescita.⁴⁶

Oggi, visto il gran numero di operatori di private equity presenti sul mercato, l’imprenditore o il management team dovrebbero individuare quegli investitori con caratteristiche coerenti e funzionali all’impresa. In particolare, l’investitore ideale viene individuato sulla base dei seguenti parametri:

- a. obiettivi che si vogliono raggiungere;
- b. tipologia di operazione che si vuole effettuare;
- c. caratteristiche della società e del suo business;
- d. dimensioni dell’operazione.

a. Ad esempio, se l’obiettivo dell’impresa è quello di crescere in termini internazionali attraverso delle acquisizioni, essa dovrà scegliere un investitore che sia in grado di supportarla concretamente in tale strategia di espansione; se invece l’obiettivo è quello di quotarsi in mercati regolamentati, dovrà scegliere un investitore con una specifica esperienza e competenza in tale segmento di attività.

b. Per quanto concerne la tipologia di operazione, se si tratta di operazione di management buy out o operazioni di turnaround sarà bene rivolgersi ad operatori che hanno un’esperienza specifica in tale ambito.

c. Le caratteristiche della società sono un altro aspetto importante da prendere in considerazione; se la società ad esempio opera in settori altamente specializzati, come ad esempio quello dell’informatica o delle biotecnologie, è bene rivolgersi ad operatori esperti e specializzati, ossia operatori che siano in grado di comprendere e valutare le potenzialità del business.

d. Altro aspetto importante da prendere in considerazione è la dimensione dell’operazione; questo perché, generalmente, gli operatori di grandi dimensioni non effettuano operazioni al di sotto di determinati ammontari; così come gli operatori più piccoli possono non essere in grado di eseguire operazioni di importo consistente.

Riassumendo, sarà di fondamentale importanza accertare che l’investitore istituzionale con cui si effettua l’operazione di private equity sia: preparato, professionale e serio, inoltre possa contare su un’esperienza consolidata, riconosciuta e di successo, su un management team stabile ed affidabile, disponga di risorse finanziarie sufficienti per

⁴⁶ Cfr. paragrafo 2.1 di questo elaborato “L’apporto dell’investitore istituzionale”.

effettuare l'operazione, così come di una buona immagine e di tutta una serie di relazioni e contatti necessari per supportare l'impresa nel percorso di crescita predefinito.

Nonostante queste caratteristiche siano di fondamentale importanza per garantire il successo dell'operazione, non ci si dovrà dimenticare, trattandosi di un'operazione di lungo termine, di considerare anche l'aspetto relazionale, o meglio il rapporto tra imprenditore e investitore. Infatti, l'istaurarsi di un rapporto di reciproca stima, rispetto e fiducia, può consentire di superare velocemente ed efficacemente eventuali imprevisti che possono sorgere durante l'operazione. Pertanto, oltre che l'aspetto economico, l'impresa dovrà considerare soprattutto l'aspetto relazionale in quanto, se l'obiettivo dell'operazione è quello di individuare un partner finanziario che sia in grado di supportare l'impresa in un percorso di crescita in grado a sua volta di valorizzare l'impresa stessa in un periodo di medio lungo termine, si capisce come l'entrare in sintonia con quest'ultimo e il fatto di istaurare un rapporto positivo, ossia un rapporto basato sulla totale fiducia, trasparenza e collaborazione sia di fondamentale importanza per raggiungere l'obiettivo sopra descritto. Raggiungere tale obiettivo senza essere in sintonia con il partner finanziario è molto difficile, se non quasi impossibile, e l'eventuale plusvalore realizzato in fase di investimento verrà annullato e probabilmente superato in negativo dal minor valore futuro della società.

Lo strumento che consente di effettuare tutte le analisi sopra descritte è il business plan. Esso non è altro che quel documento che consente di individuare ed analizzare le scelte strategiche dell'impresa, i suoi obiettivi, nonché le azioni che saranno realizzate per raggiungerli e l'evoluzione dei risultati economici e finanziari attesi. Pertanto i soggetti destinatari di tali documenti sono⁴⁷: gli investitori, i finanziatori, i proprietari dell'impresa ed il consiglio di amministrazione, i manager o il soggetto economico dell'impresa.

Esistono varie tipologie di business plan in funzione dei soggetti a cui si rivolge; tuttavia se la finalità è reperire capitale di rischio da un investitore istituzionale esso sarà articolato e strutturato nel modo seguente:

1. introduzione: obiettivi, profilo e caratteristiche dell'azienda;
2. la tecnologia e le caratteristiche del prodotto e servizio;

⁴⁷ E.c. Delli Quadri, Il business plan, Franco Angeli, Milano 1999.

3. il mercato;
4. gli aspetti produttivi;
5. i piani operativi e i dati economico/finanziari;
6. la struttura finanziaria;
7. il profilo imprenditoriale dell'imprenditore e degli uomini chiave;
8. la strategia di disinvestimento.

Tuttavia, nel momento in cui avviene il primo contatto tra imprenditore ed investitore finanziario, quest'ultimo presenta una sorta di documento preliminare al business plan; esso rappresenta la premessa per la redazione del documento sopra citato. In tale documento preliminare, che sarà diverso a seconda che si tratti di un'azienda esistente o in fase di avvio, dovranno essere esplicitati i seguenti aspetti: il progetto ossia l'idea imprenditoriale, la fattibilità del progetto in relazione al contesto esterno e a quello interno (con particolare attenzione alle risorse finanziarie e alle risorse umane), nonché la dimensione dell'intervento finanziario. Se tale documento viene giudicato interessante dall'investitore istituzionale seguirà la stesura del vero e proprio business plan. In esso verranno approfonditi tutti gli aspetti precedentemente analizzati nel documento preliminare. Le decisioni riguardanti l'intervento e l'entità dell'investimento verranno prese sulla base del documento definitivo ed è proprio per questo motivo che la verifica finale del business plan viene fatta congiuntamente da imprenditore ed investitore. In particolare, l'analisi del piano sarà volta a verificare i seguenti aspetti: la sostenibilità finanziaria, la coerenza e l'attendibilità del piano stesso.

La sostenibilità finanziaria del business plan viene valutata in base alla quantità e alla qualità delle fonti di finanziamento che il management intende attivare per fronteggiare i fabbisogni derivanti dalla realizzazione della strategia. Affinché il piano possa essere finanziariamente sostenibile, sarebbe opportuno che i cash flow coprissero quantomeno gli incrementi di capitale circolante e gli investimenti di sostituzione e/o mantenimento, mentre si dovrebbe ricorrere a nuovo capitale di debito o capitale di rischio per far fronte a quegli investimenti finalizzati alla crescita e all'espansione dell'impresa. Un ulteriore aspetto da considerare è quello della reperibilità delle fonti di finanziamento. In particolare è necessario che le scelte di finanziamento che prevedano l'utilizzo di capitale di debito siano fattibili rispetto alla capacità di indebitamento e al profilo di rischio della società.

La coerenza è verificata nel caso in cui tutte le componenti, ossia strategia realizzata e realtà aziendale di inizio, intenzioni strategiche, ipotesi e previsioni economico – finanziarie e piano di azione siano coerenti tra loro. In altri termini ci devono essere tra le varie componenti sopra elencate dei nessi causali. Altro aspetto da prendere in considerazione in tema di coerenza è la compatibilità delle azioni pianificate con la tempistica proposta e con le risorse di cui dispone l'impresa oggi e nel prossimo futuro. Infine, un piano industriale soddisfa il requisito dell'attendibilità nel momento in cui viene definito sulla base di ipotesi realistiche e contiene dei risultati ragionevolmente conseguibili.

4. La fase successiva è rappresentata dallo svolgersi della trattativa e dalla conseguente definizione del prezzo. La negoziazione rappresenta una fase molto delicata dell'intero processo, a causa delle rilevanti asimmetrie informative e di eventuali problematiche che possono sorgere tra acquirente e venditore. Le asimmetrie informative possono essere attenuate da un adeguato processo di due diligence; in particolare attraverso tale processo si cerca di ottenere maggiori informazioni sui punti di forza e sulle aree critiche dell'impresa; in altri termini la finalità di tale processo è quella di dotare l'investitore istituzionale di un adeguato "bagaglio" informativo, che consenta a quest'ultimo di comprendere al meglio le aree critiche e i punti di forza all'interno dell'impresa target, in modo tale da capire al meglio le potenzialità dell'operazione che esso intende effettuare. I destinatari di tale processo di verifica sono gli investitori istituzionali ed eventuali finanziatori dell'operazione, come ad esempio banche nel caso in cui venisse realizzata un'operazione leveraged buy out.

Il processo di verifica si focalizza su molteplici aspetti del business, in quanto le esigenze informative riguardanti una transazione possono essere varie e ciò richiede una serie di analisi specialistiche sui seguenti aspetti: financial due diligence, legal due diligence, due diligence fiscale, commercial due diligence, due diligence ambientale, due diligence operation, due diligence risorse umane e infine due diligence assicurativa. In questo modo l'investitore istituzionale e/o eventuali finanziatori saranno messi nella condizione di effettuare adeguatamente le proprie valutazioni, verificare se quanto sostenuto dall'imprenditore corrisponde a verità ed affrontare così una negoziazione in modo consapevole e attraverso una base informativa adeguata.

Le problematiche che possono sorgere nella fase di negoziazione possono riguardare ad esempio la possibilità o meno da parte del potenziale acquirente di pagare un determinato prezzo in un'unica soluzione, oppure il coinvolgimento, una volta effettuata l'operazione di persone chiave, utili o necessarie per proseguire l'attività aziendale e raggiungere così gli obiettivi prefissati, come ad esempio manager o imprenditori.

Per risolvere la prima problematica sopra citata si può utilizzare il cosiddetto *vendor note*. Tale strumento consente di ridurre l'esborso iniziale che l'acquirente deve corrispondere al venditore; in particolare si chiede al venditore di finanziare parte dell'acquisto rinunciando a ricevere subito l'intero ammontare concordato attraverso la sottoscrizioni di titoli della società ceduta. Sostanzialmente si tratta di un vero e proprio finanziamento concesso dal venditore all'acquirente; tale forma prevede di sostituire parte del pagamento dovuto al venditore con dei titoli obbligazionari (note) emessi dalla società oggetto di acquisto; questi ultimi dovranno essere rimborsati dalla società al venditore entro un determinato periodo di tempo. Tale strumento può essere utilizzato anche per quelle operazioni che prevedono l'utilizzo della leva finanziaria.

Una possibile soluzione per risolvere la seconda problematica è rappresentata dall'introduzione del cosiddetto accordo di *earn out*. Tale strumento consente di subordinare il pagamento del prezzo e/o di definirne l'ammontare in relazione al raggiungimento di determinati obiettivi, definiti di comune accordo tra compratore e venditore. Il pagamento può essere sia di natura monetaria, sia attraverso quote di partecipazione. Tale strumento ha sicuramente un notevole fascino, ma dal punto di vista dell'applicazione reale presenta aree di elevata complessità, come ad esempio la definizione delle aree di competenza e responsabilità delle parti, l'identificazione delle variabili e delle quantità oggetto di parametrizzazione, la gestione degli scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati, ecc..

Per quanto riguarda il prezzo, c'è da sottolineare come nelle operazioni di private equity e venture capital come quest'ultimo non rifletterà solamente aspetti qualitativi, in quanto entreranno in gioco soprattutto le forze contrattuali delle parti nonché i meccanismi negoziali di mercato. In altre parole, il prezzo viene determinato sulla base di molteplici variabili, di cui è molto difficile tenere conto attraverso uno schema logico o attraverso formulazioni di carattere generale. In altre parole, si può affermare che

esistono numerosi elementi che pur non facendo parte direttamente delle tecniche di valutazione possono influenzare in modo significativo il prezzo della transazione.

Ne sono un esempio i diversi obiettivi dei venditori; ossia ad esempio l'essere coinvolti seppur con un ruolo di minoranza nel futuro sviluppo della società acquirente e la conseguente disponibilità o meno da parte della società a concedere tale possibilità; oppure i fattori di carattere personale, familiare o soggettivi.

Pertanto si arriverà a definire un prezzo senza ricorrere a metodi valutativi caratterizzati da parametri generali, piuttosto ci si focalizzerà su dati il più possibile reali e verificabili, lasciando ampio spazio alle dinamiche di mercato per quanto riguarda l'identificazione di un parametro corretto. Per tale motivo il metodo più diffuso a livello internazionale sul mercato del private equity è rappresentato da quello dei multipli. Tale metodo si caratterizza per la semplicità, l'immediatezza e la facile identificabilità dei parametri di riferimento.

5) Si passa così alla quinta fase, ovvero la gestione e il monitoraggio dell'investimento. Nel corso del tempo il mercato del private equity si è caratterizzato per una concorrenza sempre più agguerrita; tale ragione è da imputare alle diversità riguardanti le modalità di investimento, disinvestimento e monitoraggio delle partecipazioni da parte dei diversi investitori istituzionali. In altre parole, i loro comportamenti e la loro effettiva possibilità di contribuire alle decisioni aziendali variano in funzione delle loro caratteristiche e in base alla tipologia di operazione posta in essere. Pertanto ogni investitore istituzionale potrà svolgere un ruolo diverso nell'impresa partecipata, in termini di investimento, disinvestimento e monitoraggio e le variabili chiave che incidono su tale aspetto sono:

- a. l'orientamento dell'investitore istituzionale: dove distinguiamo tra investitori attivi e passivi;
 - b. la tipologia dell'operazione: essa può dipendere dalla fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa, ad esempio fase di avvio o fase di sviluppo e da caratteristiche particolari dell'investimento;
 - c. la tipologia di partecipazione: dove distinguiamo tra partecipazione di maggioranza e minoranza.
- a. In base alla prima variabile si possono distinguere investitori attivi e passivi. I primi, oltre che apportare le risorse e competenze finanziarie, mettono a disposizione delle

imprese tutta una serie di servizi con l'obiettivo di supportarle lungo il percorso di crescita precedentemente definito; mentre i secondi si limitano a conferire il capitale azionario richiesto e ad effettuare dei controlli periodici finalizzati a monitorare l'andamento del loro investimento.

b. Con la seconda variabile, gli interventi si distinguono in funzione della fase di sviluppo in cui si trova l'impresa; in certi casi tali interventi sono diretti a finanziare imprese che non sono ancora avviate, in altri imprese che si trovano in una fase più avanzata e in altri ancora imprese che si trovano in una fase di maturità. In funzione dello stadio raggiunto dall'impresa vi saranno aspetti che risultano essere più critici rispetto ad altri⁴⁸.

Inoltre, la tipologia dell'operazione può dipendere dalle caratteristiche particolari dell'investimento; infatti possiamo distinguere operazioni di management buy out e buy in, di cluster venture, di turnaround financing e di finanziamento ponte. In ogni tipologia di operazione, l'investitore istituzionale assumerà un ruolo diverso in quanto differente è la finalità che si vuole raggiungere con l'operazione posta in essere. Ad esempio nel caso di operazioni di management buy out/in l'investitore istituzionale supporta finanziariamente un gruppo manageriale che intende acquisire una partecipazione nell'impresa, ma non ha le risorse necessarie. L'investitore istituzionale si troverà a ricoprire una posizione di maggioranza all'interno della società. Mentre nel caso di operazioni dirette a quotare l'impresa in Borsa, ossia il cosiddetto finanziamento ponte, l'investitore tenderà ad assumere una partecipazione di minoranza, a volte anche di entità molto modesta, in quanto potrà facilmente dismetterla una volta effettuata la quotazione.

c. Infine, per quanto riguarda la terza variabile sopra elencata, ossia la tipologia di partecipazione, l'investitore svolgerà un ruolo diverso a seconda del fatto che esso venga a detenere una partecipazione di maggioranza assoluta o addirittura totalitaria, piuttosto che una minoritaria. Uno dei fattori che influenza tale decisione, ossia il fatto di assumere una partecipazione di maggioranza o minoritaria è da ricercare nella tipologia di progetto finanziato; infatti a seconda delle peculiarità del progetto, l'operatore sarà obbligato ad acquisire una quota di minoranza o di maggioranza.

⁴⁸Cfr. paragrafo 2.3 di questo elaborato "La classificazione delle operazioni di private equity"

Il monitoraggio e la governance dell'investimento rappresentano un'attività particolarmente critica; questo è da imputare soprattutto all'elevato ammontare di risorse che vengono investite nel progetto. Proprio per tale motivo la maggioranza degli investitori è portata a richiedere una posizione all'interno del consiglio di amministrazione. Tuttavia questo non rappresenta un elemento sufficiente per garantire un adeguato coinvolgimento nelle eventuali problematiche gestionali e di sviluppo della società.

La necessità di porre in essere un attento ed adeguato monitoraggio dell'investimento è da ricercare in tutta una serie di fattori economici che, a seconda dell'intensità con cui si presentano, influenzano i rapporti interpersonali tra i diversi soggetti, non solo all'interno, ma anche all'esterno del consiglio di amministrazione. Ed è proprio per tale motivo che la mera presenza all'interno di esso non è un elemento in grado di garantire un monitoraggio adeguato. I fattori economici che determinano l'esigenza di porre in essere un adeguato sistema di monitoraggio sono i seguenti: il rischio di comportamenti opportunistici, l'elevato grado di incertezza che caratterizza l'investimento nel capitale di rischio dovuto all'asimmetria informativa tra imprenditore e investitore, la distanza geografica dall'azienda finanziata e l'esperienza dell'investitore. Per quanto riguarda il primo fattore sopra citato, vi è il rischio che sia management e amministratori pongano in essere comportamenti volti a massimizzare esclusivamente i loro interessi a scapito degli altri; una possibile soluzione per tale fattore è rappresentata dal fatto che l'investitore istituzionale detenga per un lungo periodo di tempo la partecipazione all'interno del proprio portafoglio; infatti in questo modo il passare del tempo fa sì che si instauri tra i diversi soggetti un rapporto basato sulla fiducia, riducendo così la possibilità di comportamenti opportunistici.

L'elevato grado di incertezza derivante dall'asimmetria informativa fa sì che gli investitori non siano in grado di prendere la decisione ottimale per la mancanza di informazioni. In particolare, è stato dimostrato che il massimo livello di incertezza si ha nei primi stadi di sviluppo dell'impresa⁴⁹.

Tuttavia, bisogna sottolineare che l'efficacia dell'attività di monitoraggio e la soluzione dell'asimmetria informativa esistente tra i diversi soggetti dipendono dal modo con cui viene realizzata l'operazione ed è quindi in questa fase che eventuali problemi dovranno

⁴⁹ H.J. Sapienza, A.K. Gupta, "The impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalists – CEO interaction", *Accademy of Management Journal*, 37, 1994.

essere affrontati; inoltre la concreta efficacia del monitoraggio dipende anche dalla chiarezza con cui vengono disciplinati, in fase di acquisizione della partecipazione, aspetti quali: la stabilità della compagine sociale, il governo dell'impresa, l'informativa societaria e il disinvestimento da parte dell'investitore istituzionale.

Risulta essere importante disciplinare adeguatamente la stabilità della compagine sociale, in quanto il socio investitore investe nelle capacità del socio imprenditore di realizzare nel medio – lungo termine un concreto progetto imprenditoriale. Per tale motivo diventa importante definire un adeguato sistema di incentivazione nei confronti dell'imprenditore, come è altrettanto rilevante introdurre dei meccanismi volti ad assicurare la stabilità della compagine societaria, come ad esempio gli accordi di lock up o piani di stock options.

E' altresì importante definire un adeguato governo dell'impresa per garantire la trasparenza. Vanno verso questa direzione la definizione del ruolo dell'investitore istituzionale nei diversi organi societari, il disciplinare i diritti di voto e di veto, nonché la frequenza e le modalità di svolgimento del Cda.

Inoltre è importante istituire un'adeguata informativa societaria in quanto l'elemento principale su cui si basa il rapporto tra socio imprenditore e socio investitore è il flusso di informazioni che l'azienda invia all'operatore specializzato; un flusso che deve essere: costante, tempestivo, corretto e veritiero.

Infine, si dovrà disciplinare anche la modalità di disinvestimento; questa generalmente viene disciplinata nel momento dell'ingresso dell'investitore; tuttavia vi possono essere degli imprevisti che possono determinare dei cambiamenti, come eventuali condizioni sfavorevoli di mercato.

6). La fase del disinvestimento è molto delicata in quanto è dal buon esito di essa che dipende il raggiungimento dell'obiettivo finale di tutta l'attività di private equity, ovvero la realizzazione di un guadagno in conto capitale. Infatti, l'investitore istituzionale, essendo come già detto un socio temporaneo dell'investitore, non rimarrà per sua natura troppo a lungo nelle imprese finanziate, ma uscirà dalla società nel momento più opportuno per realizzare il proprio obiettivo.

In tale fase due sono le variabili critiche su cui investitore e eventuali altri azionisti dovranno raggiungere un accordo: l'individuazione del momento più opportuno e la definizione del canale di disinvestimento più adeguato.

Una delle maggiori criticità che riguarda tale processo è che, innanzitutto, l'alienazione della partecipazione non è quasi mai programmabile con assoluta certezza; infatti tutto dipenderà dal successo e dalla qualità del lavoro svolto congiuntamente tra imprenditore e investitore. In altre parole, l'operatore finanziario acquisendo la partecipazione azionaria si assume il rischio di non poter smobilizzare l'investimento nel caso in cui l'impresa non abbia raggiunto il grado di appetibilità nel mercato. Nonostante ciò è importante che l'investitore istituzionale preveda, fin dal primo momento della sua entrata, le caratteristiche generali che il disinvestimento potrà assumere; ovvero si dovrà definire un arco temporale entro cui il disinvestimento potrà avvenire e le relative modalità. In pratica, passato un determinato periodo di tempo dall'avvenuta implementazione del piano industriale l'operatore finanziario dovrà avere la possibilità di avviare il processo di dismissione della partecipazione entro un determinato periodo di tempo e non in un preciso momento, in modo tale da poter superare eventuali condizioni sfavorevoli.

Infine, sarà importante poter definire dei principi generali che consentano di realizzare effettivamente il processo di dismissione nei tempi e nelle modalità definite, evitando così eventuali rallentamenti o impedimenti da parte degli altri azionisti. Alcuni di tali principi possono essere definiti già al momento della realizzazione dell'investimento, precisamente all'interno dei cosiddetti patti parasociali. Ne sono un esempio: l'inserimento dell'opzione put, i cosiddetti contratti "reverse drag along right" e "tag along right" nonché il "drag along right".

L'opzione put consente all'investitore istituzionale, entro un determinato periodo di tempo o raggiunti determinati obiettivi, di cedere la propria partecipazione ad un prezzo definito secondo le procedure previste al momento della stipula del contratto. In questo modo all'operatore finanziario viene attribuito il diritto di cedere la partecipazione all'azionista di maggioranza entro una determinata data, il quale sarà obbligato a comprare l'intera partecipazione.

Invece, il cosiddetto contratto di "reverse drag along right" consente entro un determinato periodo di tempo di mettere in vendita l'intera società, garantendo al tempo stesso all'azionista di maggioranza il diritto di prelazione.

Il tag along right rappresenta il cosiddetto "diritto di seguito"; esso attribuisce al socio di minoranza la facoltà di partecipare pro – quota a tutte le transazioni che prevedono la

cessione della partecipazione realizzate dall'azionista di maggioranza. In questo modo si garantisce a tutti gli azionisti la parità di trattamento, indipendentemente dal numero di azioni possedute.

Infine, il drag along right rappresenta il cosiddetto "diritto di trascinamento"; esso attribuisce la possibilità all'azionista di minoranza di seguire l'azionista di maggioranza in ogni atto di vendita.

Al di là di tali principi, sarà di fondamentale importanza definire concretamente le modalità attraverso cui possa avvenire la cessione della partecipazione; in particolare, l'investitore istituzionale potrà contare sulle seguenti opzioni:

- a. l'alienazione delle azioni sul mercato borsistico, sia in termini di prima quotazione⁵⁰, sia in momenti successivi rispetto a tale fase;
- b. il trade sale, ossia la cessione della partecipazione ad un altro soggetto industriale;
- c. la cessione ad un un altro investitore istituzionale, ossia il replacement e secondary buy out;
- d. il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario, ovvero il cosiddetto buy back;
- e. il write off, ossia l'abbattimento di valore della partecipazione nel momento in cui vi è perdita di valore non imputabile ad un atto di cessione. Tale evento viene classificato all'interno delle modalità di cessione della partecipazione in quanto determina la riduzione o la scomparsa della partecipazione dall'attivo dello stato patrimoniale dell'investitore.

La scelta tra le prime quattro alternative sopra individuate, viene generalmente definita al momento della negoziazione; tuttavia possono influenzare la scelta le caratteristiche dell'impresa target, come ad esempio le dimensioni, il settore in cui opera l'impresa, le sue caratteristiche organizzative, ecc., nonché i risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra imprenditore e investitore, elementi congiunturali, determinate volontà e preferenze degli azionisti ed infine la fase attraversata dal mercato borsistico e dal mercato delle operazioni di merger and acquisition.

⁵⁰ Initial public offering

Ora passeremo ad analizzare concretamente le diverse modalità di disinvestimento, individuando le relative caratteristiche, le principali criticità nonché i vantaggi e svantaggi che prevede ognuna di essa.

a. Il canale della quotazione rappresenta la via più ambita per qualsiasi investitore istituzionale. Nonostante ciò, tale canale richiede alla società di aver raggiunto un certo livello di sviluppo e di maturità e pertanto, non è facilmente percorribile dalle imprese minori, o meglio tali imprese affinché possano essere quotate devono seguire un percorso di crescita realizzabile nel medio – lungo periodo.

I vantaggi che si possono ottenere attraverso tale canale di disinvestimento possono essere individuati, in via generale, da: un aumento della liquidità dei titoli che consente sia di effettuare più facilmente nuove emissioni, sia di smobilizzare in modo graduale quote del capitale, la possibilità di spuntare un prezzo più elevato (ma ciò dipende soprattutto da fattori esogeni), nonché la maggior facilità di incontrare le preferenze del management dell'impresa.

Per quanto riguarda gli svantaggi, vi sono da sottolineare i seguenti aspetti: innanzitutto, la decisione di quotare l'impresa la espone ad una serie di controlli che potrebbero risultare sgraditi, nonché a dei costi superiori rispetto alle altre alternative di dismissione in quanto l'impresa si trova a sostenere delle spese sia per l'ammissione che per la permanenza sul mercato borsistico, nonché eventuali altre spese per adattare i propri sistemi informativi e organizzativi a quanto richiesto dalla Borsa. Inoltre potrebbero rappresentare degli aspetti negativi altresì: l'introduzione delle clausole di lock up, l'illiquidità di molti mercati europei, la necessità affinché l'operazione vada a buon fine di attrarre un elevato numero di investitori, nonché il fatto che tale strada non sia percorribile per alcune piccole imprese.

L'ingresso da parte del socio investitore facilita il processo di quotazione, riducendo eventuali effetti “drammatici” derivanti da tale scelta; infatti nel momento in cui l'investitore entra in azienda richiede l'adozione di determinate regole di corporate governance finalizzate ad instaurare con l'imprenditore un rapporto basato sulla trasparenza e sulla reciproca fiducia⁵¹. L'introduzione di tali regole consente sia di anticipare gran parte degli adempimenti formali richiesti dai regolamenti di tutte le

⁵¹ Cfr. paragrafo 2.2 di questo elaborato “L'importanza della corporate governance”.

Borse mondiali evolute, sia al tempo stesso di preparare culturalmente imprenditori e management.

Nel momento in cui tale modalità di dismissione sia stata preventivamente prevista nell'accordo tra i diversi azionisti, spetta all'investitore il diritto di chiedere, entro un determinato periodo di tempo, l'avvio della relativa procedura; inoltre nella maggioranza dei casi si prevede che tale procedura non possa essere impedita dagli azionisti di maggioranza, fatto salvo il caso in cui essi decidano di acquistare in prima persona la partecipazione dell'investitore al medesimo prezzo cui sarebbero stati venduti sul mercato.

Inoltre, la quotazione, oltre che determinare effetti sulla gestione finanziaria, influenza l'immagine e la credibilità dell'azienda nei confronti dei clienti, fornitori ed eventuali partner. Pertanto le variabili da prendere in considerazione per la scelta del mercato sono: i tempi e i costi di quotazione, la permanenza sul mercato, la localizzazione geografica del mercato nonché eventuali connessioni con altri mercati, la relativa dimensione di quest'ultimo e infine l'immagine e la trasparenza del mercato.

I principali passi del processo di quotazione dell'azienda target sulla Borsa Valori italiana sono: la presentazione preliminare della società quotanda ai rappresentanti del mercato di riferimento e la verifica dell'interesse degli operatori di Borsa ad avviare il processo di quotazione, la nomina dei consulenti e degli intermediari che assisteranno l'impresa nel processo di quotazione (tra cui advisor, sponsor e global coordinator), la società di comunicazione e i consulenti legali, l'avvio dell'attività di due diligence con coinvolgimento di una società di revisione, la redazione del prospetto informativo ovvero il documento informativo necessario a fornire ai potenziali investitori tutte le informazioni sull'azienda quotanda, la presentazione della domanda di ammissione a quotazione e pubblicazione del prospetto informativo, il roadshow ovvero la definizione di una serie di incontri volti a presentare le caratteristiche dell'operazione all'impresa e ai potenziali investitori, la definizione del prezzo grazie al roadshow e alla raccolta degli ordini ricevuti ed infine si procede al collocamento del titolo sul mercato tramite offerta pubblica di sottoscrizione e/o di vendita a seconda del fatto che si tratti di azioni di nuova emissione oppure di titoli già precedentemente quotati.

b. Il *trade sale* rappresenta la modalità di disinvestimento più diffusa nel nostro Paese. Essa si differenzia dalla quotazione in Borsa per talune particolarità; innanzitutto tale

modalità richiede la definizione di un accordo tra il gruppo industriale che ha acquisito la partecipazione dall'investitore e il management ed eventualmente anche con i soci portatori della responsabilità imprenditoriale qual'ora i due soggetti non dovessero coincidere, nonché per le sue logiche e le relative modalità di realizzazione.

E' necessario la definizione dell'accordo sopra citato in quanto l'ingresso da parte di altri soggetti industriali dà luogo ad un'interferenza strategica ed operativa maggiore rispetto a quella che avviene tramite la quotazione in Borsa; inoltre tale interferenza sarà tanto più esercitabile quanto maggiore sarà la partecipazione acquisita. Pertanto, tale modalità di dismissione è perseguibile qual'ora si riesca ad offrire ai potenziali acquirenti una quota di controllo se non addirittura di maggioranza assoluta.

Le modalità con cui può avvenire il trade sale possono essere varie: gli azionisti possono decidere di conferire ad una banca d'affari un mandato tramite il quale si dà compito alla banca stessa di raccogliere le offerte dal mercato aventi come oggetto l'acquisto del 100% dell'impresa; oppure l'investitore può inoltrare agli altri azionisti una proposta di vendita della sua partecipazione, ma se quest'ultima non venisse accettata l'investitore avrebbe il diritto di ricercare sul mercato un acquirente per il 100% della società; alternativamente è possibile prevedere che l'offerta all'acquisto della quota posseduta dall'investitore debba pervenire dagli altri azionisti.

Da un punto di vista tecnico, invece, la cessione può avvenire sia attraverso una trattativa privata sia tramite un vero e proprio processo di asta. In particolare tale ultima modalità sta diventando una prassi sempre più diffusa nei mercati maggiormente evoluti.

Nel primo caso, è generalmente l'investitore, direttamente o avvalendosi di un advisor esterno, ad individuare uno o più soggetti potenzialmente interessati all'acquisto della partecipazione. Dopo aver effettuato un primo approccio preliminare ed aver firmato i relativi accordi di riservatezza con i potenziali acquirenti, si procederà a concedere all'acquirente di effettuare una approfondita due diligence sull'impresa in modo tale che quest'ultimo possa formulare un'offerta, qual'ora dopo la fase di due diligence sussista ancora un concreto interesse. Successivamente inizierà la fase delle trattative, che nel caso in cui non sopraggiungano imprevisti, porteranno alla relativa definizione dei contratti di vendita veri e propri.

Invece, come già accennato in precedenza, il ricorso alle aste è un fenomeno sempre più frequente che si sta diffondendo soprattutto anche nel caso in cui a vendere sia un investitore istituzionale. Il motivo è da ricercare probabilmente nella possibilità di mettere in competizione contemporaneamente più soggetti potenzialmente interessati ad acquistare l'impresa o parte di essa; ciò consente di ottenere prezzi più elevati e raggiungere così un maggior rendimento. Tale processo d'asta si caratterizza per 5 fasi: la preparazione delle documentazioni, il contatto con i possibili candidati, la ricezione delle offerte preliminari, la fase di due diligence e il closing

La prima fase, ovvero quella volta a preparare la documentazione, è rappresentata generalmente dall'individuazione di un advisor specializzato che si dovrà occupare dell'intera gestione del processo. Egli si occuperà di redigere un breve documento informativo e di individuare i potenziali acquirenti a cui inviarlo al fine di verificare il loro interesse verso l'azienda. Insieme a tale documento, si provvederà a redigere il piano industriale e l'information memorandum⁵². Seguirà, poi, la seconda fase, ovvero il contatto con i possibili candidati; in tale fase si procederà all'invio dei documenti sopra descritti e alla firma della lettera di riservatezza nei confronti di tutti quei soggetti interessati a proseguire il processo; tali soggetti analizzeranno la documentazione ricevuta e se l'impresa fosse di loro interesse lo dovranno confermare all'advisor, inviando una prima bozza di offerta contenente alcune indicazioni sia sul prezzo che sulla struttura che vorrebbero dare all'operazione. Tutto ciò porta alla terza fase, ossia a quella dove avverrà una prima selezione dei concorrenti con la finalità di arrivare a selezionare un'opportunità con cui proseguire e potersi confrontare. Una volta selezionata seguirà il confronto con l'impresa stessa, con il suo management, e con tutta la documentazione contabile obbligatoria. In tale periodo, definito di dataroom, verranno effettuate dai concorrenti le prime due diligence, che porteranno a definire delle offerte, nella maggior parte dei casi vincolanti. In base a tali offerte verrà effettuata una prima negoziazione ed individuato così il soggetto vincitore con cui verrà stipulata una lettera di esclusività. Seguirà poi, un processo di due diligence più approfondito che porterà all'ultima fase, ovvero quella del closing. Essa si sostanzia nella firma del contratto definitivo e nella definizione di tutti i dettagli legali riguardanti il trasferimento della proprietà dell'impresa. Generalmente, tale processo richiede tra i 4

⁵² Documento contenente le caratteristiche dettagliate dell'impresa, del mercato di riferimento, delle strategie attuabili e delle prospettive economico – finanziarie.

e i 6 mesi di tempo. E' da sottolineare che nel caso in cui l'investitore ha deciso di dismettere la partecipazione, non è necessaria soltanto la sua volontà, bensì è altresì richiesta l'intenzione da parte dell'azionista di riferimento di cedere la propria attività o di ridimensionare il proprio ruolo all'interno dell'impresa.

c. Un'altra modalità di dismissione è rappresentata dalla cessione della partecipazione ad un altro operatore di private equity. Inizialmente tale modalità era poco diffusa, ma negli ultimi anni si è diffusa soprattutto nel mercato internazionale in virtù del fatto che i trade sale si sono rivelati di difficile attuazione e la quotazione in Borsa rappresenta un'opportunità perseguibile solo per poche imprese.

Innanzitutto, dobbiamo distinguere se la cessione ha come oggetto un pacchetto di minoranza o maggioranza o la totalità dell'impresa.

Nel primo caso, ovvero nel momento in cui la cessione riguarda un pacchetto di minoranza, definito replacement, l'investitore istituzionale esce per far posto ad un altro ad esempio perché l'impresa ha concluso una delle fasi del ciclo di vita e vi è pertanto la necessità di proseguire un nuovo percorso attraverso un nuovo partner con diverse caratteristiche e competenze, oppure per la scadenza del termine del fondo, o ancora per il peggioramento dei rapporti tra investitore, imprenditore e management. In tutti questi casi l'investitore si trova nella condizione di dover cedere la partecipazione pur non essendo ancora maturato il momento per l'uscita. La cessione ad altro investitore istituzionale può consentire all'impresa di proseguire il proprio processo di sviluppo con un altro partner.

Nella maggior parte dei casi l'investitore uscente non riesce ad ottenere un rendimento profittevole, in virtù del fatto che in tali situazioni sono difficilmente riscontrabili dei vantaggi strategici per l'acquirente e quindi esso tenderà a pagare un minor prezzo possibile per poter ottenere un elevato rendimento.

Nel caso in cui la cessione riguarda una quota di maggioranza o l'intera azienda a favore di un altro investitore, si parlerà di secondary buy out. E' un'operazione avente caratteristiche simili a quanto analizzato per i trade sale; si differenzia per il soggetto acquirente, in quanto non è un'azienda industriale bensì un altro fondo di private equity. Anche in tal caso si ricorre a procedure d'asta; in esse possono competere contemporaneamente acquirenti industriali e finanziari.

Tali operazioni si caratterizzano per i seguenti aspetti: innanzitutto vi è la dismissione della partecipazione da parte di un operatore e in secondo luogo ciò avviene alla fine di uno stadio di sviluppo. In tale fase l'azienda è riuscita a rimborsare tutto o gran parte del debito acceso per l'acquisizione dell'impresa stessa e pertanto, l'investitore è pronto a capitalizzare il proprio investimento. Invece l'acquirente è convinto che l'impresa sia in grado di ripetere la performance precedente attraverso la generazione di flussi di cassa e/o tramite la dismissione di alcuni asset. Viene così organizzata una seconda operazione di buy out, ma rispetto ad un'ordinaria operazione si caratterizza per talune particolarità: innanzitutto, come già detto prima, sia l'acquirente che il venditore è rappresentato da un fondo di private equity, inoltre si fa sempre più ricorso a meccanismi d'asta competitiva, determinando così un innalzamento del prezzo. In certi casi esso viene predefinito, lasciando così liberi i potenziali acquirenti di competere sulla struttura finanziaria utilizzata per realizzare l'operazione. Pertanto, in tali operazioni giocano un ruolo di estrema importanza gli intermediari finanziari. Inoltre, altro aspetto caratteristico di tale operazione è il possibile conflitto di interessi che può riguardare i manager della società target in termini di doveri verso la società target, di desiderio di completare il buy out e di realizzazione dei loro programmi futuri in merito alla nuova società. Ulteriore aspetto particolare può essere imputabile alla garanzia, in quanto l'investitore di private equity ha come obiettivo quello di ottenere un elevato ritorno senza offrire garanzie, mentre generalmente il compratore si aspetta una forma di garanzia.

Altre possibili opportunità di disinvestimento sono rappresentate da: riacquisito da parte dell'imprenditore della partecipazione dell'investitore istituzionale, la cessione della partecipazione ai manager o ai dipendenti della società, l'acquisto di azioni proprie e il write off della partecipazione.

d. La prima modalità, ovvero il riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore, può essere già prevista contrattualmente al momento dell'ingresso dell'investitore; essa può essere esercitata sia dall'imprenditore, in tal caso si parlerà di opzione call, sia dall'investitore, opzione put. Tale modalità può comportare il ricorso all'indebitamento visto il notevole impegno finanziario che essa può comportare.

La seconda modalità, ovvero la cessione della partecipazione ai manager o dipendenti può dar luogo ad una vera e propria operazione di management buy out.

La terza modalità, ossia l'acquisto di azioni proprie, è praticata raramente in quanto richiede all'impresa un notevole sforzo finanziario.

e. Infine, il write off, come sostenuto all'inizio, consiste in un azzeramento della partecipazione in virtù della perdita di valore della partecipazione stessa. Tale modalità viene comunque inserita all'interno del processo di disinvestimento nonostante non sia individuabile alcun elemento di discrezionalità da parte dell'investitore, in quanto determina, a seconda dei casi, una diminuzione o addirittura una cancellazione del valore della partecipazione, determinando così la conclusione del ciclo di vita dell'investimento.

CAPITOLO 3 – LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT

Premessa

Con il termine Leveraged Buy Out⁵³ si fa riferimento ad una particolare tecnica di acquisizione d'impresa (o di un asset). Nel primo capitolo tali operazioni sono state classificate all'interno della categoria generica dei buy out e fanno riferimento alla fase di maturità dell'impresa. In questo capitolo si andranno ad individuare le principali caratteristiche che contraddistinguono tale particolare categoria di operazioni, nonché si cercherà di individuare le premesse necessarie affinché esse possano giungere a buon termine. Generalmente tali operazioni vengono poste in essere da società di private equity o venture capital, il cui obiettivo principale, come già detto nel primo capitolo, è quello di ottenere un'elevata redditività dal proprio investimento.

3.1 L'origine del Leveraged Buy Out

Il Leveraged Buy Out ha iniziato a svilupparsi negli Stati Uniti a partire dagli anni '70. Inizialmente si è diffuso come un'evoluzione del cosiddetto “going private”; una tecnica di acquisizione utilizzata per trasformare una public company in una private company attraverso l'acquisto delle azioni della società da parte di pochi investitori privati. La diffusione di tale operazione trovò le sue basi nella tendenza ribassista del mercato azionario statunitense nei primi anni '70; in tale periodo l'indice Dow Jones Industrial precipitò, passando da quota 1036 a quota 578. Di fronte a tale avvenimento, tutti gli imprenditori di quelle piccole medie imprese che avevano intrapreso precedentemente la strada della quotazione negli anni '60, sfruttando la congiuntura favorevole di quegli anni, furono costretti ad intraprendere la strada inversa, ovvero l'exit dalla borsa, in modo tale da ritornare alla più tranquilla gestione della cosiddetta “vita privata”, ossia ad un'impresa nelle mani di pochi azionisti. Ed ecco che si concretizzarono così le

⁵³ In particolare, il termine leveraged viene utilizzato in Italia per far riferimento al concetto di leva finanziaria. Tale concetto sta ad indicare, che laddove esiste una differenza positiva tra il rendimento del capitale investito e il costo del capitale di terzi, all'impresa conviene accrescere il peso dell'indebitamento. Mentre, con il termine buy out si fa riferimento al soggetto che pone in essere l'operazione.

prime operazioni di going private. Tali operazioni venivano spesso finanziate attraverso capitale di terzi, dando così inizio alle “primitive” fattispecie di leveraged buy out.

Prima degli anni '70 il Leveraged Buy Out era pressoché sconosciuto, o meglio si concentrava soprattutto nei campi dei servizi e delle professioni dove i relativi fabbisogni erano limitati.

Oltre al fenomeno della privatizzazione sopra descritto, un ulteriore fattore che ha contribuito positivamente allo sviluppo delle operazioni di LBO è stato sicuramente il cosiddetto fenomeno della “deconglomerizzazione” dell’industria statunitense, avvenuto proprio nel corso degli anni '70.

In particolare, verso la fine degli anni '60 vi furono alcuni fattori che contribuirono a smorzare il fenomeno della conglomerizzazione. In particolare, tale fenomeno si riferiva all’attuazione di un processo di crescita esterna che veniva realizzato attraverso l’acquisizione di imprese operanti in settori non correlati a quello dell’acquirente con la finalità di sfruttare in un ottica di breve periodo le opportunità di reddito offerte da diversi settori, indipendentemente da quelle che potevano essere le loro caratteristiche e dal loro relativo know how. Tale processo era favorito anche dalle aspettative di lucro degli azionisti delle società acquisite i quali al posto di ricevere un corrispettivo in denaro, preferivano ricevere delle azioni della società acquirente eludendo così la tassazione.

In sostanza, i fattori che contribuirono a smorzare il fenomeno sopra descritto furono: alcune delibere dell’Accounting Principle Board dell’American Institute of Certified Accountants che agirono in senso restrittivo in merito ai principi contabili da adottare nel trattamento contabile dei beni immateriali; il Tax Reform Act del 1969, che fu definito “provvedimento anticonglomerale” che delimitò la deducibilità degli interessi passivi sui fondi raccolti per finanziare le acquisizioni delle imprese; la recessione economica del '70 e la relativa flessione del mercato azionario. Ecco che così l’azione combinata di tali fattori all’interno del sistema finanziario favorì il processo di “deconglomerizzazione”, un processo al cui interno ha trovato vasto spazio la tecnica del leveraged buy out.

Questo perché il leveraged buy out poteva essere considerato una valida alternativa alle altre tecniche di disinvestimento utilizzata dalle imprese conglomerate, come ad

esempio franchising, sell off, spin off, asset swap. Esso poteva rappresentare un'alternativa di successo qualora si verificassero i presupposti per la sua realizzazione. Oltre che a tali fattori, si possono riscontrare anche alcuni fattori macroeconomici che hanno contribuito positivamente alla crescita di tale tecnica. Tra essi possiamo distinguere: il livello e la dinamica dei tassi di interesse, l'inflazione, l'evoluzione degli intermediari e l'andamento del mercato borsistico.

Per quanto concerne la prima variabile, ovvero la dinamica dei tassi di interesse, si può riscontrare come essa segua un andamento inversamente proporzionale all'attività delle fusioni. Infatti, l'attività di M&A raggiunse un picco elevato nel momento in cui i tassi di interesse erano a livelli minimi, ovvero un prime rate pari al 4,75%, per subire un brusco rallentamento nel 1973 e 1974 quando il prime rate toccò quota 12,5%.

Focalizzandosi sull'andamento del mercato azionario, come già sostenuto precedentemente, gli anni '70 si sono caratterizzati per le quotazioni depresse. Tale dinamica è testimoniata dai livelli raggiunti in quegli anni dal rapporto prezzo/utigli, il quale ha subito un brusco calo, passando da 14-16 negli anni precedenti ad un 7-8 all'inizio degli anni ottanta. In uno scenario così caratterizzato, le operazioni di leveraged buy out hanno trovato un terreno fertile in quanto valori P/E troppo elevati, ovvero superiori a 16-17, rendono l'acquisizione troppo onerosa, rischiosa e difficilmente finanziabile, così come valori troppo depressi, ovvero inferiori a 6, possono non essere favorevoli per porre in essere l'operazione, in quanto rifletterebero stime pessimistiche sull'economia futura o sulla singola impresa.

Anche l'inflazione rappresenta un fattore che ha influito positivamente in termini di sviluppo dell'operazione di LBO, in quanto le banche in seguito alle misure restrittive di credito adottate da parte della Federal Reserved Board, sono state costrette a ricercare alternative d'investimento più redditizie con l'obiettivo di massimizzare l'ammontare delle commissioni.

Così come investitori istituzionali quali compagnie di assicurazione e fondi pensione, non essendo stati colpiti dalle misure restrittive della Federal Reserved Board, hanno contribuito in maniera importante allo sviluppo dell'operazione attraverso la relativa erogazione di finanziamenti nel periodo relativo alla restrizione del credito.

Ecco che l'insieme di tali fattori macroeconomici assieme a quelli precedentemente descritti, hanno determinato a partire dagli anni '80, l'affermazione del LBO come una

delle tecniche di acquisizione maggiormente diffusa nella prassi. Ed è proprio in tali anni che il mercato del LBO acquisì una certa consistenza grazie, in primis, alla realizzazione da parte delle società specializzate Konlberg, Kravis, Roberts & Co di quattro operazioni sopra i 300 milioni di dollari e in secondo luogo all'ingresso delle banche di credito ordinario nel finanziamento delle operazioni.

Nell'ambito europeo, le prime tecniche di LBO si registrarono in Gran Bretagna, per poi espandersi gradualmente anche negli altri Paesi europei. In particolare, tale tecnica si è diffusa innanzitutto in Francia ed Olanda, successivamente in Svezia, Germania, Italia e Spagna, grazie soprattutto all'emanazione di leggi fiscali e societarie favorevoli alla diffusione di tale operazione.

Nel corso della prima metà degli anni '90', sia negli Stati Uniti che in Europa, molte operazioni di LBO sono fallite a causa di fattori come la crisi economica, la crisi dei mercati borsistici, nonché l'innalzamento dei tassi di interesse; tutti fattori che hanno contribuito a far venir meno i piani di rimborso dell'operazione.

Tuttavia, verso la fine degli anni '90 sia in Europa che negli Stati Uniti, si è registrata una forte crescita dell'attività di LBO.

Focalizzando l'attenzione sul nostro Paese, si può notare dalla tabella sottostante, come nel decennio '90 – 2000 le operazioni di LBO hanno evidenziato una forte crescita, sia in termini di numero di imprese, che in termini di volumi medi⁵⁴. Per esempio, si è passati da 19 operazioni concluse nel 1990 a 53 nel 2000; lo stesso andamento crescente può essere riscontrato in termini di volumi, passati da 1.29 a 25.72 milioni di euro.

Tabella 3.1 – Evoluzione delle operazioni di LBO in Italia nel decennio 1990 – 2000.

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
N.	20	38	19	44	35	17	30	12	24	27	38	65	53
A. Value (E milioni)	1.29	0.41	1.29	2.27	2.17	3.82	3.31	2.94	6.51	7.23	6.35	13.53	25.72

Fonte: AIFI.

⁵⁴ Average Value

Hanno contribuito positivamente a tali risultati le caratteristiche del sistema industriale italiano, caratterizzato dalla prevalenza di imprese di piccola – media dimensione a proprietà e conduzione familiare, con una solida struttura patrimoniale e con buona posizione competitiva. Così come la globalizzazione dei mercati e le profonde implicazioni strategiche introdotte dal mercato unico europeo, hanno portato anche in Italia alla nascita di un vero e proprio mercato delle acquisizioni di impresa.

Tuttavia tali operazioni, mentre da una parte hanno suscitato un interesse crescente tra gli operatori economici italiani, dall'altra non hanno determinato la nascita di una disciplina giuridica volta a disciplinare tali specifiche operazioni, almeno fino all'emanazione del decreto legislativo del 2003⁵⁵. Tutto ciò ha portato ad un acceso dibattito sulla legalità del LBO, in quanto attraverso tale tecnica si traslava il contesto economico dell'operazione sulla società acquisita, con il conseguente rischio di arrecare un pregiudizio ai creditori di quest'ultima.

Tale dibattito è stato affrontato e in parte risolto nel 2003 con il decreto legislativo 6/2003⁵⁶.

3.2 La struttura classica del Leveraged Buy Out

Nonostante la prassi societaria abbia creato diverse configurazioni e varianti, si può comunque individuare un modello “classico” di LBO che consente di individuare dei caratteri generali. In particolare, nello schema operativo di base si possono individuare le seguenti fasi:

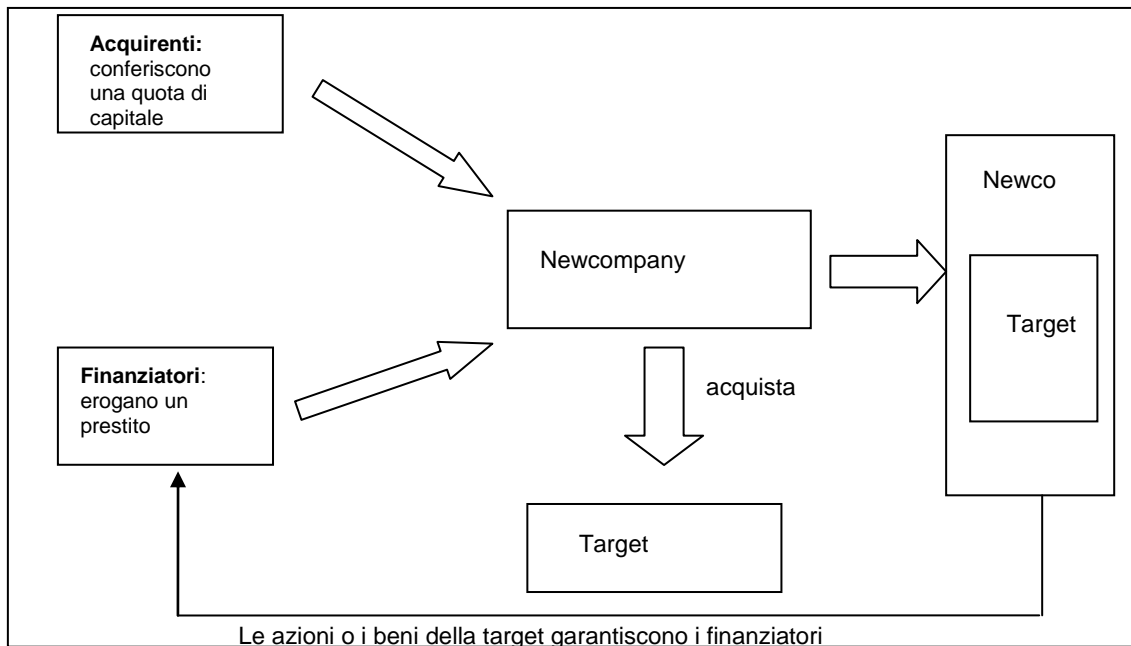
1. Creazione di una nuova società definita Newcompany (Newco), detta anche società veicolo: essa viene costituita ad hoc dagli acquirenti, conferendo generalmente la quota minima di capitale proprio necessaria per costituirla. Questo significa che tale società non dispone di alcuna struttura operativa, né del capitale sufficiente per poter acquisire la società target.
2. Ottenimento dei finanziamenti da parte della Newco: la nuova società ottiene dei finanziamenti da parte di intermediari finanziari o altri intermediari specializzati, in gran parte a titolo di debito, per poter così effettuare l'acquisizione della

⁵⁵ D.lgs 6/2003, entrato in vigore dal primo gennaio 2004.

società target o di un ramo di essa. Il prestito in oggetto assume tipicamente la forma tecnica del bridge financing, ovvero un prestito di breve periodo nella prospettiva poi di trasformarlo in un finanziamento di medio – lungo periodo, una volta completata l'operazione di LBO. Per l'ottenimento di tali finanziamenti, la società acquirente dà come garanzia le azioni della società target e per rimborsarli si fa affidamento sui cash flow generati dalla società acquisita o sulla vendita di beni non strategici di quest'ultima.

3. Acquisizione della società target: la nuova società, ovvero la Newco, rileva l'intero capitale dell'impresa oggetto di acquisto. Una volta avvenuta l'acquisizione, le azioni acquistate entrano a far parte della Newco. Pertanto essa si trova ad avere nell'attivo la partecipazione della società target e nel passivo il debito concesso per l'acquisizione di quest'ultima.
4. Fusione tra le due società: le due società si fondono per incorporazione e i debiti contratti dalla nuova società gravano su quella originata dalla fusione. Nella fattispecie più classica avviene una fusione per incorporazione diretta della target nella Newco. Alternativamente, l'operazione di LBO può terminare con la fusione indiretta della Newco nella target; in tal caso si parlerebbe di reverse merger. A seguito della fusione, la nuova società si trova ad avere nel passivo il prestito ottenuto originariamente per acquisire la target e nell'attivo gli assets della target.

Figura 3.1 - La struttura classica di un LBO



Fonte: elaborazione propria.

Riassumendo, la società veicolo ovvero la Newco possiede un capitale modesto, che nella grande maggioranza dei casi è inferiore al prezzo della società da acquisire.

I finanziatori provvedono così a dotare la società dei capitali necessari per poter porre in essere l'acquisizione programmata. La Newco in tal modo può procedere all'acquisto attraverso due differenti modalità alternative:

- Asset based transaction, ovvero l'alternativa basata sulla compravendita delle attività, seconda dei casi possono essere o meno gravate da debiti;
- Stock based transaction, ovvero la transazione basata sul trasferimento delle azioni della società bersaglio.

Come già sottolineato in precedenza, affinché l'operazione possa giungere a buon termine è necessario sfruttare la capacità di indebitamento della società bersaglio. Ed è così che si aziona la cosiddetta leva finanziaria⁵⁷ esistente nella società bersaglio, determinata dal rapporto tra il totale dell'indebitamento e le attività dell'impresa.

Insieme all'acquisto, i promotori dell'operazione devono garantire il rimborso del debito e la relativa remunerazione alla società finanziaria o alle banche che hanno fornito il prestito. Questi ultimi vengono ripagati non soltanto con i mezzi del debitore

⁵⁷ Cfr. paragrafo 3.3 di questo elaborato "La leva finanziaria".

originario, ma anche con quelli dell'azienda acquisita e molto spesso sono proprio questi ultimi a prevalere. Pertanto il debito e i relativi interessi verranno rimborsati con i flussi di cassa provenienti da risorse interne, come ad esempio profitti, ammortamenti, cessioni, oppure mediante il ricollocamento del debito attraverso l'emissione di azioni privilegiate e/o obbligazioni da parte della nuova società.

Tali operazioni sono di norma poste in essere non tanto da gruppi manageriali, bensì da imprese industriali e finanziarie, che individuano nell'azienda target specifiche sinergie strategiche, oppure un valore patrimoniale superiore al prezzo richiesto per l'acquisizione.

Lo scopo di tale operazione è quello di realizzare nel medio - lungo periodo un capital gain, ovvero un differenziale positivo tra il prezzo di vendita e il relativo costo sostenuto per acquisire l'impresa. Ed è proprio per tale natura che le operazioni di LBO hanno tipicamente una connotazione ostile al management, il quale è "accusato" di non saper valorizzare completamente il patrimonio aziendale e di venir meno ai propri doveri verso gli azionisti.

Ciò che differenzia il LBO da una classica acquisizione societaria effettuata con capitale di terzi è da ricercare nelle particolari modalità con cui si fa fronte al debito, nonché nelle garanzie con cui il debito viene rilasciato.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il prestito viene innanzitutto concesso alla newco, dietro l'aspettativa che poi verrà restituito dalla società acquisita, ovvero dalla società target, grazie ai flussi di cassa generati dalla gestione corrente o tramite la vendita di assets non strategici. Invece, per quanto concerne le garanzie con cui il debito viene concesso, i finanziatori dell'operazione possono chiedere alla newco un pegno sulle azioni della target che verranno acquistate. Successivamente all'acquisizione, il prestito viene ripagato con le attività e con i cash flows della società target.

Infine, attraverso una successiva fusione fra le due società, il prestito viene garantito dalla società acquisita. In tale modo il costo dell'acquisizione viene traslato sulla società target, in quanto il debito stipulato per l'acquisto viene di fatto ripagato non dalla società acquirente, ovvero la newco, bensì dal soggetto acquisito, ovvero dalla target. In sostanza, tale tecnica di acquisizione si caratterizza non tanto per la struttura dell'operazione, ossia una struttura che prevede l'utilizzo non solo di capitale proprio

bensì anche capitale di terzi, quanto piuttosto per i suoi effetti sulle passività e sul rapporto di indebitamento della società target acquisita.

3.3 La leva finanziaria

Come sostenuto nel precedente paragrafo, tale tecnica di acquisizione si caratterizza per una struttura finanziaria composta dalla predominanza di capitale di terzi rispetto al capitale proprio. Questo perché il soggetto che pone in essere l'operazione non ha i fondi sufficienti per acquistare la società target ed è così costretto a rivolgersi a soggetti terzi finanziatori, al fine di reperire le risorse necessarie.

Ecco che in tale tecnica diventa rilevante introdurre il concetto di leva finanziaria, al fine di valutare l'incidenza che ha l'indebitamento sulla redditività del capitale di rischio. Per far ciò, risulterà importare riclassificare le risorse finanziarie assumendo come fattore discriminante l'obbligatorietà della remunerazione periodica associata al finanziamento ed introdurre una serie di indici finanziari. I principali indici presi in considerazione sono:

- ROI (Return on Investment) = $Ebit / \text{capitale investito}$;
- ROE (Return on Equity) = $\text{Reddito Netto} / \text{Capitale Proprio}$

Il primo indice, come si può notare dalla formula, è dato dal rapporto tra il reddito operativo, ovvero il reddito relativo alla gestione caratteristica dell'impresa, e il capitale investito nell'area stessa. Esso esprime, il tasso di ritorno sul capitale investito nella gestione caratteristica indipendentemente dalla struttura finanziaria utilizzata. Più precisamente il reddito operativo totale (Ebit), ovvero il reddito al lordo di oneri finanziari ed imposte è rapportato al valore delle attività totali dello stato patrimoniale.

Il secondo indice si determina rapportando il reddito netto sul totale dei mezzi propri. Esso esprime la redditività del capitale proprio. Tale indice viene inquadrato come uno dei più importanti, in quanto attraverso l'interpretazione dei suoi risultati, si delinea il grado di successo dell'impresa. Ad esempio, un ROE elevato rappresenta un'ottima base per lo sviluppo dell'impresa in termini di profitti per gli azionisti.

Tuttavia, per poter analizzare concretamente l'effetto della leva finanziaria è importante introdurre un terzo indicatore, ovvero l'indicatore che esprime il legame tra ROE e

ROI. Attraverso quest'ultimo indice si possono individuare i legami finanziari esistenti tra la redditività delle attività totali e la redditività del capitale proprio.

$$\text{ROE} = \text{ROI} + \text{D/CP} \times (\text{ROI} - \text{Rd})^{58}$$

Da tale relazione, risulta evidente come all'incrementarsi del livello di indebitamento, ovvero D/Cp, data una situazione di partenza nella quale il costo medio del capitale di terzi sia minore al rendimento dell'attività caratteristica, ovvero al ROI, si realizzi un miglioramento del ROE a beneficio dei portatori del capitale proprio. Ed è così che si realizza il cosiddetto effetto moltiplicatore della leva finanziaria sulla redditività del capitale proprio. Tuttavia, si può verificare un effetto leva negativo nel caso in cui il costo del capitale di terzi sia superiore al rendimento dell'attività caratteristica. Pertanto condizione imprescindibile affinché si realizzi un effetto leva positivo è che il costo del capitale di terzi sia inferiore ad Ro.

D'altra parte, gli effetti derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria dovranno essere esaminati in un'ottica dinamica, con un orizzonte temporale di medio periodo e valutando le conseguenze che eventuali modifiche nelle condizioni esterne di operatività dell'azienda possono determinare sul grado di leverage.

Ad esempio, una riduzione delle vendite, così come un incremento dei tassi di interesse da corrispondere sui finanziamenti, determinano a carico di coloro che apportano capitale di rischio un effetto negativo derivante dalla relazione tra ROI e ROE. Inoltre, va sottolineato, come tanto maggiore è l'incidenza del capitale di terzi rispetto al capitale proprio, tanto più rilevanti saranno tali effetti; in altri termini il rischio finanziario associato a tale operazione sarà elevato.

Nonostante gli effetti positivi appena descritti, c'è da sottolineare come la decisione di perseguire l'espansione aziendale attraverso l'indebitamento, trovi un ostacolo nella capacità dell'impresa di fronteggiare tale situazione così da preservare un adeguato equilibrio economico finanziario.

Le variabili che contribuiscono a definire il grado di leva finanziaria sono: l'Ebit e l'ammontare degli oneri finanziari. Queste due variabili sono legate dalla seguente relazione:

⁵⁸ Nel caso in cui si volesse introdurre la variabile fiscale, la formula diventerebbe la seguente: $\text{ROE} = \text{ROI} + [(\text{D/CP}) * (\text{ROI} - \text{Rd})] * (1 - \text{tax rate})$

Grado di leva finanziaria = $EBIT / (EBIT - I)$

dove:

EBIT = Utili al lordo degli oneri finanziari e delle imposte;

I = oneri finanziari.

L'ampiezza del divario fra l'Ebit e gli oneri finanziari assume un ruolo determinante per la definizione dei vincoli economici imposti dalla gestione aziendale, nei casi in cui l'impresa sia caratterizzata da una struttura finanziaria con un elevato grado di indebitamento. L'ampiezza di tale divario, rispetto al quale il rischio finanziario è inversamente funzionale, può essere influenzata sia da fattori endogeni all'impresa che esogeni, ovvero fattori che sfuggono al controllo da parte di quest'ultima.

Ne sono un esempio variazioni significative di domanda e di offerta, con relativa riduzione della quota di mercato dell'impresa, ovvero incrementi imprevisti nel livello di inflazione che si riflettono sui tassi di interesse applicati sui relativi finanziamenti; essi possono determinare un'erosione del margine fino ad arrivare ad un suo completo annullamento. Si verrebbe così a determinare una situazione di crisi finanziaria ed economica, tale a volte, nei peggiori dei casi, da condurre l'impresa verso la liquidazione.

L'Ebit rappresenta un parametro di redditività assoluta che consente di sintetizzare il risultato della gestione caratteristica dell'impresa. Tale valore dipende in misura più o meno significativa dal volume delle vendite, a seconda della diversa incidenza assunta dai costi fissi e dai costi variabili. Nel caso in cui l'attività svolta dall'impresa target preveda elevati costi fissi e bassi costi variabili, una variazione anche modesta nel volume delle vendite determina un incremento dell'Ebit; questo perché i costi fissi si ripartiscono su un numero più elevato di unità prodotte e vendute.

Per esprimere operativamente il concetto sopracitato, è necessario introdurre una seconda variabile, ovvero la leva operativa.

In particolare, si definisce leva operativa "quel meccanismo che consente *ceteris paribus* ed una volta raggiunto il *break event point*, incrementi di reddito operativo tanto maggiori dell'incremento delle vendite quanto più elevato è il livello dei costi fissi

rispetto a quelli variabili”⁵⁹. Il grado di leva operativa può essere calcolato attraverso tale formula:

$$\text{Grado di leva operativa} = \frac{Q^* (P - V)}{Q^* (P - V) - F}$$

Dove:

Q = quantità prodotte e vendute;

P = prezzo di vendita unitario;

V = costi variabili per unità;

F = costi fissi complessivi.

E' importante sottolineare come il fattore che influisce direttamente o indirettamente su entrambe le leve sopracitate, ovvero quella operativa e quella finanziaria, è rappresentato proprio dall'Ebit. Esso consente di individuare la relazione che le lega e di verificare in quali casi tale relazione è funzionale, ovvero determina effetti negativi nell'ambito di un'operazione di LBO.

Ad esempio per quelle imprese appartenenti a settori capital – intensive, ovvero caratterizzate da elevati costi fissi, un incremento delle vendite determina effetti positivi sia sulla leva operativa, sia sulla leva finanziaria. In particolare si verifica l'effetto positivo su quella finanziaria in quanto, aumentando le vendite, l'incidenza dei costi fissi diminuisce, in quanto essi si ripartiscono su un numero maggiore di unità, mentre i costi variabili aumentano proporzionalmente. Si viene così a determinare un incremento di Ebit; il divario tra Ebit ed oneri finanziari aumenta, dando così la possibilità di aumentare il grado di leva finanziaria.

Al contrario, nelle imprese appartenenti a settori labour – intensive, cioè caratterizzate dalla predominanza di costi variabili rispetto a quelli fissi, l'effetto leva operativa è piuttosto contenuto; di conseguenza sarà necessario per tali imprese sfruttare più intensamente l'effetto della leva finanziaria, in modo tale da poter recuperare redditività da distribuire ai detentori delle quote sociali.

Gli effetti derivanti dall'operare congiunto delle due leve, pur concretizzandosi in termini di benefici economici a vantaggio dei portatori di capitale proprio, devono essere attentamente valutati, in quanto una variazione negativa delle vendite e/o nei tassi

⁵⁹ G.Dossena “Leva operativa e leva finanziaria nello sviluppo dell'impresa industriale”, Finanza, marketing e produzione, 1988, 1.

d'interesse potrebbe pregiudicare le condizioni di equilibrio economico e finanziario. Infatti, è da sottolineare come un'evoluzione sfavorevole del mercato si ripercuote in maniera più significativa su quelle imprese più "rigide", ovvero quelle imprese caratterizzate da un'elevata incidenza dei costi fissi e da una struttura finanziaria fortemente indebitata.

Come sostenuto in precedenza, l'utilizzo della leva finanziaria, anche integrato dalla leva operativa, trova un limite nelle condizioni di stabilità che devono essere garantite all'impresa acquisita. Questo perché incrementando il rapporto di indebitamento, incrementerà anche il rischio finanziario dell'impresa. In altri termini al business risk tipico dell'impresa e del settore di appartenenza va sommato il relativo rischio finanziario, che risulta connesso al livello di indebitamento assunto dell'impresa. La combinazione di tale tipologia di rischi rappresenta uno dei parametri più importanti, in base al quale gli enti erogatori definiscono il loro intervento in termini quantitativi e qualitativi.

3.4 Le diverse tipologie di Leveraged Buy Out

Le operazioni di buy out possono essere classificate in base a due variabili: ai soggetti che le pongono in essere ed in relazione alla tecnica utilizzata per la loro realizzazione. Se consideriamo i soggetti che le pongono in essere, le possiamo distinguere in: management buy out, family buy out, istituzionale buy out, corporate buy out e fiscal buy out.

Invece se prendiamo in considerazione la tecnica utilizzata per la realizzazione dell'operazione, possiamo distinguere tra operazioni di Leveraged Buy Out e operazioni di Unleveraged Buy Out; nella prima si fa ricorso alla tecnica finanziaria del "leveraged" ovvero si ricorre in gran parte al capitale di terzi.

Ritornando alla classificazione dell'operazione in base alla tipologia di soggetto che la pone in essere, possiamo individuare il management buy out (Mbo). Essa si contraddistingue per il fatto che il management aziendale la pone in essere con la finalità di diventare proprietario dell'impresa che già gestisce. L'intervento dei dirigenti della società Target fa sì che l'operazione abbia un'elevata probabilità di successo in quanto le credenziali di cui essi sono portatori risultano di primaria importanza per

convincere i finanziatori ad erogare i prestiti necessari per porre in essere l'operazione. Questo è vero soprattutto per un'impresa che necessita di essere rilanciata e sviluppata; i manager, essendo soggetti capaci e motivati, pur non avendo il capitale necessario per realizzare l'operazione, possono detenere una credibilità tale da riuscire a convincere i soggetti finanziatori ad erogarlo.

Nel nostro Paese, essendo caratterizzato da un tessuto imprenditoriale formato da piccole – medie imprese a conduzione familiare, il problema della successione assume un'importanza notevole. In particolare, una cattiva o inesistente gestione della successione dell'azienda, pone, soprattutto le imprese familiari, di fronte al rischio della loro stessa sopravvivenza. Un'importante opportunità per risolvere tale tipologia di problema è rappresentata dal family buy out.

Tuttavia, per risolvere il problema non basta individuare il soggetto o i soggetti nei confronti dei quali effettuare il passaggio dell'azienda, bensì tutte quelle condizioni che consentiranno di allocare in modo efficiente le risorse, nonché elaborare dove necessario un progetto di formazione, al fine di preparare la nuova generazione a subentrare al titolare.

In altri casi vi possono essere dei problemi riguardanti i pacchetti di controllo, dove da un lato una parte dei soci facenti parte della stessa famiglia desiderano monetizzare le proprie partecipazioni, non essendo più interessati a proseguire l'attività imprenditoriale, dall'altro vi sono invece quelli che rivestono funzioni direttive ed intendono acquisire l'indipendenza.

Ecco che a questi ultimi si presenta la possibilità di porre in essere un'operazione di family buy out, in quanto molto spesso essi non dispongono dei capitali sufficienti e sono costretti così a ricorrere all'indebitamento. Attraverso tale operazione da un lato si rende possibile a chi non è più interessato di uscire dall'azienda e dall'altro a chi è ancora interessato di proseguire l'attività d'impresa con nuovi soggetti. Inoltre, tale soluzione ha dei risvolti positivi all'interno dell'economia nazionale, visto il ruolo che l'impresa svolge all'interno di essa. Questo perché, in generale, l'impresa ha una valenza sociale i cui interessi vanno oltre a quelli strettamente familiari. Degli esempi concreti sono: la conservazione del posto di lavoro dei dipendenti, il rimborso e la remunerazione dei finanziamenti degli istituti di credito, la regolarità delle forniture e dei pagamenti dei fornitori, il prelievo fiscale sul reddito prodotto.

Altra tipologia di LBO è l'employee buy out. Tale tipologia si contraddistingue per il fatto che l'operazione d'acquisto è posta in essere dagli stessi dipendenti che lavorano all'interno della società bersaglio.

Tale operazione può diventare una possibilità importante soprattutto per il sistema economico europeo ed italiano, in quanto il rapporto tra imprese e mercato del lavoro è in continuo cambiamento. Tuttavia, vi sono alcuni fattori che ne impediscono l'applicazione concreta. Tra questi ad esempio, vi sono: la mancanza di una cultura imprenditoriale, la scarsa propensione al rischio da parte dei lavoratori dipendenti, la mancanza di strumenti e servizi volti ad assistere imprenditori e lavoratori.

Pertanto, per diffondere e favorire lo sviluppo di tale operazione, secondo un'opinione fortemente consolidata, sarebbe necessario l'intervento dello Stato al fine di stimolare la partecipazione dei soggetti potenzialmente coinvolti attraverso l'emanazione di una disciplina specifica nonché la definizione di incentivi.

Altra variante è la cosiddetta institutional buy out. In tal caso, vi è l'ingresso da parte di operatori finanziari specializzati, quali ad esempio società di venture capitalist o di private equity, all'interno di aziende caratterizzate da un ottimo potenziale di sviluppo. L'apporto, come già approfondito nel primo capitolo, non è esclusivamente di mezzi finanziari, bensì soprattutto di esperienze e di competenze tecnico – manageriali, nonché di un network di relazioni con altri investitori e istituzioni finanziarie; tutti fattori di cui necessita l'imprenditore per completare il proprio progetto di crescita.

Nel corso del successivo capitolo, si approfondirà il caso Seat Pagine Gialle. Esso si caratterizza proprio per l'acquisto di Seat Pagine Gialle da parte di una società posseduta per quasi totalità da fondi di private equity. In particolare, la controllante, ovvero Telecom Italia Spa decise di vedere la partecipazione per esigenze di liquidità e l'acquirente fu proprio una cordata costituita da fondi di private equity. Questi ultimi poi effettuarono un'operazione di fusione a seguito dell'acquisizione avvenuta con indebitamento. Nonostante la società presentasse tutte le caratteristiche idonee per la realizzazione di un'operazione di LBO, non tutto andò secondo i piani; infatti gli effetti di tale operazione si ripercossero sulla società nel decennio seguente. Si approfondirà il tema nel terzo ed ultimo capitolo dedicato alla trattazione del caso.

Infine, ultima tipologia di operazione è il fiscal buy out. Tale operazione è finalizzata esclusivamente ad ottenere un risparmio d'imposta. Tuttavia, con l'entrata in vigore

della riforma del diritto societario, le operazioni aventi come oggetto l'acquisizione di imprese con indebitamento e conseguente fusione non sono valide se non vengono supportate da valide ragioni economiche.

3.5 I presupposti per la realizzazione dell'operazione

Il successo di un'operazione di LBO dipende dalla capacità dell'azienda target di realizzare dei cash flows sufficienti a far fronte alla remunerazione degli oneri finanziari, nonché al rimborso delle quote capitali relative al finanziamento. Pertanto, gli investitori interessati a porre in essere l'operazione valuteranno con particolare attenzione il bilancio dell'azienda target nonché le caratteristiche strutturali ed operative al fine di valutare la struttura finanziaria, patrimoniale e reddituale dell'azienda medesima.

In particolare l'analisi della struttura finanziaria consentirà di capire se l'azienda Target è in grado di perseguire un equilibrio tra flussi monetari in uscita e la loro manifestazione temporale e flussi monetari in entrata connessi alla gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa medesima. Essa è tanto più rilevante quanto più elevati sono gli oneri finanziari sostenuti per l'acquisto dell'azienda. Essi rappresentano un vincolo tale da condizionare pesantemente lo sviluppo e la sopravvivenza dell'impresa stessa. Pertanto, risulterà di fondamentale importanza predisporre specifici piani di rimborso in funzione dei cicli finanziari connessi ai processi produttivi; ciò consentirebbe all'impresa di proteggersi da eventuali crisi di liquidità.

Come detto in precedenza, le caratteristiche operative e strutturali dell'impresa target costituiscono uno dei fattori determinanti per il successo dell'operazione. Le caratteristiche di ciascuna area gestionale dell'azienda target influiscono, anche se in misura diversa, sui tempi e sulle modalità di realizzazione dell'operazione. Tra queste, assumono particolare importanza le politiche attuate dall'impresa per il mantenimento dell'equilibrio finanziario, nonché la relativa struttura finanziaria.

Condizione indispensabile per porre in essere l'operazione di LBO è definire un livello di indebitamento coerente con le caratteristiche operative – strutturali dell'azienda Target. Questo perché l'acquisizione effettuata sfruttando la leva finanziaria determina un incremento del livello di rischio complessivo, in quanto al business risk tipico

dell'impresa si dovrà sommare il financial risk, derivante dal peggioramento della struttura finanziaria dell'impresa, determinata appunto dall'operazione di LBO.

Pertanto, l'impresa target oggetto di buy out dovrebbe operare in un business maturo, con un profilo di rischio piuttosto ridotto. Questo perché, in sostanza, ad una situazione di rilevante rischio operativo non può essere affiancata una situazione di rischio finanziario elevato, in quanto ciò comprometterebbe i meccanismi di creazione di valore.

Pertanto, una situazione di partenza equilibrata rappresenta un presupposto essenziale ed irrinunciabile.

Altro fattore funzionale all'operazione è sicuramente la solidità patrimoniale dell'impresa target, ovvero l'elevata incidenza dei mezzi propri rispetto ai debiti in essere. Questo rappresenta sicuramente un segnale di una bassa incidenza degli oneri finanziari sul risultato economico periodico dell'impresa.

Altro fattore connesso alla solidità aziendale è l'elevato grado di liquidità dell'attivo; la presenza di attività come, ad esempio, partecipazioni, immobilizzazioni, linee di prodotto facilmente liquidabili consentiranno all'impresa, in caso ve ne sia necessità, di rimborsare parte dei debiti. Così come la presenza di attività patrimoniali con caratteristiche idonee per fungere da garanzia dei finanziamenti, rappresentano un ulteriore fattore determinante per la realizzazione dell'operazione. Ancora, la presenza di divisioni o di sussidiarie in imprese diversificate rappresentano una futura garanzia per i finanziatori, in quanto attraverso una politica di scorporo, sarà possibile ottenere risorse di notevole entità, purché non si alteri la stabilità dell'azienda da un punto di vista strategico.

Con riferimento al passivo, è necessario che l'impresa non abbia pendenze in corso tali da condizionare il rapporto dell'impresa con l'esterno.

Inoltre, l'area di intervento potenziale dei finanziatori è tanto più ampia quanto maggiore è il divario fra il grado di indebitamento dell'impresa e il livello medio di settore.

Altri fattori da tenere in considerazione sono le caratteristiche dei processi produttivi; essi rappresentano dei fattori funzionali al successo dell'operazione in quanto influiscono sul volume e sulla periodicità dei flussi finanziari in entrata e in uscita dall'impresa. L'evoluzione temporale dei flussi finanziari derivanti dall'attività tipica

dell'impresa costituisce un dato di fondamentale importanza per la definizione ed elaborazione del financial plan. Le difficoltà connesse alla definizione di tale documento sono tanto maggiori quanto più è instabile la domanda e tanto più essa risulta essere influenzata da fattori contingenti.

Una volta definito nei suoi contenuti temporali e quantitativi, i finanziatori dovranno seguire le indicazioni derivanti dal piano con l'obiettivo di evitare crisi, anche solo momentanee, di liquidità.

Nel caso in cui si rendesse necessario reperire ulteriori capitali per far fronte a temporanei deficit di cassa, ciò comporterebbe ulteriori costi che andrebbero a gravare su un conto economico già "provato" dall'elevata incidenza degli oneri finanziari.

Gli investimenti in capitale circolante, che costituiscono il presupposto per la continuità operativa dell'impresa, possono essere finanziati facendo ricorso ai flussi generati dalla gestione ordinaria, ovvero per la parte più aleatoria, ricorrendo a finanziamenti a breve scadenza.

Una particolare attenzione va riservata agli investimenti in capitali fissi; questo perché risulta di fondamentale importanza che l'impresa possa contare su delle strutture produttive tali da consentirgli un tasso di sviluppo necessario affinché essa possa operare in condizioni di equilibrio economico – finanziario. Infatti, dopo aver posto in essere l'operazione di LBO, lo spazio per assumere ulteriori finanziamenti è molto limitato, se non nullo. Si capisce come qual'ora ci fosse l'esigenza di realizzare degli investimenti in capitale fisso, non previsti nel business e nel financial plan, l'azienda avrebbe scarse possibilità di sopravvivenza avendo una struttura finanziaria già al limite dell'equilibrio.

Si possono individuare altre caratteristiche funzionali al successo dell'operazione di LBO, come ad esempio, la stabilità e la dimensione del reddito operativo, l'ammontare del cash flow periodico, l'appartenenza ad un settore maturo, il posizionamento ad una nicchia di mercato protetta, una dimensione piuttosto contenuta e infine un tasso di sviluppo non troppo elevato.

Nel periodo seguente al buy out il fattore manageriale assume un ruolo di assoluta rilevanza e centralità. Infatti, risulteranno possibili recuperi di efficienza e la definizione di nuove sinergie solamente in presenza di management motivati e impegnati nel raggiungere gli obiettivi e cogliere tutte le nuove possibili opportunità

Riassumendo, le caratteristiche funzionali all'operazione di LBO si possono riassumersi sintetizzare nei seguenti:

- alta capitalizzazione, ovvero scarso indebitamento, in modo tale da sfruttare successivamente la residua capacità di indebitamento;
- redditività e cash flow stabili e positivi nel tempo che consentano di sostenere una politica di indebitamento;
- portafoglio prodotti equilibrato in grado di generare cash flow prevedibili nel tempo;
- fatturato in lieve crescita;
- struttura produttiva ottimale, ovvero scarsa necessità di intervenire nel capitale fisso operativo;
- asset cedibili o scorporabili in modo tale da raccogliere risorse con cui finanziare il buy out;
- valutazione riduttiva del mercato, ovvero l'intero avviamento non deve trovare completo riconoscimento;
- fondi liquidi.

In sostanza, si ritiene che tutte tali caratteristiche operative e strutturali appena citate, favoriscano un'evoluzione positiva dell'acquisizione in quanto consentono da un lato di limitare i rischi insiti nel processo di valutazione dell'azienda e dall'altro lato nella sua successiva gestione. In particolare, le caratteristiche strutturali del tessuto imprenditoriale italiano, ovvero un tessuto caratterizzato dalla grande maggioranza di imprese di piccola e media dimensione operanti per di più in misura prevalente in settori maturi, rappresentano degli importanti presupposti per sviluppare e porre in essere delle consistenti operazioni di LBO.

Tuttavia, il numero di acquisizioni effettuate nel nostro Paese utilizzando tale tecnica sono di scarsa entità, se confrontate con i principali Paesi europei. Questo evidenzia da un lato un approccio prudentiale verso tale tipologia di operazione e dall'altro lato una reticenza da parte dei nostri imprenditori ad abbandonare un modello di proprietà di tipo chiuso, a vantaggio di apporti esterni di capitale, nonché di competenze di tipo finanziario ed operativo.

Inoltre, costituisce un ulteriore ostacolo alla realizzazione di tale operazione l'assenza di intermediari finanziari specializzati nonché l'elevata avversione al rischio degli intermediari finanziari tradizionali.

Pertanto, oltre che ai fattori sopra citati, risulta essere imprescindibile per il successo dell'operazione sviluppare competenze tecniche finalizzate ad una corretta valutazione dell'impresa, nonché l'esigenza di abbandonare un'ottica di tipo garantistico nel finanziamento delle attività produttive.

3.6 L'impatto economico del LBO

Al fine di analizzare l'impatto economico di tale operazione si riporta qui di seguito uno studio realizzato dall'Università Carlo Cattaneo di Castellanza – LIUC, in collaborazione con l'INSEAD, promosso da Aifi⁶⁰. La finalità di tale studio è quella di analizzare la capacità di queste operazioni in termini di creazione di valore per le aziende target. In particolare, lo studio è focalizzato sulle operazioni di buy out che sono state realizzate in Italia da parte di investitori istituzionali dal 1988 al 2000. Il 92% di tali operazioni è avvenuto attraverso la tecnica del Leveraged Buy Out.

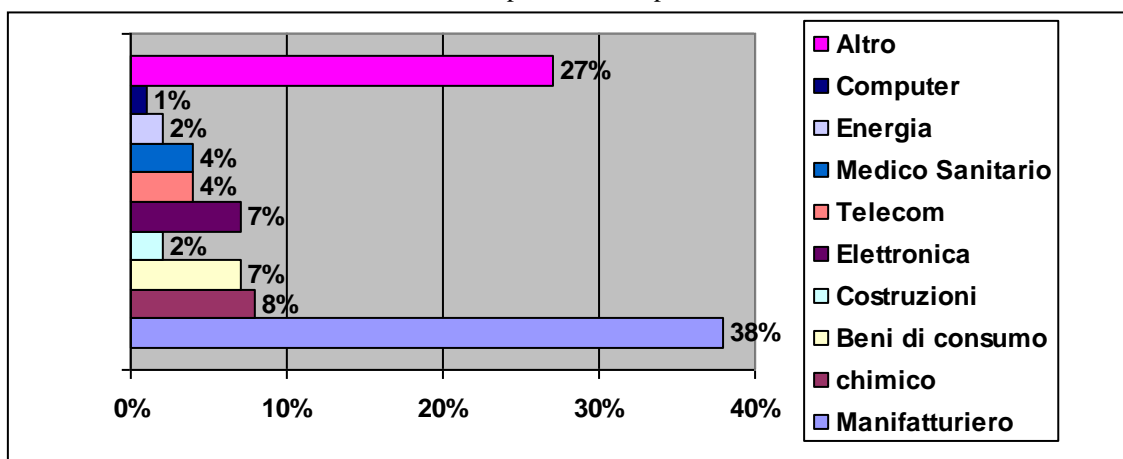
In particolare, il campione dello studio è rappresentato da 101 imprese italiane soprattutto di piccole e medie dimensioni. Tali imprese si caratterizzano per i seguenti parametri:

- valore totale al momento dell'acquisizione: 6904 milioni;
- valore medio al momento dell'acquisizione: 60 milioni;
- numero medio di dipendenti: 333;
- fatturato medio annuo: 75 milioni;
- tempo di permanenza dell'investitore: 3

La maggioranza delle operazioni si è concentrata nel Nord Italia; in particolare l'84% sono state effettuate nell'Italia settentrionale. Per quanto riguarda i settori, come si può notare dal grafico sottostante, i più rappresentativi sono quelli tradizionali, come il settore manifatturiero, che ha rappresentato il 38% del totale delle operazioni, seguito dal chimico e da quello dei beni di largo consumo.

⁶⁰ Aifi, The economic impact of Management Leveraged Buy – out, 2011

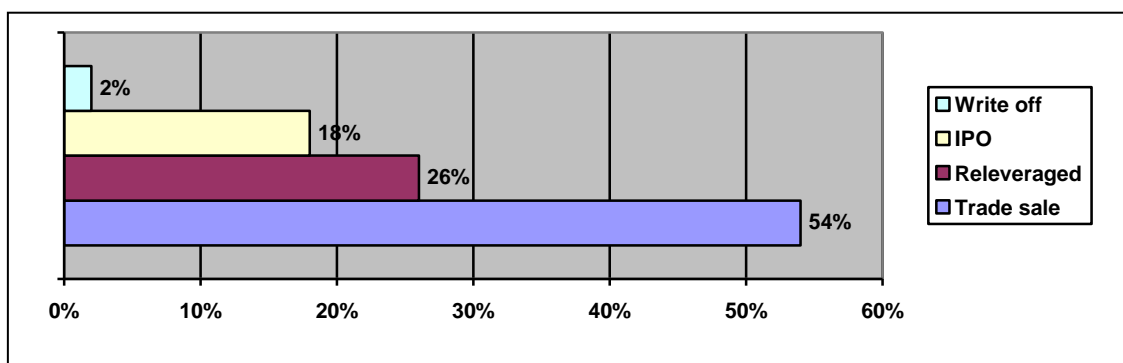
Grafico 3.1 La distribuzione settoriale delle imprese del campione



Fonte: Aifi, Research Paper, The economic impact of Management Leveraged Buy Out, 2011.

Per quanto concerne le modalità di disinvestimento utilizzate dall'investitore istituzionale, si può affermare, come si può osservare dal grafico sottostante, che il principale canale utilizzato è stato quello del trade sale, ovvero quello della vendita della partecipazione ad un partner industriale, con un importo pari al 54% dei casi. Segue il cosiddetto canale di releveraged, ovvero quel canale che prevede la cessione della partecipazione ad un altro investitore finanziario, raggiungendo un importo pari al 26%. La terza posizione è occupata dalla quotazione in Borsa, ovvero l'Initial Public Offering, con un ammontare pari al 18% delle operazioni. Il restante 2% è riconducibile al canale del write off, ovvero la modalità che prevede l'azzeramento della partecipazione a seguito di una procedura fallimentare.

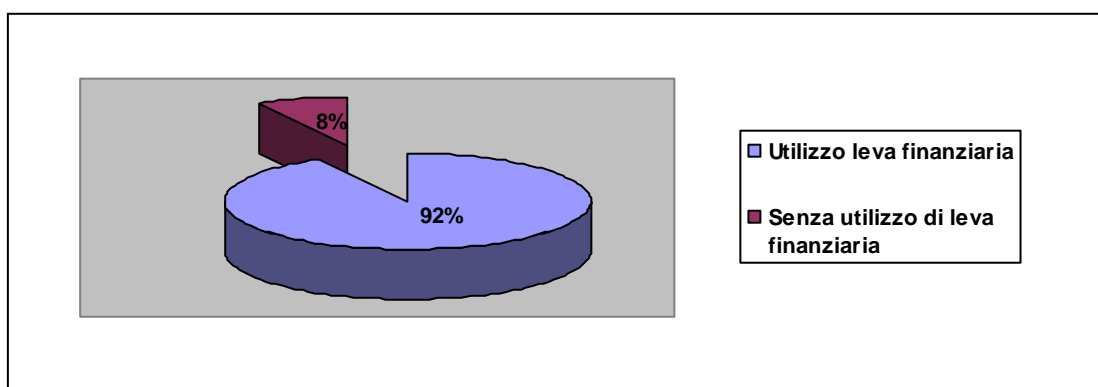
Grafico 3.2 I canali di disinvestimento utilizzati



Fonte: Aifi, Research Paper, The economic impact of Management Leveraged Buy Out, 2011.

Come si può notare dal grafico sottostante, il 92% delle operazioni è avvenuto utilizzando lo strumento della leva finanziaria e nel 93% è stato coinvolto il management interno all'azienda.

Grafico 3.3 Il ricorso alla leva finanziaria nelle operazioni di buyout.



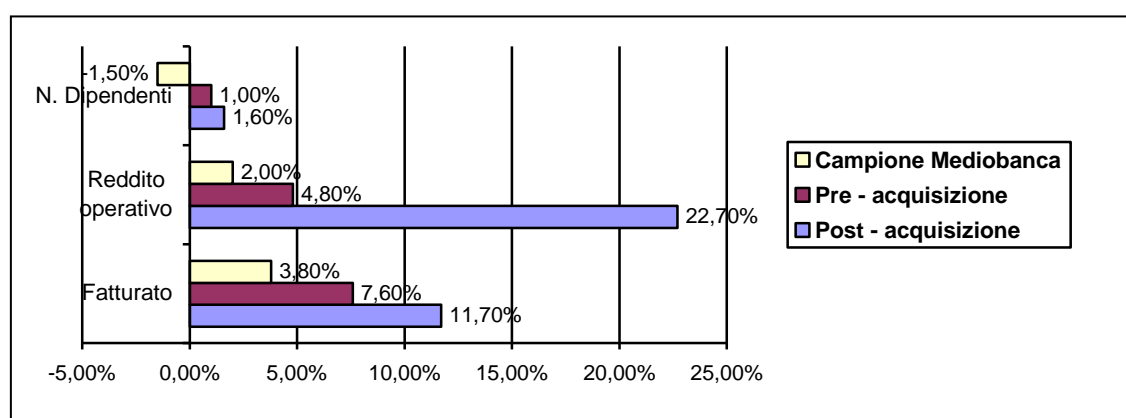
Fonte: Aifi, Research Paper, The economic impact of Management Leveraged Buy Out, 2011.

Pertanto, si può affermare come la tecnica della leva finanziaria sia stata un valido strumento per favorire il cambiamento degli assetti proprietari, indirizzandoli verso soggetti con elevate capacità manageriali e professionali.

La principale motivazione che spinge l'investitore istituzionale ad acquisire l'impresa target è rappresentata da un potenziale di crescita non sfruttato all'interno della stessa impresa target (nel 72% dei casi); altra motivazione è rappresentata da condizioni di prezzo favorevoli (nel 47% dei casi). La finalità di tale operazione è quindi quella di incrementare il valore di mercato dell'azienda target, in modo tale da realizzare un investimento ad alta redditività.

Il grafico qui di seguito dimostra come le aziende che sono state oggetto di acquisizione, nella grande maggioranza dei casi attraverso la tecnica della leva finanziaria (il 92% dei casi), abbiano visto accelerare il proprio processo di sviluppo e allo stesso tempo migliorare i principali indicatori di performance, come ad esempio il fatturato, il reddito operativo e il numero di dipendenti. In particolare i dati delle imprese oggetto di acquisizione con indebitamento sono stati confrontati con i dati delle stesse imprese pre - acquisizione e con aziende comprese nel campione Mediobanca, ovvero il campione rappresentativo delle piccole medie imprese italiane.

Grafico 3.4 Il confronto tra performance.



Fonte: Aifi, Research Paper, The economic impact of Management Leveraged Buy Out, 2011.

I dati dimostrano come le imprese oggetto di acquisizione attraverso l'operazione di LBO, conseguano dei risultati superiori, in termini di fatturato, reddito operativo e numero di dipendenti, rispetto ai risultati conseguiti dalle stesse nei due anni precedenti all'acquisizione e al campione di Mediobanca; in particolare il fatturato cresce del 11,70%, il reddito operativo del 22,70%, mentre il numero di dipendenti fa risultare una crescita pari al 1,6%.⁶¹

Oltre alle ottime performance economiche, nelle imprese oggetto di acquisizione si tende a riscontrare una maggiore trasparenza e managerializzazione; in particolare, a conferma di quanto appena sostenuto, nel periodo immediatamente successivo all'acquisizione, si tendono a riscontrare i seguenti eventi: l'adozione di nuovi sistemi di reporting, una ridefinizione dell'orientamento strategico e la definizione di nuovi piani di incentivazione del gruppo manageriale, attraverso la distribuzione di stock options.

⁶¹ Trattandosi di dati di andamento medio ponderato rispetto ai volumi, c'è da sottolineare come vi sia un'elevata varianza all'interno del campione di analisi.

Inoltre le principali misure finalizzate alla riorganizzazione dell'impresa acquisita e all'avviamento del processo di creazione di valore, si possono riassumere nei seguenti interventi:

- sostituzione una parte del top management, pari circa all'11%;
- alienazione degli assets non più strategicamente rilevanti, pari circa al 5% dei casi;
- licenziamento del personale, pari solo al 1%.

Pertanto si può affermare come la creazione di valore nelle operazioni di LBO non avvenga sacrificando l'occupazione.

In sostanza, lo studio evidenzia i seguenti risultati:

- la tecnica del leveraged buy out si è dimostrata particolarmente utile per promuovere il cambiamento di assetti proprietari a vantaggio di soggetti con elevate capacità professionali;
- tale tecnica si inserisce perfettamente all'interno del contesto italiano, ovvero un contesto caratterizzato dall'elevata presenza di piccole medie imprese a conduzione familiare, in quanto la maggior parte di tali operazioni è collegata al ricambio generazionale;
- la principale motivazione che spinge l'investitore istituzionale a realizzare l'acquisizione attraverso tale tecnica è rappresentata dalla volontà di creare ulteriore valore nell'impresa target;
- le imprese target nel periodo immediatamente successivo all'operazione tendono ad accelerare il loro sviluppo e a migliorare le proprie performance; pertanto si può affermare come tali operazioni abbiano un impatto economico positivo;
- si può anche rilevare un risvolto positivo sull'assetto organizzativo delle imprese, in quanto nel periodo immediatamente successivo vengono posti in essere interventi finalizzati ad una maggiore trasparenza e managerializzazione;
- la creazione di valore realizzata da tale operazione non avviene, in misura rilevante, attraverso la riduzione di posti di lavoro, in quanto solo una piccola parte delle risorse umane dell'azienda target viene sacrificata per fini di riassetto organizzativo;
- nella maggior parte dei casi, l'esito dell'operazione è stato al di sopra delle aspettative.

CAPITOLO 4 – IL CASO SEAT PAGINE GIALLE

4.1 Introduzione al caso

Dopo aver analizzato dal punto di vista teorico il private equity e le principali caratteristiche dell'operazione di Leveraged Buy Out, in tale capitolo si approfondirà il caso Seat pagine Gialle.

Questo rappresenta un investimento problematico effettuato in Italia da fondi di private equity, in quanto l'operazione ha messo in grave difficoltà l'azienda nel decennio seguente.

Il Gruppo Seat è costituito da imprese operanti a livello internazionale nel mercato della pubblicità e soprattutto nel settore delle directory.

La capogruppo, nel corso della sua storia, ha più volte cambiato assetto proprietario ed è stata oggetto di numerosi investimenti da parte di investitori istituzionali.

In tale capitolo si andrà ad analizzare la storia che ha caratterizzato Seat Spa, il mercato in cui opera e l'ultima operazione di Leveraged Buyout effettuata nel 2003 da parte di una cordata costituita da fondi di private equity; inoltre si approfondirà l'impatto sulla struttura finanziaria del Gruppo che tale operazione ha comportato, mediante l'utilizzo di specifici indici di bilancio.

La società nel periodo fine anni '90 - primi anni '2000 era in fase di forte crescita e le aspettative del mercato erano fortemente favorevoli. La valutazione si attestava intorno ai 5,65 milioni di Euro. Tuttavia Telecom, che ne era la controllante, per esigenze di liquidità fu costretta a venderla e l'acquirente della partecipazione di maggioranza fu proprio una cordata costituita da fondi di private equity. Quest'ultima aveva individuato in Seat una società ad alto potenziale di crescita e di sviluppo; ovvero una società che presentava tutte le caratteristiche idonee per la realizzazione di un investimento da parte di un investitore istituzionale.

Per acquisire la partecipazione di maggioranza la cordata ricorse in grande misura al capitale di terzi. Successivamente, una volta realizzata l'acquisizione, l'operazione si perfezionò attraverso la fusione. La società all'inizio presentava tutte le caratteristiche idonee per porre in essere l'operazione di Leveraged Buyout; tuttavia, dopo una prima

fase di crescita, le prospettive di sviluppo svanirono in seguito alla crisi che investì il settore in cui essa operava e al verificarsi della crisi finanziaria globale.

Tali avvenimenti non hanno consentito a Seat di raggiungere gli obiettivi di cash flows inizialmente previsti; anzi, al contrario, hanno messo l'impresa in grosse difficoltà.

Infatti, nonostante l'impegno da parte del management di cogliere le nuove opportunità che il mercato offriva, in particolare l'espansione del settore online, dal 2007 le vendite iniziarono a contrarsi e il titolo crollò nel 2008. L'elevato indebitamento a cui l'impresa ricorse per porre in essere l'operazione di LBO divenne più difficile da sostenere in seguito alle circostanze negative che Seat si trovò ad affrontare. In particolare, nel novembre del 2011, il mancato pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario e il mancato rispetto dei covenants con la principale Banca finanziatrice hanno determinato il verificarsi della clausola di acceleration default, rendendo il debito immediatamente e integralmente esigibile. Il problema era rappresentato dal fatto che Seat non disponeva della liquidità sufficiente per rimborsare il debito. Per risolvere tale situazione, nell'agosto del 2012 venne firmato un piano industriale e finanziario per la ristrutturazione dell'impresa; in particolare, esso ha previsto la conversione del prestito obbligazionario in capitale proprio.

4.2 La storia di Seat Pagine Gialle

La società Seat, Società Elenchi ufficiale abbonati al Telefono, nasce nel 1925 con un capitale di 100 mila lire⁶² e con sede operativa a Torino. Inizialmente il suo core business è rappresentato dallo stampaggio e dalla distribuzione degli elenchi telefonici esclusivamente per il Nord Italia. Nonostante un limitato utilizzo dell'elenco telefonico, si capisce come tale strumento abbia delle elevate potenzialità come veicolo pubblicitario. L'impresa amplia la propria attività negli anni '50, allargando la propria sfera geografica, raggiungendo Centro e Sud Italia.

Nel 1964 stampa gli elenchi telefonici per la Sip; in questi anni Seat è controllata interamente da Stet – Telecom Italia, una società pubblica operante nel settore delle comunicazioni.

⁶² Gli azionisti sono rappresentati da: Sip (65%) e Giani (35%).

Il 1966 è un anno estremamente importante in quanto avviene il lancio del prodotto più rappresentativo dell'impresa, ovvero le Pagine Gialle. Questo avvenimento ha determinato immediatamente un effetto positivo su ricavi e utili.

Nel 1986 il Governo decide di incorporare Seat in STET – Telecom Italia, diventandone una divisione di quest'ultima. Dieci anni più tardi, congiuntamente al processo di privatizzazione di Telecom, Seat viene scissa da STET.

In questo modo si è dato vita ad una società totalmente indipendente operante nei settori dell'editoria tradizionale ed elettronica, del direct marketing, della raccolta pubblicitaria e della stampa.

All'inizio del 1997 Seat viene quotata in Borsa a Milano; a fine anno sono tre i consorzi interessati ad acquisire la partecipazione di maggioranza: due acquirenti industriali, i colossi americani GTE e ITT e un consorzio finanziario costituito da Private Equity e dall'asse De Agostini – L'Espresso – Comit. La valutazione dell'azienda si aggira intorno ai 3200 miliardi di lire e la partecipazione di maggioranza viene acquistata da una cordata organizzata nella società finanziaria Otto, controllante di Ottobi. Telecom comunque rimane azionista della società, ma cede il 61.7% a questo nuovo gruppo di azionisti per una cifra pari a 1658 miliardi di lire, lasciando in mano al mercato le azioni rimanenti. La cordata è rappresentata dai seguenti investitori: ABN AMRO Ventures Bv, BC EUROPEAN CAPITAL V, Gruppo di INVESTITORI BAIN, Gruppo di INVESTITORI BAIN, Gruppo di INVESTITORI CVC, INVESTITORI ASSOCIATI II SA, ISTITUTO GEOGRAFICO DE AGOSTINI SpA, SOFIPA, TELECOM ITALIA Spa.

Per acquisire la partecipazione, la cordata intraprese un'operazione di Leveraged Buyout che si concluse, alla fine del 1998, con l'incorporazione di Seat Spa all'interno di Ottobi. La società dopo la fusione cambia denominazione sociale in Seat Pagine Gialle Spa, con sede sociale a Torino.

L'anno successivo, sfruttando il disavanzo attivo derivante dalla fusione, viene deliberata una distribuzione di un dividendo straordinario di 2038 miliardi di lire. Attraverso tale distribuzione la cordata riuscì a ripagare l'intero investimento sostenuto per rilevare la partecipazione.

Alla guida della società viene nominato Lorenzo Pelliccioli che, nel corso della sua gestione, porta a termine rilevanti acquisizioni nel settore degli elenchi, come ad

esempio la tedesca Telegate e l'inglese Thompson. Inoltre, egli riesce a realizzare importanti diversificazioni, come ad esempio l'acquisizione della Buffetti, il portale internet Matrix Virgilio e le tv di Vittorio Cecchi Gori.

Con la finalità di ampliare la propria offerta su internet, nel primo semestre del 1999, Seat e De Agostini costituiscono una società finanziaria, la Web Spa. Attraverso tale società acquistano il 66% della Matrix Spa.⁶³

L'obiettivo della partnership tra Seat – De Agostini – Matrix è quello di potenziare le attività su internet, ampliando così il proprio raggio d'azione in modo tale da accelerare lo sviluppo, sfruttando il portale Virgilio.

Nel 1999 il boom di internet influenza positivamente l'attività di Seat; grazie a tale evento la società realizza una forte crescita economica, anche grazie, al sito “www.Virgilio.it”, che rappresenta uno dei principali web italiani.

In questo modo Seat ha così progressivamente esteso il proprio ambito di attività dal settore dell'annuaristica telefonica a quello dei servizi informativi, sfruttando delle piattaforme tecnologiche come telefono ed internet.

Nell'agosto del 2000, nasce un nuovo gruppo televisivo e multimediale: Telemontecarlo. Questo si pone come terzo polo televisivo, dopo Rai e Fininvest. Seat e il Gruppo Cecchi Gori stipulano un accordo in base al quale Seat Pagine Gialle acquista il 75% di Cecchi Gori Communications Spa, società cui fanno capo tutte le concessioni televisive per le reti Telemontecarlo e Telemontecarlo 2.

Successivamente i due gruppi diedero vita ad una società congiunta per la televisione digitale. Tuttavia, dal punto di vista finanziario l'operazione conclusa da Seat PG risultò particolarmente rischiosa vista la struttura finanziaria del gruppo televisivo, ovvero una struttura caratterizzata da un elevato rapporto di indebitamento. Inoltre, c'è da sottolineare come le due reti Tmc e Tmc 2 non fossero di grande attrattiva per il pubblico, con un auditel medio pari al 3%.

Altra acquisizione conclusa da Seat, sempre nel 2000, è rappresentata da Telegate AG⁶⁴. In particolare Seat rileva il 51% di tale società operante nei servizi telefonici a valore aggiunto, come i servizi di Directory Assistance.

⁶³ Società leader nel settore dei media digitale; fornisce servizi Web sia al pubblico sia alle aziende. Il core business è rappresentato dal settore del web portal, dalla commercializzazione di spazi pubblicitari su internet e dalla realizzazione di progetti web.

⁶⁴ Società tedesca quotata al Nuer Markt, con un quota di mercato pari al 21%. Occupa la seconda posizione nel mercato nazionale dei servizi telefonici..

Successivamente acquista anche Thompson, società editrice inglese di directory.

Sempre nel 2000, Telecom Italia, con l'obiettivo di riportare la propria quota di partecipazione al 29,9% in Seat, lanciò un'offerta ai vecchi soci di Otto. Telecom pagò 7188 miliardi di lire (circa 4 miliardi di Euro). Grazie all'enorme crescita di Seat e allo sviluppo del business online, i vecchi soci di Otto riuscirono così ad effettuare un investimento altamente remunerativo, cedendo la partecipazione ad un valore superiore di circa otto volte all'investimento inizialmente effettuato, con un guadagno di circa 6 miliardi di Euro.

Telecom Italia, a sua volta, visto l'elevato sviluppo delle piattaforme informatiche e delle tecnologie legate ad internet, cede a Seat il ramo d'azienda legato all'interconnessione della rete internet, effettuando una scissione per incorporazione di Tin.it. In particolare, si verificarono due operazioni: una scissione parziale di Telecom Italia mediante trasferimento a favore di Seat dell' 8,168 % circa del capitale sociale di Telecom Italia Net Spa ed una fusione per incorporazione di Tin.it in Seat.

Grazie a queste due operazioni, Telecom diventa azionista di maggioranza della nuova Seat/Tin. It con il 65%. L'obiettivo di questa integrazione è quello di creare un grande polo italiano in grado di competere con i principali gruppi europei e mondiali operanti nel mercato dei servizi internet.

Come si è visto, tra il 1999 e il 2001, Seat ha realizzato un gran numero di acquisizioni che hanno consentito a quest'ultima di ampliare la propria attività, investendo soprattutto in imprese operanti nel settore dell' online.

Inoltre, a partire dal 2001, Seat dà inizio ad un'attività di razionalizzazione del proprio portafoglio investimenti, dismettendo tutta una serie di assets non più strategici, dimezzando così il numero di imprese controllate e collegate.

Nell'agosto del 2003, Seat Pagine Gialle effettua una scissione parziale proporzionale, scorporando i rami aziendali attivi nelle aree di "directory", "directory assistance" e "business information" a favore di un'omonima newco. L'attività di media ed internet rimane in capo della stessa società che muta la denominazione sociale in Telecom Italia Media Spa.

Successivamente Telecom Italia Spa, per esigenze di liquidità, è costretta a cedere il 62,5 % delle azioni ordinarie di Seat Pagine Gialle a Silver Spa, una newco costituita ad

hoc, attraverso altre due società veicolo, Spyglass Spa e Sub Silver SA, da investitori istituzionali. La cessione avviene per una cifra pari a 3,1 miliardi di euro.

L'operazione termina con una duplice operazione di fusione per incorporazione: Seat Pagine Gialle viene fusa in Silver Spa, la quale viene a sua volta incorporata in Spyglass Spa. Quest'ultima muta la sua denominazione sociale in Seat Pagine Gialle Spa e viene ammessa a quotazione al Mercato Telematico Azionario. Sfruttando il disavanzo derivante dalla fusione, viene deliberata una distribuzione straordinaria di riserve; tuttavia Seat per far fronte a tale distribuzione accende un finanziamento, in quanto non disponeva della liquidità necessaria. Attraverso tale distribuzione straordinaria Sub Silver riuscì a rimborsare il debito finanziario acceso per effettuare l'acquisizione.

Anche dopo la fusione, Seat Pagine Gialle Spa continuò ad operare nel settore dell'editoria telefonica, dell'erogazione dei servizi informativi per via telefonica e del business information, in quanto l'attività delle controllanti Silver e di Spyglass è limitata alla gestione della partecipazione di controllo⁶⁵.

Tale operazione rappresenta l'importante Leveraged Buyout, che verrà successivamente approfondito nel corso del quinto paragrafo.

Il triennio 2003 – 2005 si caratterizza per un rafforzamento della posizione competitiva nel business delle directory online e dei brand tradizionali, come Paginegialle e Paginebianche, attraverso lo sviluppo di supporti multimediali (cd – rom, internet, wap) e il potenziamento degli investimenti in altri Paesi europei, oltre all'Italia ed alla Germania.

Nel 2006 il titolo Seat Pagine Gialle chiude in rialzo rispetto al 2005, rilevando una crescita del 5%, e registrando una performance superiore alla media degli altri titoli directory europei⁶⁶.

Visto l'andamento positivo del titolo, nel 2007 gli azionisti di maggioranza di Seat chiedono una consulenza a Lehman Brothers, in quanto c'è l'intenzione di monetizzare la propria partecipazione. Visto l'elevato grado di indebitamento viene consigliata una ristrutturazione del debito a condizioni migliori.

⁶⁵ Silver esercita un controllo diretto, mentre Spyglass indiretto.

⁶⁶ Rispetto alla media degli altri titoli europei il titolo Seat Pagine Gialle ha registrato una performance superiore di circa l'8,3%.

Tuttavia, nel 2007 il titolo di Seat chiude con un'inversione di tendenza rispetto all'anno precedente, ovvero registra un calo pari al 40%.⁶⁷

Tale andamento negativo è da imputare al calo generalizzato del mercato dell' equity che ha fatto seguito alla crisi di quello creditizio e ai timori di una recessione economica; inoltre c'è da sottolineare come il settore media (che comprende a sua volta le directory) è tra i più penalizzati, in quanto c'è un forte timore legato ad una progressiva migrazione dei ricavi dai business tradizionali, come carta, tv e radio, al nuovo media online, visto il forte posizionamento occupato dai motori di ricerca.⁶⁸

Visto il forte sviluppo del settore internet, nel 2007 Seat firma un accordo strategico con il motore di ricerca di Yahoo!. Questo consente a Seat di integrare la propria attività e di creare un grande valore aggiunto per i navigatori web; in particolare grazie a questa unione è possibile ottenere informazioni ancora più complete e dettagliate.

Successivamente, Seat riesce a stipulare un accordo con Wind, che diventa così, il primo operatore italiano ad offrire i servizi directory Pagine Gialle e Pagine Bianche attraverso i propri portali internet i- mode e WAP per i telefoni cellulari.

Il 2008 rappresenta un anno difficile per Seat: il titolo crolla dell'80% rispetto all' anno precedente, con un valore pari a 0,06 euro. Tuttavia tale andamento risulta essere in linea con quello degli altri titoli azionari europei del comparto directory.

Nel 2009 il titolo Seat chiude le quotazioni ad un prezzo di Euro 0,16, con un calo su base annua del 65,9 %. La riduzione è da rilevare nei primi mesi dell'anno, in quanto nel secondo semestre del 2009 il titolo registra una leggera crescita, circa pari all'1,2%. L'andamento negativo del titolo Seat è influenzato dal de -raiting della società e dalla struttura finanziaria, costituita in misura prevalente da capitale di terzi.

Nel gennaio del 2009 avviene un aumento di capitale pari a 200 milioni, seguito da un raggruppamento delle azioni ordinarie e di risparmio.⁶⁹ Un flottante così ridotto ha permesso di tenere il prezzo del titolo al di sopra del prezzo di collocamento, rendendo così l'aumento di capitale più appetibile. Tale aumento consente alla società di ridurre l'elevato rapporto di indebitamento superiore ai 3 miliardi di Euro, visto che il principale finanziatore, ovvero la Royal Bank of Scotland, richiede un rimborso anticipato del debito con i proventi derivanti dall'aumento di capitale.

⁶⁷ Il titolo passa da una quotazione di 0,45 del 2006 ad una di 0,27.

⁶⁸ Cfr. paragrafo 4.3.1 di questo trattato "Il mercato directory e la sua evoluzione".

⁶⁹ Una nuova azione ogni 200 di vecchie.

Inoltre, in questo modo la società ottiene le risorse necessarie per attuare la riconversione del business: dalla vendita di pubblicità sugli elenchi cartacei all'advertising su internet. In particolare, Seat vuole assumere un ruolo centrale nel supportare le PMI su tutto il territorio nazionale per sfruttare le potenzialità che il web offre. La società estende la propria offerta attraverso il lancio dell' App di Pagine Gialle Mobile anche per dispositivi Android, Nokia e Windows Phone.

Inizialmente la reazione del mercato di fronte a tale aumento di capitale è stata molto positiva, tanto da registrare un'impennata dei prezzi. Tuttavia, c'è da registrare come tale andamento sia stato solo una bolla, in quanto i prezzi con altrettanta rapidità sono diminuiti fino a riallinearsi ai livelli ante aumento.

La tendenza ribassista si conferma anche per il 2010; infatti il titolo Seat Pagine Gialle chiude le quotazioni con una diminuzione pari al 49% rispetto all'anno precedente⁷⁰.

Tuttavia, in tale anno la società riesce a definire importanti accordi strategici con Sky e Booking.com. In particolare, il primo consente a Seat di espandere la propria offerta di servizi pubblicitari multimediali alle imprese italiane utilizzando il veicolo della televisione; il secondo permette agli utenti non solo di effettuare prenotazioni al momento della ricerca dell'hotel online, ma anche di avvalersi della professionalità ed esperienza di Booking.com, leader in Europa nel settore delle prenotazioni alberghiere online.

Nonostante la definizione di tali accordi strategici, il 2011 si caratterizza sempre per una performance negativa, con quotazione in ribasso del 63% rispetto all'anno precedente⁷¹.

Nel 2011, a causa dell'incapacità di onorare il pagamento degli interessi sulle obbligazioni Lighthouse, Seat PG entra in una situazione di default tecnico; l'andamento negativo del mercato non consente a Seat di generare flussi di cassa sufficienti al rimborso del debito, né tantomeno al rientro dell'esposizione debitoria.

Sempre nel 2011 avviene il lancio dell' app Pagine Bianche Mobile e 89.24.24 mobile per iOS; nascono anche le Pagine Gialle per iPad.

Di fronte a tale situazione, la società con l'aiuto dei propri advisor, è costretta a studiare delle soluzioni per stabilizzare la struttura finanziaria di lungo termine del Gruppo, focalizzando la propria attenzione sulla cosiddetta opzione di "equitisation". Inizia, così, ad intraprendere nel 2012 delle attività negoziali con le varie categorie di soggetti

⁷⁰ Con un valore pari a 0,08.

⁷¹ Con un valore pari a 0,03.

interessati, con la finalità di definire un accordo per la ristrutturazione finanziaria della Società. In particolare, il 6 settembre dello stesso anno l'operazione si conclude con successo: essa consente alla società di proseguire l'evoluzione verso un modello di business orientato al digitale.

Il 26 ottobre viene nominato come Amministratore Delegato della Società Vincenzo Santelia, che subentra ad Alberto Cappellini.

Ad oggi il Gruppo Seat Pagine Gialle è un Local Marketing Communication Agency fortemente radicato sul territorio italiano. E' in grado di offrire ai consumatori un ecosistema composto sia da strumenti multimediali e mobile, sia da cartacei. Questi consentono di trovare facilmente e velocemente aziende, persone, istituzioni, persone e servizi, anche in mobilità. Inoltre, offre un supporto concreto alle imprese per promuovere la propria attività su internet, grazie ad una serie di agenzie multimediali, quale ad esempio Web Point e ad un'elevata gamma di strumenti complementari di comunicazione pubblicitaria. Questi innovativi servizi di web marketing spaziano dalla costruzione e gestione dei siti internet, alla creazione di contenuti multimediali; dalla attività riguardanti la visibilità del web, ai servizi di e – commerce e web marketing; dalla gestione della presenza sui social network al couponing. Così facendo il web marketing, affiancandosi ai tradizionali servizi di visibilità di tipo cartaceo e telefonico, consente a decine di milioni di utenti, di reperire informazioni dettagliate grazie ad una grande piattaforma multimediale.

Seat si propone come partner nella comunicazione e nel marketing alle PMI italiane, alle Grandi Aziende che operano sul territorio nazionale e alla Pubblica Amministrazione.

La struttura societaria del gruppo è divisa in quattro aree: Directory Italia, Directory UK, Directory Assistance e altre attività.

Nella prima area è attiva la capogruppo, ovvero Seat Pagine Gialle Spa, con i prodotti cartacei, quali Pagine Gialle, Pagine Bianche, AnnuarioSeat, Paginegialle Professional, Pagine Bianche Office, Tuttocittà, In Zona, In Vacanza, Kompass, le attività online quali Pagine Gialle.it, PagineBianche.it, la piattaforma voice e le attività di Direct Marketing, quali Giallo data e Giallopromo.

Nella seconda area è attiva Thomson Directory Ltd, con le directory cartacee, le directory on line e la vendita di dati e altri servizi di business information.

Nelle terza area vengono erogati servizi informativi per via telefonica attraverso il Gruppo che fa capo alla controllata tedesca Telegate Ag e tramite la controllata Prontoseat, che svolge attività di outsourcing dei call center per il servizio 89.24.24 Pronto Paginegialle della Capogruppo. Fanno inoltre parte del gruppo Consodata e Cipi in Italia ed Europages Sa all'estero.

Consodata è uno dei principali operatori in Italia nel campo dei servizi del marketing intelligence, Geomarketing e marketing one – to – one, rivolti sia alle piccole medie imprese sia alle grandi aziende. Per svolgere la propria attività utilizza sia una propria rete commerciale dedicata, sia la rete di vendita della capogruppo; inoltre può contare sul database più grande d'Italia e sugli strumenti e sulle tecniche più avanzate per incrementare e valorizzare le informazioni aziendali. Questi strumenti consentono a quest'ultima di raccogliere una molteplicità di informazioni su milioni di consumatori, nonché di individuare i target migliori e realizzare campagne di direct marketing anche attraverso l'utilizzo di internet.

Cipi, invece, offre tutta una serie di prodotti di carattere promozionale, di merchandising, di regalistica aziendale personalizzabili con i marchi dei clienti. In tali settori è attiva da circa 40 anni.

Europages è la principale directory di riferimento per quanto riguarda il Business to Business per le aziende che utilizzano i canali dell'import e dell'export, sia a livello cartaceo sia online e su Cd- Rom.

L'insieme di tutte queste aree consente al Gruppo di disporre di un sistema integrato di comunicazione in grado di mettere in contatto persone e aziende, esigenze e soluzioni, favorendo così gli scambi economici.

4.3 L' ambito di attività del Gruppo

Il Gruppo Seat opera all'interno del settore pubblicitario. Quest'ultimo comprende vari canali di comunicazione, tra i quali possiamo distinguere i giornali, la radio, la televisione, internet e i manifesti.

E' un mercato che si caratterizza per un'elevata pressione competitiva e la capacità di sostenerla non dipende soltanto da fattori governabili, bensì da fattori non controllabili,

come possono essere ad esempio la domanda degli utenti, l'andamento economico in generale e l'andamento in sé del settore.

Il mercato della pubblicità, come detto in precedenza, si inserisce all'interno del più ampio mercato della comunicazione; quest'ultimo, a partire dal 2008, come si può notare dalla tabella sottostante, ha registrato una flessione. Essa ha coinvolto quasi tutti i principali mezzi di comunicazione e settori merceologici.

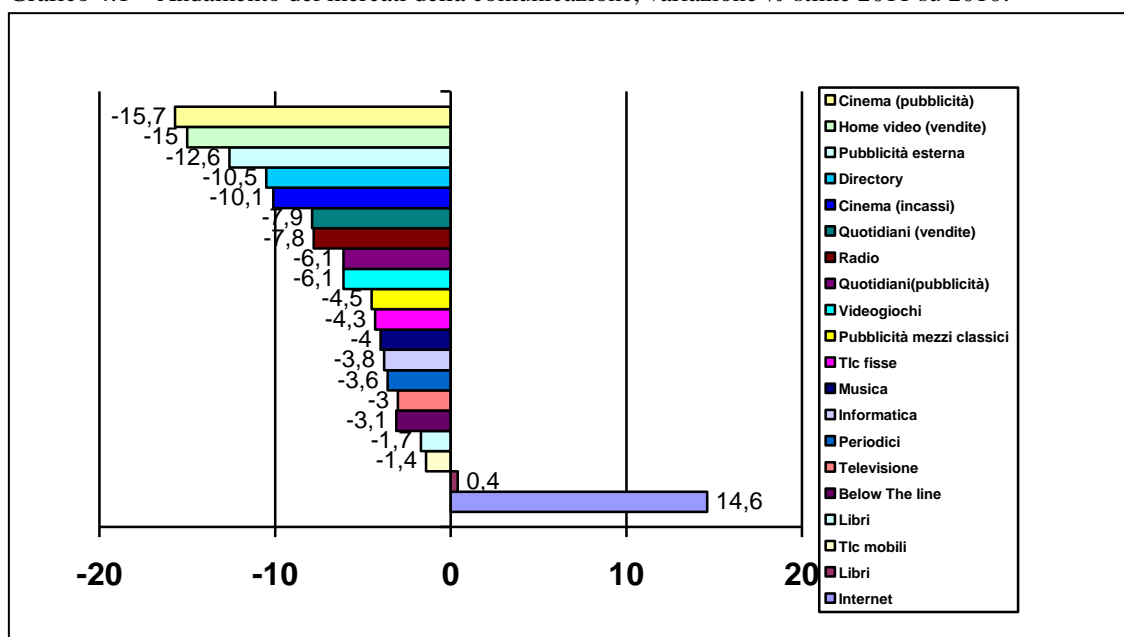
Tabella 4.1 Ricavi del mercato della comunicazione in Italia.

Anno	Ricavi (dati in milioni di Euro)
2005	96.263
2006	98.712
2007	100.250
2008	100.504
2009	95.999
2010	95.153
2011	92.311

Si può affermare che l'industria pubblicitaria ha risentito in maniera rilevante della crisi economica e finanziaria; infatti l'andamento di quest'ultima nel corso della crisi non è molto diverso da quello dell'economia generale del nostro Paese. Essa ha fatto registrare una forte flessione nel 2009 (-5,5%) e una ripresa debole nel 2010 (+2,5%), mentre il settore della directory, ovvero quello in cui opera Seat PG, prosegue nel suo andamento negativo, con un calo pari al 7,5%.

In particolare, in Italia gli investimenti pubblicitari nel 2010 sono tornati a crescere del 3,1 %, in misura superiore rispetto al Pil, dopo una contrazione pari a quella del 2009 nell'anno precedente. Nel 2011 si verifica nuovamente un'inversione di tendenza; infatti la raccolta complessiva è stata pari a 7,6 miliardi di euro, in flessione del 3,8% rispetto all'anno precedente, con una perdita pari a 342 milioni di euro; la contrazione, come si può notare dal grafico sottostante, ha coinvolto quasi tutti i mezzi di comunicazione fatto eccezione per internet che risulta essere in crescita del 14,6%.

Grafico 4.1 – Andamento dei mercati della comunicazione, variazione % stime 2011 su 2010.



Fonte: Fondazione Rosselli, L'industria della comunicazione in Italia, 2011.

In particolare, il settore della directory, così come i settori homevideo e musica, sono quelli che registrano la perdita maggiore, in quanto risentono di più della concorrenza della rete e della sempre maggiore diffusione gratuita di contenuti.

Il 2012 rappresenta l'anno nero della pubblicità; infatti gli investimenti risultano essere calati del 14,3% rispetto all'anno precedente. Le cose non vanno meglio nel primo trimestre del 2013 dove gli investimenti risultano essere ancora in contrazione. E' da sottolineare come il calo si verifichi anche per internet; fino a quel momento l'unico ramo di attività ancora indenne dalla riduzione.

Tabella 4.2 Valore degli investimenti nel mercato della pubblicità (tipologia commerciale nazionale).

Anno	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Valore	9.250	8.554	8.979	8.929	7.680	7.941	7.6	6.52

Fonte: Nielsen. Dati in milioni di euro.

Inoltre, c'è da sottolineare, come l'investimento pubblicitario pro capite in Italia, risulta essere tra i più bassi rispetto ai principali Paesi europei, sia in termini di mezzi classici che in termini di totale investito.

4.3.1 Il mercato della directory e la sua evoluzione

Innanzitutto i prodotti e i servizi directory consistono in elenchi telefonici degli abbonati del telefono in ordine alfabetico e classificati per categorie.

In particolare, le pagine bianche offrono informazioni telefoniche di carattere residenziale, professionale e imprenditoriale; mentre le pagine gialle forniscono informazioni su tutti i business e professioni collocati in specifiche aree geografiche.

Storicamente, gli editori di directory venivano controllati e posseduti dal principale operatore telefonico; infatti, anche gli editori indipendenti dipendevano dalle compagnie telefoniche in quanto l'accesso ai database telefonici era vincolato da quest'ultime.

Tra il 1995 e il 1997 in molti Paesi, il mercato delle linee telefoniche fisse venne deregolamentato; tuttavia, tale avvenimento non determinò un incremento sostanziale di nuovi entranti all'interno del settore directory a causa della struttura del settore, della rete di esternalità e perché risultava necessario stabilire una partnership con l'azienda di telecomunicazioni al fine di mantenere e stabilire un database che era necessario per entrare nel business.

C'è da sottolineare come in tale settore era di fondamentale importanza l'effetto rete; ovvero tanto più elevato era il numero di clienti pubblicizzati, tanto maggiore era il tasso di utilizzo e di conseguenza tante più persone erano attratte dall'essere pubblicizzate. Pertanto, un obiettivo strategico di fondamentale importanza era quello di riuscire ad accaparrarsi un'ampia base di clientela.

Tuttavia, vi era un fattore che limitava il livello di concorrenza: il fatto che i consumatori erano contrari ad accumulare più elenchi a casa, uno o due erano più che sufficienti.

Pertanto le caratteristiche del mercato delle directory determinavano alti margini operativi, basso capitale investito, alti rendimenti, e forti free cash flows.

Quindi, fino agli anni '90 le caratteristiche del mercato consentivano di generare alti flussi di cassa, alte distribuzioni di dividendi nonché alti livelli di indebitamento.

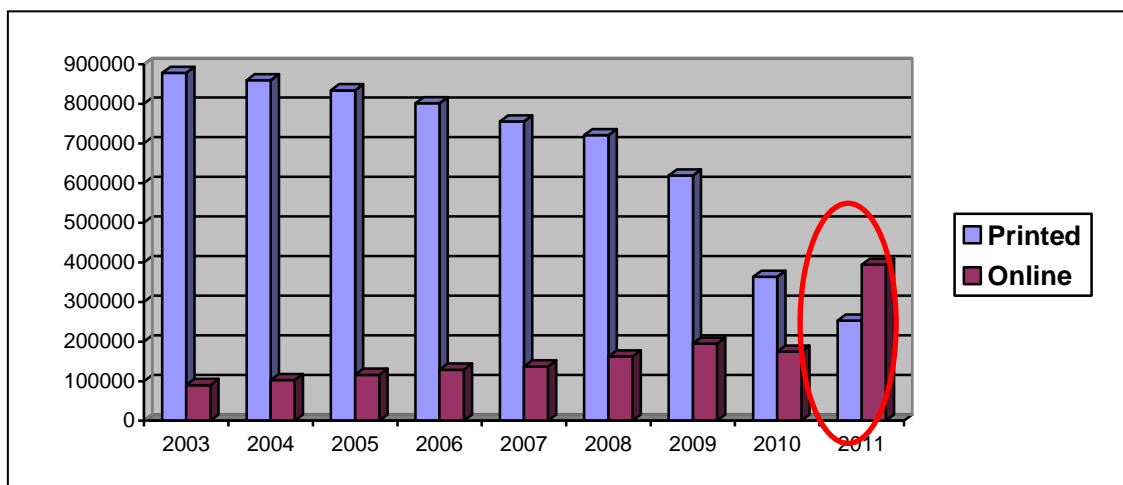
Queste sono tutte caratteristiche idonee per porre in essere l'operazione di Leveraged Buyout.⁷²

⁷²Cfr. paragrafo 3.5 di questo trattato "I presupposti per la realizzazione dell'operazione".

Tuttavia, nel proseguo degli anni, le caratteristiche e di conseguenza l'andamento del mercato subirono un' inversione di tendenza per due ordini di fattori: il primo è rappresentato dalla progressiva migrazione dei servizi di natura informativa su internet ed il secondo è rappresentato dalla crisi finanziaria globale che ha determinato a sua volta una riduzione degli investimenti nel settore da parte delle imprese.

Pertanto, oggi lo scenario si caratterizza per una crescente penetrazione di internet, associata ad una netta diminuzione dell'utilizzo degli elenchi cartacei. Questa evoluzione è stata determinata da una diffusione improvvisa di nuove tecnologie, di internet e di mobile; tutti fattori che hanno portato ad una sostituzione dei prodotti tradizionali a favore di una nuova offerta online. A conferma di quanto appena detto, basta osservare il grafico sottostante che riporta l'andamento dei ricavi dell'impresa leader in Italia nel mercato directory, ovvero Seat Pagine Gialle Spa, distinguendoli in ricavi derivanti dall'attività "printed" e ricavi derivanti dall'attività online.

Grafico 4.2 – I ricavi derivanti dall' attività printed e dall'attività on line di Seat Pagine Gialle.



Fonte: Elaborazione Propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle Spa. Dati in migliaia di euro.

Il grafico mostra, come descritto in precedenza, come nel corso degli anni si sia verificata un'inversione di tendenza: una sempre maggiore riduzione della domanda di elenchi telefonici cartacei a vantaggio delle directory online. Ed è proprio nel 2011, come si può notare dal grafico, che avviene il sorpasso dei ricavi derivanti dai prodotti on line su quelli cartacei.

Tali avvenimenti hanno portato le principali società pubblicitarie a ridefinire nuove forme di integrazione strategica delle proprie attività con la finalità di creare nuove

sinergie che gli consentissero di reagire ai cambiamenti strutturali del business e alle mutate condizioni di mercato. Ed è così che inizia il lancio di prodotti orientati al web in quanto in grado di garantire una maggiore visibilità ed una presenza integrata su tutte le piattaforme.

Tutto ciò porta ad una progressiva diminuzione della domanda di elenchi telefonici cartacei a beneficio delle directory online. Tale cambiamento ha determinato l'emergere di un mercato dalle nuove caratteristiche, ovvero un mercato più competitivo che richiede una maggiore innovazione.

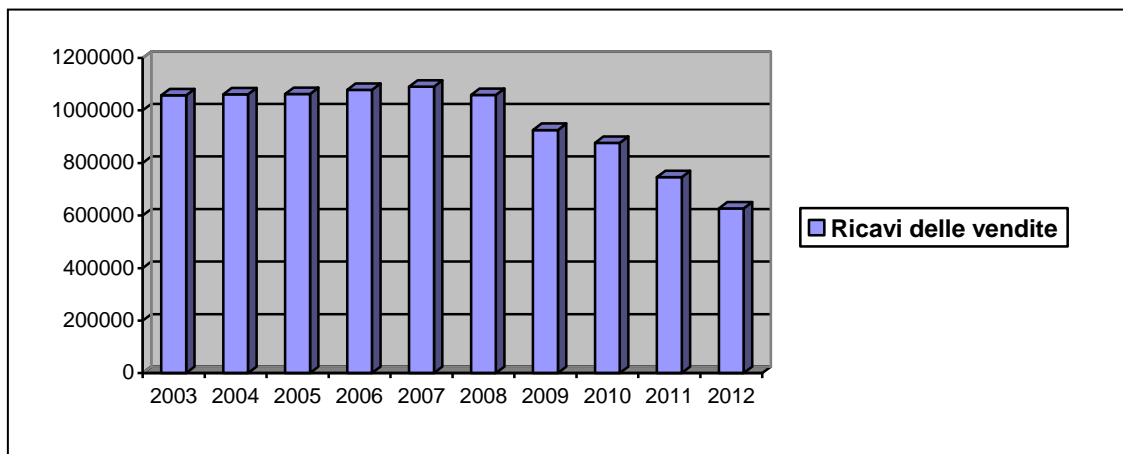
Questa nuova concorrenza contestualmente al cambiamento strutturale del business e alla crisi economica globale hanno portato ad una riduzione dei ricavi del settore. Inoltre, tutti i principali operatori del settore hanno dovuto fronteggiare gli effetti di un contesto economico globalmente deteriorato insieme ad una crisi del business tradizionale. Altro fattore che caratterizza le imprese che operano all'interno del settore directory è rappresentato dall'elevato livello di leva finanziaria presente all'interno di quest'ultime, giustificato almeno fino ai primi anni 2000 da una forte generazione di cassa; questo fa sì che la componente indebitamento rappresenti la parte preponderante del loro Enterprise Value. Tuttavia, a causa dei cambiamenti di mercato sopra descritti, la forte componente di debito non ha fatto altro che amplificare la performance negativa dei titoli directories, rispetto all'andamento del mercato dei media nel suo complesso; inoltre a questo si deve aggiungere il de-rating del settore directories. Ed è così che si verifica il crollo di tale mercato, con i valori dei titoli delle principali imprese che subiscono un forte calo a partire dal 2007. Infatti, il titolo Seat chiude in calo del 40% rispetto all'anno precedente, un andamento in linea con quello delle principali imprese operanti nel settore; ad esempio Eiro chiude in calo del 34%, e Yell del 30% .

Più in generale, guardando al mercato complessivo e precisamente al quinquennio 2006 – 2010, la performance del mercato delle directory diminuisce del 18,8%, in particolare perde il 7,5% nel 2010 rispetto al 2009 e il 10,5% nel 2011 rispetto al 2010.

Tutto ciò ha portato, come descritto in precedenza, ad una contrazione dei flussi di cassa e ciò ha reso più difficile sostenere l'elevato indebitamento determinato dall'operazione di Leveraged Buyout intrapresa nel 2003; questo perché la contrazione del business non era prevista. Infatti, come si può notare dal grafico sottostante, i ricavi delle vendite e

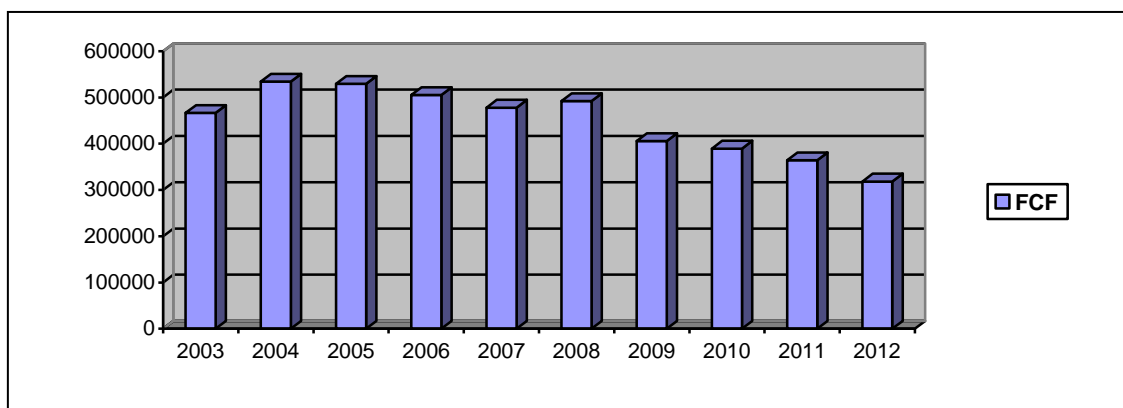
delle prestazioni conseguiti da Seat Pagine Gialle hanno iniziato a diminuire a partire dal 2007. Lo stesso andamento viene riscontrato per i free cash flow operativi

Grafico 4.3 – Andamento dei ricavi delle vendite e delle prestazioni di Seat Pagine Gialle Spa.



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio Gruppo Seat Pagine Gialle. Dati in migliaia di euro

Grafico 4.4 – Andamento dei FCFO di Seat Pagine Gialle.



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle. Dati in migliaia di euro.

4.4 I competitors di Seat Pagine Gialle Spa

I principali competitors di Seat nel mercato italiano delle directory sono rappresentati da Pagine Sì e Guida Monaci Spa.

Pagine Sì è un'azienda umbra che opera nel settore dell'industria pubblicitaria multimediale e dell'annuaristica telefonica dal 1996. E' da sottolineare come essa sia un'azienda che vive di una crescita continua da circa una decina d'anni; infatti a partire dal 2005 ha ottenuto incrementi medi annui del fatturato del 20%.

Pagine Sì, fin dal primo momento, ha focalizzato la propria attenzione sulle attività online che rappresentano il 20% del proprio business. La propria offerta si caratterizza, fin dall'inizio, per la diffusione di servizi ed informazioni gratuite, sia a livello cartaceo che online; questo ha consentito all'impresa di ampliare rapidamente la propria base clienti.

E' un'impresa che punta molto anche sui new media; infatti essi rappresentano il 20% del proprio mercato di riferimento. E' attiva anche nel mercato dell'editoria specializzata per quanto riguarda il settore della casa e del turismo enogastronomico.

I fattori distintivi della propria offerta sono: la flessibilità e la tempestività nell'individuare la comunicazione online; questi hanno permesso all'impresa di ottenere ricavi crescenti.

Guida Monaci Spa, è un'impresa che nasce nel 1870 e che opera nel sottore del business to business. Sicuramente un suo punto di forza è stato quello di stare al passo con l'evoluzione del settore; in particolare, essa è riuscita a tenere il passo dell'innovazione, focalizzando la propria attenzione sul sito web. Quest'ultimo è diventato un vero e proprio portale e un importante punto di riferimento per le aziende, grazie a strumenti quali "Servizi Informativi per le aziende", video clip promozionali, le sezioni "Comunicati, e "Articoli". L'insieme di tali strumenti offrono alle imprese un'ulteriore occasione di carattere promozionale.

La società nel corso del tempo ha ridefinito il proprio ambito di attività, ridimensionando le proprie attività nell'ambito dell'editoria cartacea e suddividendo le linee operative in due diversi segmenti: Business Intelligence e Publishing. Le due linee si caratterizzano per andamenti diversi; infatti la prima ha risentito del pessimo contesto economico, mentre la seconda è cresciuta, in termini di fatturato del 33% dal 2009 al 2010.

Considerando il più ampio mercato pubblicitario a livello nazionale, Seat PG Spa compete con i media locali, quali giornali, televisione e radio e con le forme di comunicazione utilizzate dalle piccole medie imprese, quali ad esempio, direct marketing, sponsorizzazioni, oggetti promozionali, ecc.. Secondo la Borsa Italiana, Seat risulta la terza società media in Italia per la raccolta pubblicitaria, dopo le due grandi concessionarie televisive Publitalia (Gruppo Mediaset) e Sipra (Rai).

Anche il mercato pubblicitario su internet si caratterizza per un'elevata concorrenza, in quanto vede la presenza di operatori altamente specializzati, quali motori di ricerca e portali. Nonostante sempre più soggetti siano spinti ad entrare all'interno di tale mercato a causa della forte crescita del settore e della crisi dei media tradizionali, Seat rimane comunque un leader. Infatti, c'è da sottolineare come sia stata una delle prime imprese a lanciare un sito internet dedicato alla ricerca di prodotti e servizi. Ad oggi Seat detiene una quota di mercato della pubblicità online pari circa al 19 – 20%.

Per cercare di contenere gli effetti della crisi, Seat ha cercato di utilizzare il segmento dell'online essendo un mercato caratterizzato da un'elevata crescita in termini di ricavi. In particolare, nel 2009 ha ampliato il proprio mercato di riferimento, introducendo il comparto prodotti e servizi di marketing online e vendita di pacchetti multimediali. Inoltre, il gruppo ha posto in essere una serie di azioni strutturali basate sul contenimento delle spese correnti e sulla ridefinizione dei principali processi operativi con la finalità di ridurre i costi operativi. Nonostante le azioni intraprese, i risultati economici sono però negativi: le vendite risultano essere complessivamente in calo; tuttavia questa diminuzione risulta però essere controbilanciata dal buon andamento dei ricavi derivanti dal settore online.

Anche a livello europeo, i principali players hanno dovuto affrontare gli effetti della crisi internazionale che ha portato ad una riduzione dei ricavi. Le risposte intraprese per fronteggiare la contrazione dei ricavi si basano sulla definizione di nuove strategie di rafforzamento dei prodotti e dei servizi basate sulla piattaforma internet.

Le principali directory a livello europeo sono rappresentate dal gruppo francese Pages Jaunes e dalla britannica Yell Group.

Così come le altre imprese del settore, anche il gruppo francese ha visto i propri ricavi diminuire a causa della crisi internazionale. Questo porta il gruppo a focalizzarsi sui servizi internet; ciò ha consentito al gruppo di attenuare la diminuzione.

L'azienda ha individuato in internet, sia fisso che mobile, una delle principali opportunità di crescita, insieme anche ai servizi di localizzazione urbana.

La britannica Yell Group, è una delle principali directory internazionali operante nel mercato pubblicitario in Uk, Stati Uniti, Spagna e America Latina facendo leva sulle attività cartacee, online e telefoniche.

Anche in tal caso, a controbilanciare la riduzione dei ricavi del gruppo, dovuta interamente all'andamento negativo delle "printed" directory, è stata la performance positiva ottenuta nel segmento di attività in internet. Inoltre la società ha intrapreso una serie di strategie volte alla riduzione dei costi; queste hanno consentito da un lato di ridurre l'impatto della riduzione dei ricavi e dall'altro di compensare le maggiori risorse dedicate ad investimenti finalizzati alla ripresa.

Inoltre, Yell Group ha adottato un piano di sviluppo per i prossimi cinque anni che ha come obiettivo quello di diventare leader di mercato nei Paesi emergenti e Marketplace per consumatori e piccole medie imprese. Nell'ultimo periodo le proprie risorse sono focalizzate sul segmento del digitale che dovrebbe diventare il segmento preponderante in termini di ricavi, arrivando a rappresentare circa il 75% dei ricavi totali.

4.5 Premessa all'operazione di Leveraged Buy Out

Come descritto in precedenza Seat, nel primo trimestre del 2003 è stata oggetto di un'importante operazione di Leveraged Buyout, da parte di una cordata di investitori di private equity che ha determinato effetti disastrosi nel decennio successivo. Tale operazione si caratterizzava come una "classica" operazione di LBO, ovvero un'acquisizione effettuata ricorrendo in misura prevalente al capitale di terzi, sfruttando così la leva finanziaria della società target, a cui seguiva una tipica fusione per incorporazione. La particolarità dell'operazione è rappresentata dalla modalità con cui è stato rimborsato il debito acceso per effettuare l'acquisizione. Questo verrà approfondito più avanti nel corso di tale capitolo.

Prima della cessione della partecipazione da parte di Telecom Italia, che era la controllante di Seat, questa ha provveduto ad isolare il business della directory attraverso un'operazione di scissione proporzionale.

Dopo aver effettuato tale operazione, Telecom Italia Media, fu costretta per esigenze di liquidità a cedere il 62,5% di Seat Pagine Gialle Spa. L'acquirente era una cordata di fondi di private equity; infatti venne costituita ad hoc una Newco, ovvero Silver Spa⁷³, società controllata da altre società partecipate da fondi di private equity.

⁷³ Società controllata al 100% da Spyglass Spa. Spyglass è una società costituita anche questa ad hoc il 27 maggio 2003, il cui capitale è detenuto interamente da Sub Silver S.a. Quest'ultima è controllata

Come descritto in precedenza, per effettuare l'acquisizione si ricorse al capitale di debito. In particolare, Sub Silver riuscì ad ottenere un finanziamento di breve periodo per un importo pari a circa 3 miliardi di euro con la Royal Bank of Scotland; si contava di rimborsare tale finanziamento attraverso i flussi di cassa generati dalla società target, ovvero da Seat. Successivamente seguì una fusione per incorporazione tra quest'ultima e la società veicolo. Tuttavia il debito risultava ancora in capo a Sub Silver; ecco, che gli azionisti di maggioranza di Seat, ovvero la cordata di private equity, decisero di effettuare una distribuzione straordinaria di riserve in modo tale da poter rimborsare il debito. Tuttavia, Seat non disponeva della liquidità necessaria e venne così stipulato un contratto di finanziamento di lungo periodo in capo a Seat. In questo modo particolare il debito passò in capo a Seat.

Nel momento in cui si decise di effettuare l'operazione, Seat appariva una società florida che operava in un mercato in via di sviluppo che garantiva ingenti ricavi. Pertanto, almeno inizialmente, l'operazione di LBO risultava essere coerente con le caratteristiche della società e del business in cui operava.

Tuttavia, il cambiamento e il successivo peggioramento del business in cui operava Seat, con la conseguente contrazione dei flussi di cassa, ha reso sempre più difficile il rimborso del finanziamento, fino ad arrivare nel 2011, al cosiddetto "default tecnico". Questo significa che Seat non riuscì più a sostenere il piano di rimborso del debito.

Nel corso del capitolo verranno descritte tutte le principali tappe che hanno caratterizzato l'operazione; successivamente, si andrà ad analizzare l'andamento finanziario che ha caratterizzato il Gruppo dal 2003 al 2012 con l'ausilio di strumenti, quali la riclassificazione di bilancio secondo criterio finanziario e l'utilizzo di indici finanziari. L'obiettivo è quello di analizzare l'impatto dell'operazione di LBO sul Gruppo, osservando come l'operazione nel corso del tempo abbia determinato un peggioramento della struttura finanziaria, rischiando così di pregiudicare la continuità dell'attività aziendale.

interamente, ad eccezione di un'azione da Participations Silver S.a.. Essa è a sua volta controllata per il 99,47% da fondi di Private Equity.

4.5.1 L'operazione di scissione tra Telecom Italia e Seat Spa

Nell'aprile del 2003 avviene l'operazione di scissione proporzionale; in particolare essa prevede la scissione di Seat a favore di una società di nuova costituzione sulla base della situazione patrimoniale della società scissa al 31 dicembre 2002.

In questo modo si vengono a creare due società indipendenti: Telecom Italia Media e Seat Pagine Gialle Spa. L'operazione è stata determinata dal fatto che i business in cui operano le due società hanno intrapreso due diverse direttrici di sviluppo, diverse sia in termini di attività, sia in termini di contesto competitivo, sia in termini di mercato potenziale. Da qui l'esigenza da parte delle società di focalizzare le relative risorse finanziarie, industriali e manageriali sui rispettivi core business. In particolare, da un lato, il settore della directory richiede l'erogazione di risposte a ricerche effettuate attraverso prodotti cartacei, on line e telefono, mentre dall'altro, vi è l'offerta di servizi di accesso e di contenuti per internet e televisione.

La scissione determina il trasferimento delle seguenti aree di business a favore di Seat:

- Directory: è l'area riguardante l'annualistica telefonica che prevede la raccolta di pubblicità e la pubblicazione di prodotti cartacei e online, come Pagine Gialle online e Kompass; nonché le partecipazioni in Thomson e TDL Infomedia;
- Directory Assistance: rappresenta l'area dei servizi informativi, di assistenza telefonica, e dell'attività di call center, come 89. 24. 24 Pronto Pagine Gialle online e Telegate;
- Business Information: è l'area che comprende la fornitura a favore delle aziende dei servizi one to one marketing, marketing intelligence e data base management.

La società scissa ha un solo core business: i servizi di accesso e i contenuti per internet e televisione. A seguito della scissione, la società beneficiaria assume la denominazione sociale Seat Pagine Gialle Spa. La scissione diventa efficace il 1° agosto 2003 con il deposito del relativo atto di scissione presso il Registro delle Imprese di Milano. Contestualmente le azioni ordinarie e di risparmio vengono ammesse a quotazione in regime di dematerializzazione presso Monte Titoli Spa.

Agli azionisti della società scissa vengono assegnate azioni ordinarie o di risparmio con il seguente rapporto di cambio: per ogni 40 azioni ordinarie o di risparmio di Seat ante

scissione, sono attribuite 11 azioni della società scissa, ovvero di Telecom Italia media Spa, con un valore nominale pari a 0,03 e 29 azioni ordinarie o di risparmio della società beneficiaria, ovvero Seat Pagine Gialle Spa, con un valore nominale pari 0,03. Il capitale sociale della nuova società derivante dalla scissione è formato da 8.115.215.696 azioni ordinarie e da 136.074.786 azioni di risparmio, per un complessivo di 8.251290.482 azioni con valore nominale pari a 0,03 euro ciascuna. In seguito a tale operazione Telecom Italia Spa si trova a detenere il 62,50 % delle azioni ordinarie e il 61,47% dell'intero capitale di Seat Spa.

4.5.2 La dismissione della partecipazione e la tecnica finanziaria del Leveraged Buy Out

Nel secondo trimestre del 2003, Telecom Italia per esigenze di liquidità avvia le procedure per la dismissione della partecipazione di controllo di Seat Pagine Gialle Spa. Date le buone prospettive di sviluppo del business in cui opera Seat, la società viene valutata dagli analisti 5,65 miliardi di euro.

Tale processo di dismissione si conclude l'8 agosto 2003 con la cessione della partecipazione del 62,50% a Silver Spa. Il prezzo corrisposto per l'acquisto è pari a 0,598 per azione, per un totale complessivo di 3033 milioni di Euro.

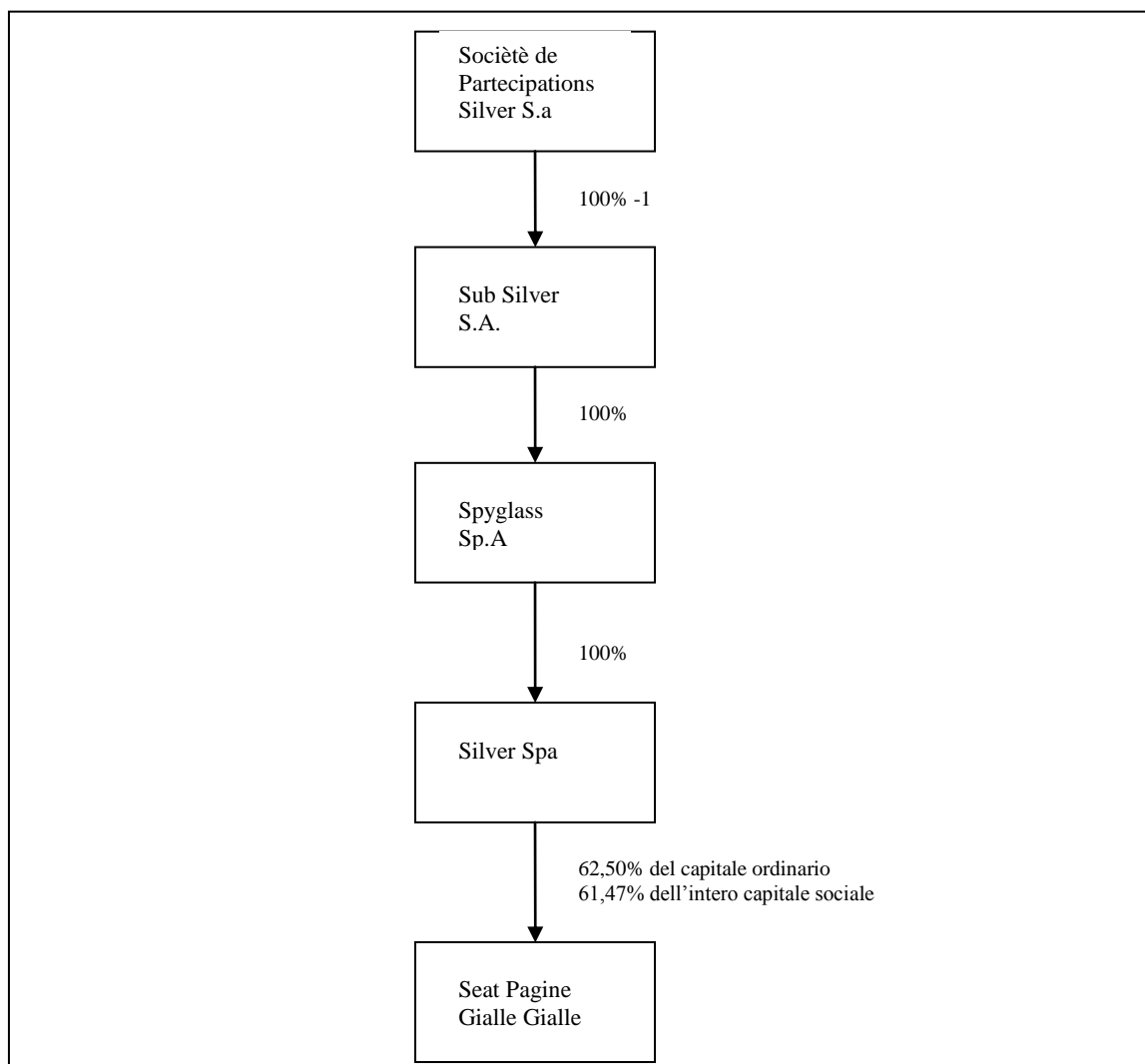
Silver Spa non disponendo delle risorse sufficienti per l'acquisto utilizza le linee di credito messe a disposizione da Royal Bank of Scotland Plc Milan Branch alla sua controllante Sub Silver, per una somma pari a circa 2207 milioni.

Avendo acquistato la partecipazione di maggioranza, quest'ultima è tenuta a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie in circolazione di Seat Spa. A seguito di tale OPA, Silver Spa si trova a detenere il 62,52% del capitale ordinario di Seat Spa e il 61,49% dell'intero capitale sociale.

Silver Spa è una società costituita ad hoc il cui capitale è detenuto interamente da Spyglass Spa. Quest'ultima, come si può vedere dalla figura sottostante, è controllata interamente da Sub Silver S.A., la quale a sua volta è detenuta interamente (fatta eccezione per un'azione) da Società de Participations Silver S.A. Questa è a sua volta partecipata da una serie di investitori istituzionali, in particolare, per il 99,47% da fondi di private equity.

In sostanza, ai fondi di private equity compete la gestione diretta di Società de Participations Silver S.A. e la gestione indiretta di Sub Silver S.A., di Spyglass Spa, di Silver Spa e di Seat Pagine Gialle Spa.

Figura 4.1 La catena partecipativa creata dagli investitori di Private Equity.



Fonte: Elaborazione propria.

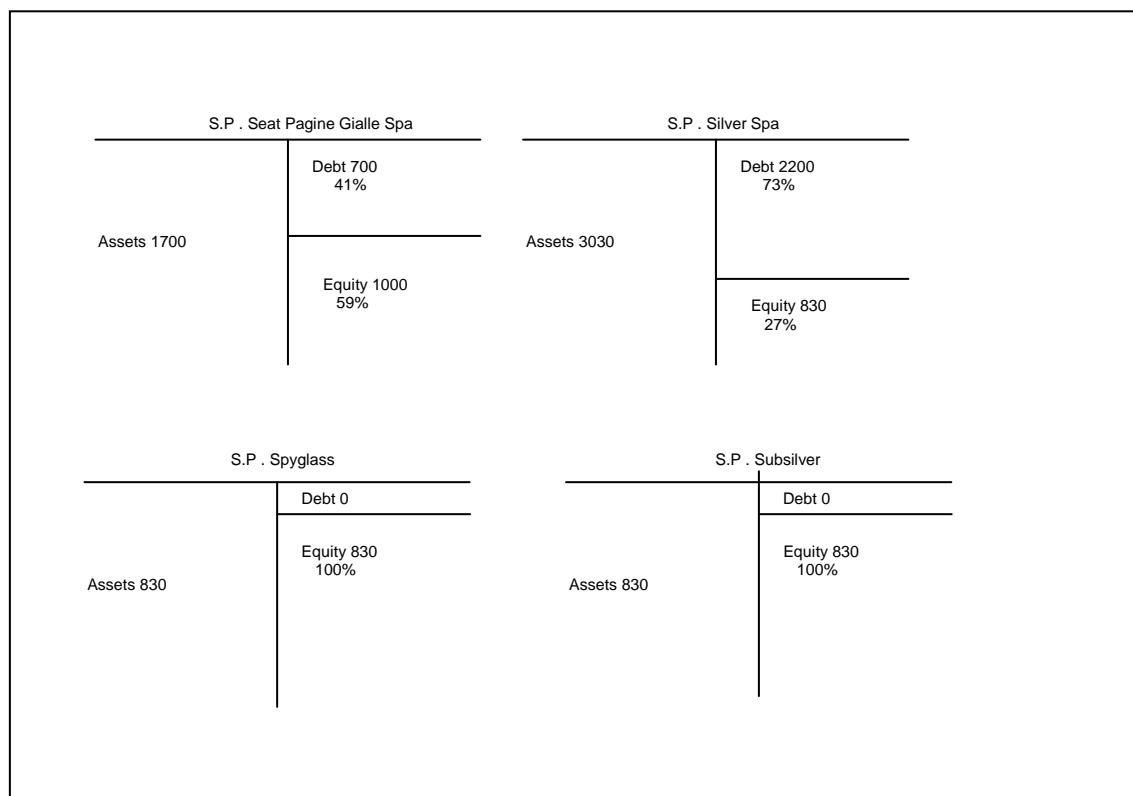
Pertanto si capisce come dietro all'operazione di acquisto della partecipazione di maggioranza di Seat Pagine Spa ci sia una cordata costituita da operatori di Private Equity. Questi hanno visto in Seat una società con ottime prospettive di crescita, caratterizzata da alti margini operativi, basso capitale investito, alti rendimenti, forti free cash flows e una struttura finanziaria flessibile.

In particolare, a testimonianza di quanto appena detto, Seat può contare su una serie di assets chiave, come ad esempio: un portafoglio di prodotti con brands diffusamente riconosciuti, un'ampia base di clienti cresciuta del 30% dal 1997 e il 2002, una forza vendita ampia; inoltre si caratterizza per una persistente crescita dei ricavi e un database unico e in costante sviluppo, per un'ottima performance finanziaria, con un elevato EBITDA margin pari circa al 50% e una forte generazione di cassa, con un rapporto free cash flow/EBITDA pari all'86%.

In altri termini, una società adatta per porre in essere un'operazione di LBO. Infatti i fondi di private equity, come si può notare dalla figura sottostante, per acquistare la partecipazione di controllo ricorrono in misura prevalente al capitale di terzi, finanziando l'acquisto nel seguente modo: il 27% con capitale proprio, per un importo pari a 830 milioni, e la restante parte, ovvero il 73%, con capitale di terzi, per un importo pari a 2200 milioni.

Qui di seguito si espone uno schema sintetico che evidenzia la struttura finanziaria delle società coinvolte nell'operazione di acquisizione di Seat Pagine Gialle.

Figura 4.2 La struttura finanziaria delle società coinvolte nell'operazione. Situazione post acquisizione.



Fonte: elaborazione propria.

Pertanto la somma complessiva che la cordata di fondi di Private Equity ha sborsato per acquisire il 61,50% è pari a 3100 milioni.

In particolare, la cordata è costituita dai seguenti fondi di Private Equity:

- Investitori BC PARTNERS: detiene il 38,04%; rappresenta uno dei principali operatori europei di private equity, con sedi a Milano, Amburgo, Roma e Parigi.
- CVC Capital Partners: detiene il 29,27%; è la principale società di investimento indipendente in Europa nell'offerta di capitale di rischio. Ha sede a Londra e può contare su una rete europea costituita da 11 uffici.
- Investitori PERMINIA: detiene il 26,31%; è uno dei principali operatori indipendenti di private equity in Europa. Può contare su oltre 100 uffici, distribuiti a Francoforte, Londra, Milano, Parigi, Stoccolma e New York. Assiste vari fondi chiusi.
- ALFIERI Investitori Associati: detiene il 5,85%; è un fondo di Private Equity costituito nel 2000; è uno dei più attivi nel mercato. La propria attività è focalizzata in Italia, dove ha effettuato dieci investimenti in aziende industriali di medie dimensioni.

Le banche finanziatrici dell'operazione sono rappresentate da : BNP Paribas, Barclays, Credit Suisse, First Boston e Royal Bank of Scotland; quest'ultime si impegnano ad erogare 4 miliardi sui 5,65 massimi richiesti per l'acquisizione del pacchetto di maggioranza di Seat Pagine Gialle Spa, definendo un vincolo massimo di indebitamento netto consolidato derivante dall'operazione di 4 miliardi di Euro.

La Royal Bank of Scotland con la finalità di supportare l'acquisto della partecipazione di maggioranza di Seat Pagine Gialle Spa, la successiva OPA obbligatoria, nonché le esigenze di liquidità della società e del Gruppo, mette a disposizione linee di credito a Sub Silver Spa per un ammontare complessivo di 4250 milioni di euro e 75 milioni di sterline. Il finanziamento ha le seguenti caratteristiche: una durata pari a 18 mesi meno un giorno e i tassi di interesse, ancorati all'euribor, in linea con quelli di mercato per le operazioni similari. Inoltre prevede i seguenti obblighi:

- i mezzi propri non possono mai essere inferiori al 25% del totale delle fonti di finanziamento;

- non concedere garanzie reali o personali, diverse da quelle espressamente consentite, a favore di terzi, né tantomeno finanziamenti a terzi, diversi da quelli espressamente consentiti;
- l'obbligo di mantenere una corretta copertura dei rischi di impresa attraverso delle specifiche polizze assicurative;
- alcuni obblighi di informativa periodica;
- e infine, l'obbligo di non contrarre alcun nuovo debito finanziario, diverso da quello previsto dal contratto di finanziamento, fatta eccezione anche in tal caso, per alcune posizioni espressamente consentite.

Come descritto in precedenza, queste linee di finanziamento vengono utilizzate per un importo pari a 2200 milioni di euro da Silver Spa. Pertanto Silver Spa, dopo l'acquisto della partecipazione, si trova a detenere nell'attivo, come si può notare dalla figura sopra, la partecipazione di Seat Pagine Gialle, finanziata da circa il 72% da capitale di terzi e per la restante parte da capitale proprio.

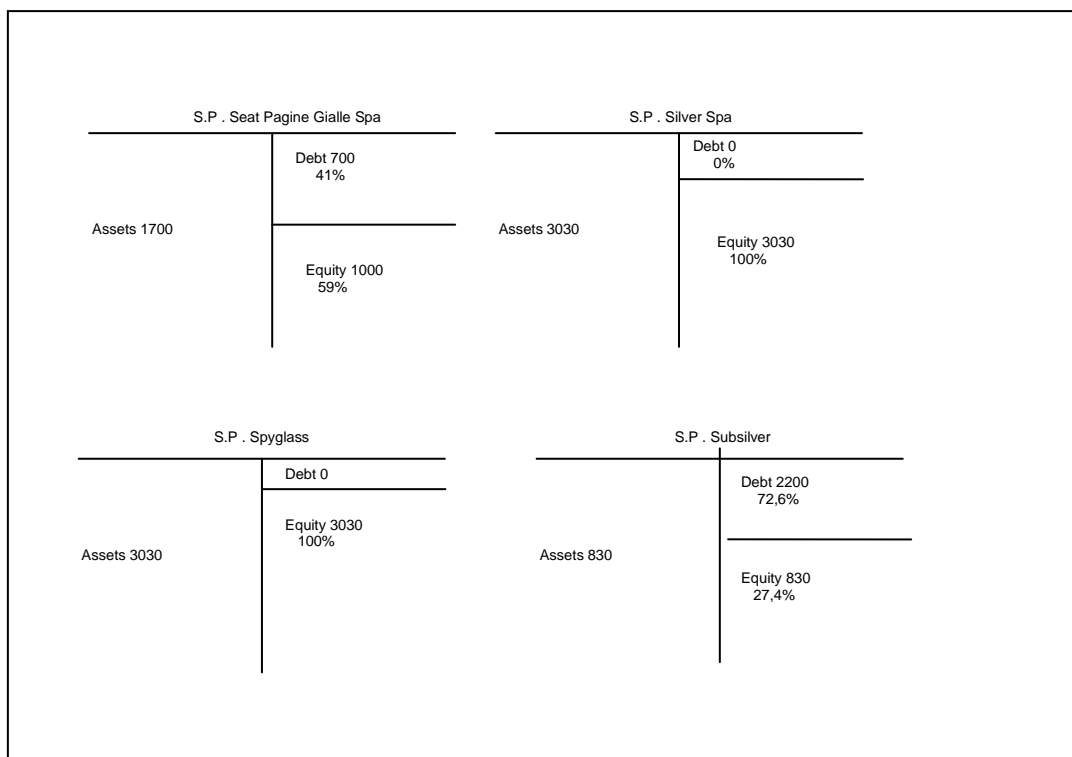
Contemporaneamente all'acquisto della partecipazione di maggioranza da parte di Silver Spa Seat l'8 agosto 2004, aderisce al contratto di finanziamento concluso da Sub Silver con la Royal Bank of Scotland Plc Milan Branch, disponendo così di linee di credito fino al 31 dicembre 2004.

Queste consentono a Seat, previo il rilascio di garanzie e il rispetto di determinati covenants finanziari, di disporre di un finanziamento senior e di un finanziamento subordinato. In particolare, il primo prevede una linea di credito per un importo massimo di 3100 milioni di euro più 75 milioni di sterline, caratterizzato da un tasso variabile e commissioni. Il secondo, invece, prevede un importo massimo di 1150 milioni di Euro, caratterizzato da tasso fisso e da commissioni.

Una volta effettuata l'acquisizione di Seat Pagine Gialle, l'operazione di LBO si perfeziona con una duplice fusione per incorporazione a cui segue la quotazione della società risultate da fusione, ovvero Seat Pagine Gialle Spa, nel Mercato Telematico Azionario. Tuttavia, prima di procedere con tale operazione, si procede ad effettuare un aumento di capitale sociale, sia in Silver Spa che in Spyglass Spa, con un sovrapprezzo tale da consentire che il rapporto di concambio di entrambe le fusioni sia di 1 a 1. Con tale aumento di capitale, come si può notare dalla figura sotto, si vuole ricapitalizzare le due società in maniera tale da azzerare l'indebitamento finanziario assunto da Silver Spa

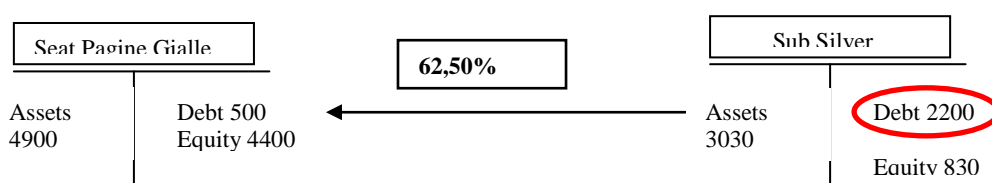
per acquisire Seat Pagine Gialle Spa e rimanere così invariata la quota di controllo all'interno della società. C'è da sottolineare che l'aumento di capitale in Silver Spa viene sottoscritto da Spyglass e l'aumento di quest'ultimo a sua volta da Sub Silver, ricorrendo alle linee di credito messe a disposizione precedentemente dalla Royal Bank of Scotland. Ed è così che il debito passa a Sub Silver. In particolare, tale operazione comprende prima la fusione per incorporazione di Seat Pagine Gialle in Silver Spa, seguita a sua volta dall'incorporazione in Spyglass. Quest'ultima cambia la denominazione sociale in Seat Pagine Spa.

Figura 4.3 La situazione pre fusione: la ricapitalizzazione



Fonte: elaborazione propria.

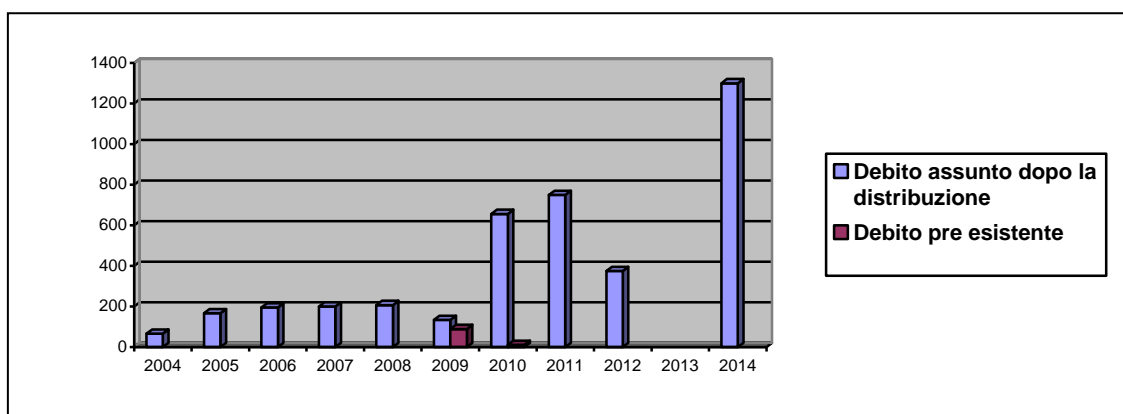
Pertanto, dopo la fusione Seat Pagine Gialle, società risultante dalla duplice fusione per incorporazione, è controllata per il 62,50% da Sub Silver. C'è però da sottolineare come il debito rimanga ancora in capo a quest'ultima.



La duplice fusione diventa efficace il 23 dicembre 2003. A seguito di tale operazione si vengono a determinare una riserva sovrapprezzo azioni ed un avanzo di fusione liberamente distribuibili fino ad un importo massimo tale per cui l'indebitamento finanziario netto del Gruppo post fusione non sia superiore ai 4 miliardi di euro. Poiché l'indebitamento ad inizio agosto era pari a 648 milioni di euro, si ipotizzava la distribuzione di un "maxi" dividendo pari ad oltre tre miliardi. Ed è ciò che avviene successivamente. L'operazione appena descritta non determina alcun effetto sull'operatività aziendale di Seat Pagine Gialle, in quanto l'attività delle due società, ovvero di Silver Spa e di Spyglass Spa è limitata alla gestione della partecipazione di controllo. In sostanza, Seat Pagine Gialle, anche dopo la fusione, continua sempre ad operare all'interno dei medesimi business, ovvero quello dell'editoria telefonica, quello dell'erogazione dei servizi informativi e quello della business information. C'è da sottolineare come tale debito sia ancora in capo a Sub Silver Spa; tuttavia, tale operazione è propedeutica al trasferimento di un'elevata porzione del debito da quest'ultima a Seat Pagine Gialle. Infatti, il trasferimento di tale debito avviene attraverso una distribuzione straordinaria di dividendo da parte di Seat, effettuato attraverso la distribuzione della riserva sovrapprezzo azioni. Nel corso del successivo paragrafo verrà approfondita tale operazione; tuttavia, c'è subito da sottolineare che Seat per effettuare tale distribuzione straordinaria è costretta, non disponendo della liquidità necessaria, ad accendere un finanziamento di lungo periodo.

Ed è in questo modo che Sub Silver riesce ad ottenere la liquidità necessaria per rimborsare il debito finanziario acceso per acquisire la partecipazione di maggioranza. Si conclude così l'operazione di Leveraged Buy Out. Tale operazione comporta un notevole incremento dell'indebitamento, con notevoli esborsi previsti soprattutto nel 2010, 2011 e 2014, con conseguente peggioramento della struttura finanziaria di Seat. Tuttavia, le previsioni iniziali, visto la natura, quantomeno iniziale del business di forte generazione di flussi di cassa, stimano un rientro del debito entro 10 anni. A conferma di quanto appena detto, si riporta qui di seguito un grafico contenente le previsioni degli organi amministrativi di Seat, Spyglass e Silver, in merito al rientro del debito acceso nel 2004.

Grafico 4.5 Il piano di rimborso del debito inizialmente previsto. Dati in milioni di euro.



Fonte: elaborazione propria. Dati prospetto di quotazione.

Nella realtà, il business nei successivi anni subisce una contrazione e ciò porta l'impresa a rivedere i propri piani di rimborso del debito, determinandone una dilazione maggiore. Infatti a fine 2007 le previsioni del debito residuo da rimborsare alla Royal Bank of Scotland e alla Lighthouse International Company dal 2012 in poi erano pari a 2576699000 euro, contro una previsione iniziale pari a 1530000000 euro. Tale operazione, a seguito dei cambiamenti non inizialmente previsti, ha messo l'impresa in seria difficoltà, costringendola a porre in essere delle misure straordinarie per ristrutturarla dal punto di vista finanziario.

4.5.3 La distribuzione del dividendo straordinario

Nell'aprile del 2004 si procede alla distribuzione straordinaria del dividendo, tramite utilizzo di riserve straordinarie, previa integrazione di riserva legale. Seat, non disponendo della liquidità necessaria, ricorre all'indebitamento. In particolare viene distribuito un dividendo straordinario pari a 3.578.238.127,84 di euro utilizzando la riserva Sovrapprezzo Azioni. Contestualmente a tale distribuzione di dividendo, Seat Pagine Gialle formalizza l'adesione al contratto di finanziamento a lungo termine con Bank of Scotland denominato " 2.900.000.000 and 75.000.000 Senior Credit Agreement", in sostituzione delle precedenti linee di credito. Questo finanziamento prevede:

- tre tranches, per un importo complessivo pari a 2750 milioni di euro, utilizzate per far fronte al pagamento del dividendo straordinario e per rifinanziare il

debito bancario a breve termine di Seat Spa pari 513 milioni al 22 aprile 2004. In particolare tali tranches si articolano nel seguente modo:

1. 1250 milioni di euro da rimborsare secondo un piano semestrale a rate non costanti, di cui l'ultima a giugno 2010. Questo prevede un tasso di interesse variabile pari all'euribor a cui si somma uno spread pari a 2,415%;
 2. 750 milioni di euro da rimborsare in due rate: la prima a dicembre 2010, mentre la seconda a giugno 2011. Tale finanziamento prevede un tasso di interesse variabile pari all'euribor, a cui si somma uno spread pari a 2,915%;
 3. 750 milioni di euro da rimborsare in due rate: la prima a dicembre 2011 e l'altra a giugno 2012. Tale finanziamento prevede un tasso di interesse variabile pari all'euribor, a cui si somma uno spread del 3,415%;
- una tranche di 75 milioni di sterline finalizzata al rifinanziamento, a condizioni più vantaggiose, dei prestiti obbligazionari "Hight Yield Bonds" e in dollari emessi dal gruppo TDL Infomedia. Il piano di rimborso prevede due rate: una a giugno e una a dicembre del 2009; il tasso di interesse è variabile ed è pari all'euribor, a cui si somma uno spread pari al 2,415%;
 - una tranche di 150 milioni di euro finalizzata alla copertura di eventuali fabbisogni di circolante di Seat Spa o delle sue controllate. Questo viene erogato nella forma di linea di credito revolving; la disponibilità è sino a giugno 2010. In caso di utilizzo, il tasso di interesse è variabile e pari all'euribor, a cui si somma uno spread del 2,415%.

Tale contratto di finanziamento prevede una serie di obblighi, ovvero il rispetto da parte di Seat Pagine Gialle Spa di specifici covenants, verificati trimestralmente e riferiti al mantenimento di determinati rapporti. In particolare, i rapporti richiesti sono: Debito ed Ebitda, Ebitda e Interessi sul debito, cash flow e servizio del debito.

Inoltre c'è da sottolineare come Seat Pagine Gialle Spa abbia rilasciato le seguenti garanzie:

- pegno sui propri marchi;
- pegno sui c/c bancari di Seat Pagine Gialle Spa;

- cessione in garanzia dei crediti commerciali di Seat Pagine Gialle Spa;
- pegno sulle azioni delle principali partecipate;
- pegno sui prestiti intercompany in essere tra Seat Pagine Gialle Spa e le proprie partecipate;
- privilegio speciale sui beni materiali di Seat Pagine Gialle Spa aventi valore netto di libro superiore od uguale ad 25000 euro.

Sempre nel mese di aprile 2004, Seat stipula un altro contratto di finanziamento di lungo periodo, della durata di 10 anni, con Lighthouse International Company S.A. per l'importo di 1300 milioni. Il finanziamento prevede il rimborso in un'unica soluzione alla scadenza ed un tasso fisso pari all'8%. Lighthouse è un veicolo lussemburghese, partecipato al 25% da Seat, che ha emesso, con lo scopo di finanziare il credito concesso, un prestito obbligazionario high yield quotato alla Borsa di Lussemburgo e rivolto ad investitori istituzionali.

Il dividendo distribuito affluisce così a Sub Silver: una somma di circa 1800 milioni data la partecipazione pari al 50,12%⁷⁴. Ed è così che Sub Silver riesce a rimborsare completamente il debito assunto e gli interessi ad esso relativi.

Con la distribuzione del dividendo si completa l'operazione di Leveraged Buy Out e l'indebitamento passa in capo a Seat.

Nel corso del prossimo paragrafo si procederà ad analizzare l'impatto finanziario determinato dall'operazione sopra descritta. A tal fine si andrà a riclassificare lo Stato Patrimoniale attraverso il criterio finanziario. Una volta effettuate tale riclassificazione, l'analisi sarà completata ricorrendo ad una serie di indicatori di carattere patrimoniale e finanziario.

⁷⁴ La partecipazione risulta essere pari al 50,12%, in quanto il 14 aprile 2004 SubSilver ha ceduto a Lehman Brothers il 12,38% del capitale ordinario di Seat, per un corrispettivo pari a 800 milioni.

4.6 L'impatto finanziario del LBO

4.6.1 Premessa

Per valutare l'impatto finanziario dell'operazione di LBO si sono analizzati i bilanci del Gruppo Seat Pagine Gialle, dal 2003 al 2012. In particolare l'analisi è stata condotta attraverso lo sviluppo di tali fasi:

- riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario;
- approfondimento della struttura degli impieghi e delle fonti attraverso la percentualizzazione delle diverse voci;
- analisi del cambiamento della struttura finanziaria del Gruppo derivante dall'operazione di LBO;
- analisi "statica" attraverso i principali indici finanziari;
- analisi "dinamica", confrontando le entrate "ricorrenti" con le uscite "ricorrenti".

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale attraverso il criterio "finanziario" è il primo step necessario se si vuole approfondire l'equilibrio finanziario dell'impresa, in quanto le voci che compongono l'attivo, il passivo e il patrimonio netto vengono interpretate in modo diverso rispetto al "tradizionale" schema civilistico.

Infatti, lo schema civilistico interpreta l'attivo come l'insieme dei crediti e dei beni di proprietà dell'impresa, e il passivo come la sommatoria dei debiti, dei fondi rischi/oneri, dei fondi di rettifica dell'attivo e delle poste che formano il patrimonio netto. Invece, lo schema riclassificato secondo il criterio "finanziario" interpreta l'attivo e il passivo in modo completamente diverso: l'attivo viene inteso come l'insieme di poste che si trasformeranno in futuro in entrate di liquidità, mentre il passivo come quelle che si trasformeranno in future uscite. Inoltre, poiché l'obiettivo della riclassificazione è quello di effettuare un'analisi finanziaria sia nel breve che nel medio – lungo termine, le poste dell'attivo e del passivo verranno "temporalizzate", ovvero verranno suddivise in base al loro grado di liquidità ed esigibilità in attivo a breve e attivo a lungo, e viceversa, in passivo a breve, passivo a lungo e patrimonio netto. Lo spazio temporale di separazione è pari ad un anno.

4.6.2 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale e la composizione degli impieghi e delle fonti

Come descritto in precedenza, lo Stato Patrimoniale è stato riclassificato secondo il criterio finanziario; le poste sono state suddivise in base al loro grado di liquidità ed esigibilità secondo lo schema qui di seguito riportato:

Tabella 4.3 La riclassificazione degli Stati Patrimoniali del Gruppo dal 2003 al 2007. Dati in migliaia €

Attivo	2003	2004	2005	2006	2007	Passivo	2003	2004	2005	2006	2007
Attivo a breve termine						Passivo a breve termine					
1. Liquidità imm.te	165931	128366	202158	308195	204.549	1. Passivo a b. finanziario	528496	171781	214301	229210	184929
2. Liquidità diff.te	991636	829594	746898	734037	750604	2. Passivo a b. tributario	239621	51.268	40958	23533	66093
3. Disponibilità	12890	10313	12444	11891	15703	3. Passivo a b. non finanz.	409774	375785	407369	397285	387712
4. Attivo a breve p.	29485	28984	2387	7449	21166						
5. Anticipi a fornitori											
Totale attivo a breve termine	1199942	997257	963887	1061572	992022	Totale passivo a breve termine	1177891	598834	662628	650028	638734
Attivo a lungo termine						Passivo a lungo termine					
1. Attivo a lungo mat.	42579	33214	49648	50013	56198	1. Passivo a l. finanz.	105170	3876782	3526689	3384189	3190372
2. Attivo a lungo immat.	4557492	4259244	4198963	4064872	4034940	2. Passivo a l. tributario	13144	2858			5089
3. Attivo a lungo cred.	19316	18099	104166	50743	14343	3. Passivo a l. non finanz.	156981	154787	128001	117841	147637
4. Attivo a lungo patrim.	8380	359	364	288	8159	Totale passivo a lungo	275295	4034427	3654690	3502030	3343098
Totale attivo a lungo t.	4627767	4.310916	4.353141	4.165916	4113640	Patrimonio Netto	4374523	674912	999710	1075430	1123830
Totale impieghi	5827709	5308173	5317028	5227488	5105662	Totale fonti	5827709	5308173	5317028	5227488	5105662

Fonte: elaborazione propria. Dati di bilancio del Gruppo Seat Pagine Gialle.

Tabella 4.4 La riclassificazione degli Stati Patrimoniali del Gruppo dal 2008 al 2012. Dati in migliaia di €

Attivo	2008	2009	2010	2011	2012	Passivo	2008	2009	2010	2011	2012
Attivo a breve termine						Passivo a breve termine					
1. Liquidità imm.te	304602	291991	241728	172732	199659	1. Passivo a b. finanziari o	295449	629781	326164	1387214	201653
2. Liquidità diff.te	747358	690112	676267	595290	420739	2. Passivo a b. tributario	83981	49799	60161	25623	28670
3. Disponibilità	15211	10482	10399	10409	9862	3. Passivo a breve non finanziari o	336990	279706	294861	285520	390492
4. Attivo a breve patrimon.	1932	6756	5020	18912	25034						
5. Anticipi a fornitori											
Totale attivo a breve termine	1069103	999341	933414	797343	655294	Totale passivo a breve termine	716420	959286	681186	1698357	620815
Attivo a lungo termine						Passivo a lungo termine					
1. Attivo a lungo mat.	106602	97380	88662	84546	67765	1. Passivo a l. finanziari o	3031488	2401197	2603219	1493928	1328338
2. Attivo a lungo immat.	3613750	3428605	2728437	2018964	416775	2. Passivo a l. tributario					
3. Attivo a lungo cred.	12816	43977	39586	25774	16544	3. Passivo a l. non finanziari o	153304	175195	131475	289536	180906
						Totale passivo a lungo	3184792	2576392	2734694	1783464	1509244
4. Attivo a lungo patrimon.	2482	453	488	116	5530	Patrimoni o Netto	903541	1034078	374707	-555078	-968151
Totale attivo a lungo termine	3735650	3570415	2857173	2129400	506614						
Totale impieghi	4804753	4569756	3790587	2926743	1161908	Totale fonti	4804753	4569756	3790587	2926743	1161908

Fonte: elaborazione Propria. Dati di bilancio del Gruppo Seat Pagine Gialle

Ai fini di agevolare il confronto e poter analizzare le caratteristiche degli impieghi e delle fonti, si è provveduto a percentualizzare il bilancio sopra esposto. Tale operazione consente una comparazione delle voci nel corso degli anni, in modo tale da capire qual è stata l'evoluzione della gestione.

Tabella 4.5 La % delle voci di Stato Patrimoniale.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Attivo a breve	20,60%	23,13%	18,13%	20,31%	19,43%	22,25%	21,87%	24,62%	27,24%
Attivo a lungo	79,40%	76,87%	81,87%	79,69%	80,57%	77,75%	78,13%	75,38%	72,76%
TOTALE IMPIEGHI	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Passivo a breve	20,21%	11,28%	12,46%	12,43%	12,51%	14,91%	20,99%	17,97%	58,03%
Passivo a lungo	4,72%	76,00%	68,74%	66,99%	65,48%	66,28%	56,38%	72,14%	60,94%
Capitale proprio	75,06%	12,71%	18,80%	20,57%	22,01%	18,81%	22,63%	9,89%	-18,97%
Totale fonti a lungo	79,79%	88,72%	87,54%	87,57%	87,49%	85,09%	79,01%	82,03%	41,97%
TOTALE FONTI	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

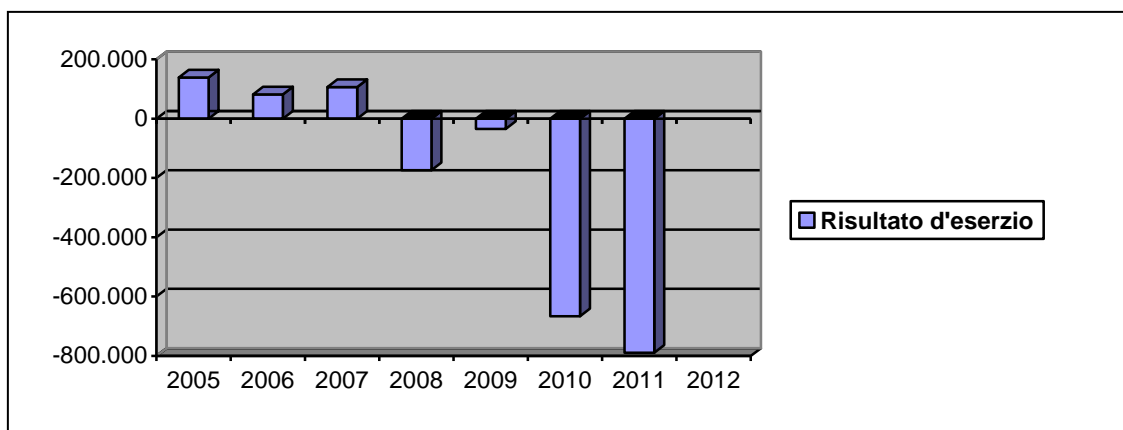
Fonte: elaborazione propria.

Come si può notare dalla tabella, l'impresa si caratterizza per una prevalenza di attività a lungo termine. Come si può vedere dallo schema riclassificato, l'attivo a lungo è formato prevalentemente da attività immateriali. In particolare, le immobilizzazioni immateriali nel 2003 si incrementano rispetto al 2002 per un importo pari a 3589638 migliaia di euro per effetto principalmente dei disavanzi derivanti dalla complessa operazione di acquisizione di cui Seat Pagine Gialle è stata oggetto. In particolare, 2372196 euro è il disavanzo derivante dalla fusione di Seat Spa in Silver Spa, mentre i 942699 milioni di euro derivano dalla successiva fusione della società in Spyglass. Pertanto, si può affermare che il capitale investito in Seat è molto basso, in quanto, sono molto limitate le immobilizzazioni che richiedono investimenti. Infatti, come descritto sopra, la gran parte del capitale investito è rappresentato da assets intangibili derivanti dalle operazioni di fusione. C'è da sottolineare come questi non siano soggetti ad ammortamento, bensì ad impairment test ⁷⁵. La conseguenza di tale composizione del

⁷⁵ L'impairment test ha l'obiettivo di verificare che le attività in bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello verificabile; nel caso in cui si verifichi un'eccedenza del valore di bilancio rispetto a quello recuperabile l'attività deve essere svalutata.

capitale investito si ha nel momento in cui la società inizia a perdere valore nel mercato; questo perché significa che le attività immateriali derivanti da operazioni di M&A dovranno essere svalutate determinando un impatto economico negativo sulla società. Ed è proprio quello che è avvenuto in Seat, dove questi assets intangibili sono oggetto di una svalutazione consistente nel 2010 e nel 2011, un importo pari quasi a 700 milioni l'anno, determinando così, come si può notare dal grafico sottostante, un brusco crollo del risultato d'esercizio. Pertanto si può affermare come il capitale investito del Gruppo Seat sia caratterizzato da una sorta di "atipicità" determinata proprio dall'operazione di LBO; un'atipicità che metterà a dura prova il Gruppo soprattutto negli anni 2010 e 2011.

Grafico 4.6 L'andamento del risultato d'esercizio: l'impatto della svalutazione. Dati in migliaia di euro.



Fonte: Elaborazione propria. Dati bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Ritornando all'analisi degli impieghi e delle fonti, si può notare dalla percentualizzazione dello Stato Patrimoniale come il Gruppo finanzia l'attivo a lungo termine interamente con il passivo a lungo termine, fatta eccezione per l'anno 2011, dove l'attivo a lungo è finanziato solamente in parte dal passivo a lungo termine. In particolare, si approfondirà l'analisi nel paragrafo successivo.

Al fine di approfondire l'analisi sulla struttura degli impieghi e delle fonti si riportano qui di seguito gli indici di composizione degli impieghi e delle fonti.

Tabella 4.6 La composizione degli impieghi

Indici di composizioni degli impieghi	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Indici di rigidità										
Rigidità dell'attivo: Attivo a lungo/ Cap.I	0,79	0,81	0,82	0,80	0,81	0,78	0,78	0,75	0,73	0,44
Rigidità dell'attivo materiale a lungo (A.a lungo Mat/C.i)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,06
Rigidità dell'attivo immateriale a lungo (Attivo a lungo im./C.i)	0,78	0,80	0,79	0,78	0,79	0,75	0,75	0,72	0,69	0,36
Indice di elasticità										
Attivo a breve/ Cap. i	0,21	0,19	0,18	0,20	0,19	0,22	0,22	0,25	0,27	0,56

Fonte: elaborazione propria.

Da una prima analisi di tali indici, il Gruppo presenta un elevato livello di rigidità. Tuttavia si deve sottolineare come si tratti di una sorta di rigidità “anomala” in quanto, come descritto in precedenza il Gruppo non presenta immobilizzazioni che richiedano investimenti specifici. Questo risultato è confermato dall'indice di rigidità dell'attivo a lungo materiale; esso, come si può notare, ha valori piuttosto bassi, ovvero valori che oscillano tra lo 0,01 e lo 0,06; questo indica la bassa incidenza dell'attivo a lungo materiale sul capitale investito.

Al contrario, l'indice di rigidità dell'attivo a lungo immateriale, come si può notare dalla tabella, presenta valori molto elevati, ovvero valori superiori a 0,70, fatta eccezione per il 2011 e il 2012. ;infatti, quest'ultimo si contrae a seguito della svalutazione derivante dall'impairment test. Pertanto, l'operazione di LBO ha determinato un incremento della rigidità aziendale, dovuta soprattutto all'elevato valore dell'avviamento.

Da tale analisi si può affermare che la rigidità dell'attivo è da imputare soprattutto all'attivo di tipo immateriale, che presenta delle particolarità in quanto composto in prevalenza, come descritto prima, da assets intangibili quali Customer Data Base e Goodwill, non soggetti ad ammortamento, bensì ad impairment test.

Dopo aver analizzato la composizione degli impieghi, passiamo ora ad analizzare la composizione delle fonti.

Tabella 4.7 – La composizione delle fonti.

Indici di composizione delle fonti	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Indice di elasticità delle fonti										
Passivo a breve/Tot.passivo	0,20	0,11	0,12	0,12	0,13	0,15	0,21	0,18	0,58	0,53
Indice di rigidità delle fonti										
Passivo a lungo +pn/ Tot.Passivo	0,80	0,89	0,88	0,88	0,87	0,85	0,79	0,82	0,42	0,47
Indice di autonomia finanziari										
Mezzi Propri/Cap.invest.	0,75	0,13	0,19	0,21	0,22	0,19	0,23	0,10	-0,19	-0,83
Indice di indebitamento a medio lungo termine										

Passività a lungo/Cap. Invest	0,05	0,76	0,69	0,67	0,65	0,66	0,56	0,72	0,61	1,30
Indice di indebitamento a breve termine										
Passività breve/Cap. Investito	0,20	0,11	0,12	0,12	0,13	0,15	0,21	0,18	0,58	0,53
Indice di Indebitamento										
Capitale di terzi/Patrimonio netto	0,33	6,86	4,32	3,86	3,54	4,32	3,42	9,12	-6,3	-2,2

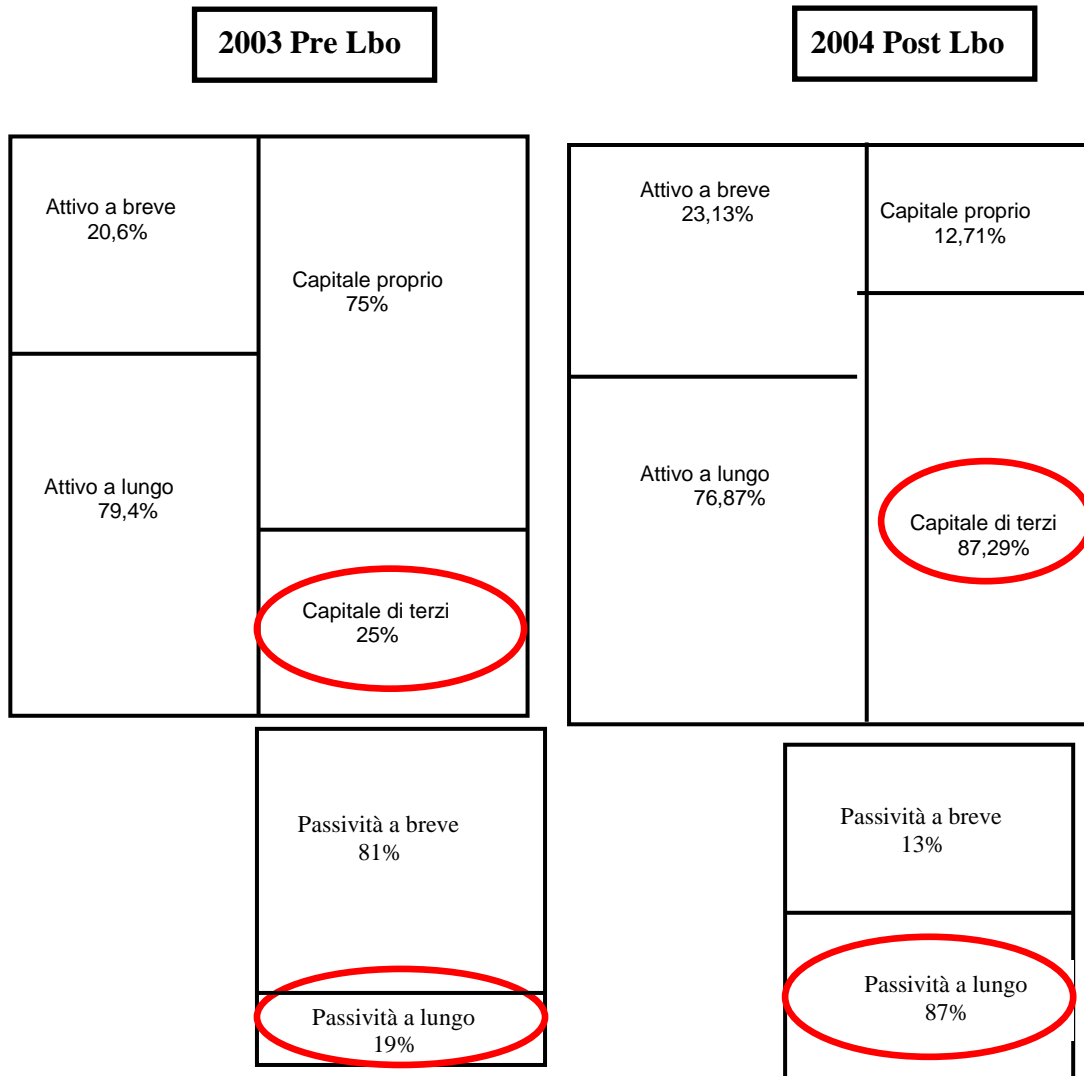
Fonte: elaborazione propria.

Da una prima lettura di tali indici emergono subito delle indicazioni chiarissime: il basso impiego di mezzi propri, la preferenza per forme di indebitamento a medio lungo termine ed un elevato indebitamento.

Tale tendenza si può notare a partire dal 2004 in poi, ovvero dal momento in cui si concretizzata l'operazione di LBO. Infatti l'operazione di LBO ha "stravolto" la struttura finanziaria dell'impresa; una struttura finanziaria che prima del 2004 si caratterizzava, come si può notare dalla figura sottostante, per la prevalenza di mezzi propri rispetto a quelli di terzi.

Un ulteriore conferma di quanto sopra citato, si può vedere dall'indice di indebitamento che ha un valore pari a 0,33 e dall'indice di autonomia finanziaria pari a 0,75 nel 2003, per poi passare rispettivamente a 6,86 e a 0,13. Inoltre prima dell'operazione di LBO, oltre che da un basso livello di indebitamento, il Gruppo si caratterizzava per un basso ricorso a forme di indebitamento a lungo termine, come si può notare dall'indice di indebitamento a medio lungo termine, con un valore pari a 0,05, passato poi a 0,76 nel 2004.

Figura 4.4 La struttura finanziaria pre e post LBO.



Fonte: elaborazione propria.

Approfondendo l'analisi, si può notare come la società, prima che si concretizzasse l'operazione di LBO si caratterizzava per un forte utilizzo di mezzi propri rispetto a quelli di terzi; infatti i mezzi propri pesavano per il 75% del totale delle fonti; una volta concretizzata l'operazione di LBO questi hanno raggiunto un valore pari a 12,71%. Ne risulta una struttura finanziaria composta prevalentemente da capitale di terzi, pari all'87,29%. L'inversione di tendenza oltre che per la struttura finanziaria in sé, si può osservarla anche per la struttura del capitale di terzi; un capitale di terzi, che prima del concretizzarsi dell'operazione di LBO era formato in modo predominante da passività a

breve in particolare queste pesavano per l'81%, mentre le passività a lungo "solamente" il 19%; mentre nel 2004, queste ultime pesavano per l'87%, mentre le passività a breve per il 13%. Pertanto, emerge una preferenza del Gruppo a finanziarsi facendo ricorso prevalentemente a capitale di terzi a medio/lungo termine, come si può notare dall'indice di indebitamento a medio lungo termine, che passa da uno 0,05 del 2003, ad uno 0,76 del 2004 .

C'è da sottolineare come l'operazione di LBO avvenga con una modalità del tutto particolare: nell'aprile del 2004, gli azionisti di maggioranza hanno deliberato una distribuzione di un dividendo straordinario, per un importo pari a 357823127,84 euro. Seat, non avendo a disposizione la liquidità necessaria per distribuire un dividendo di quell'ammontare, è costretta stipulare un contratto di finanziamento a lungo termine con Bank of Scotland denominato " 2.900.000.000 and 75.000.000 Senior Credit Agreement". Contestualmente a tale finanziamento ne viene acceso un altro con la Lighthouse International Company S.A. per l'importo di 1.300 milioni.

Ed è così che Sub Silver ottiene la liquidità necessaria per rimborsare il finanziamento acceso per acquisire Seat Pagine Gialle.

Quanto appena detto, è confermato dai principali indicatori sopra esposti: in particolare l'indice di autonomia finanziaria passa da 0,75 del 2003 a 0,13 del 2004, l'indice di indebitamento a medio lungo termine da 0,05 a 0,76 e l'indice di indebitamento da 0,33 a 6,86.

In particolare, focalizzandosi sull'indice di indebitamento, un valore soglia di riferimento che solitamente garantisce un equilibrio finanziario è pari a 3; tuttavia esistono molte imprese che raggiungono valori più elevati e continuano comunque a sopravvivere; ma si può affermare che tanto più ci si allontana dal valore di riferimento precedentemente individuato tanto più aumenta il rischio di default finanziario.

L'indice in questione, come si può notare dalla tabella sopra, assume un valore elevato pari a 6,86 nel 2004; ciò significa che il capitale di terzi è quasi sette volte il capitale proprio, per poi ridursi nei successivi anni e riallinearsi a valori più "normali" almeno fino al 2010, anno in cui l'indicatore raggiunge un valore pari a 9,12. Tale valore implica un elevato rischio di insolvenza: situazione che si verificherà poi l'anno successivo; infatti nel 2011 il mancato pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario

e il mancato rispetto dei covenants, fanno scattare la clausola di acceleration default, ovvero quella clausola che rende il debito immediatamente ed integralmente esigibile.

L'operazione di LBO era motivata da aspettative molto positive per il business e da una struttura finanziaria caratterizzata dalla prevalenza di capitale proprio rispetto a quello di terzi; ma ex – post le prospettive si sono rivelate troppo ottimistiche; infatti il business della directory, più che un mercato in via di sviluppo si rivelò un business maturo e prossimo al declino⁷⁶; una situazione che compromette l'operazione di LBO; infatti gli effetti disastrosi di tale operazione si verificarono nel 2011: anno in cui il Gruppo si trovò in grossa difficoltà nel far fronte agli impegni finanziari a breve e nel remunerare i relativi oneri finanziari. Una situazione confermata dall'incremento dell'indice di indebitamento a breve che passa dallo 0,18 del 2010 allo 0,58 del 2011, sintomo di una tensione finanziaria. Questo riflette il fatto che l'indebitamento finanziario nel corso degli anni si è ridotto in misura limitata, un aspetto che è stato sottovalutato dalle previsioni troppo ottimistiche del management.

In particolare nel secondo semestre del 2011 Seat:

- non riesce a far fronte al pagamento della cedola semestrale di euro 52125 migliaia dovuta a fine ottobre 2011 da Lighthouse International Company S.A;
- non effettua il rimborso della quota di capitale, di euro 35196 migliaia e dei relativi interessi pari a euro 14775 migliaia nel mese di dicembre 2011 alla Royal Bank of Scotland;
- non effettua il pagamento degli interessi dei differenziali sui contratti di copertura accessori al finanziamento per euro 2900 migliaia.

Inoltre, sempre nel 2011, Seat entra nella black list della Consob; questo implica l'obbligo di comunicare mensilmente la posizione finanziaria netta di liquidità.

Come descritto in precedenza, a causa della clausola di acceleration default, il debito finanziario diventa integralmente e immediatamente esigibile. Tale fatto porta la società a ricercare delle soluzioni volte a stabilizzare la struttura finanziaria e patrimoniale della stessa, di cui parleremo nel corso dei successivi paragrafi.

Ai fini di approfondire la situazione, si effettuerà un'analisi di solidità e di liquidità e successivamente un'analisi di tipo dinamica volta ad approfondire le cosiddette entrate "ricorrenti" ed uscite "ricorrenti".

⁷⁶ Cfr. paragrafo 4.3.1 di questo trattato " Il mercato della directory e la sua evoluzione".

4.6.3 Analisi di solidità e di liquidità

La solidità patrimoniale può essere definita come quella capacità dell'azienda di mantenersi in tendenziale equilibrio finanziario nel medio lungo termine; pertanto si dovrà verificare la correlazione tra impieghi a medio – lungo termine e le fonti a medio lungo termine, nonché analizzare la struttura dei finanziamenti. In particolare, la prima condizione riguarda le modalità con cui vengono finanziate le immobilizzazioni, in quanto queste ultime si caratterizzano per un lungo tempo di ritorno in forma liquida e quindi maggiormente rilevanti per il mantenimento dell'equilibrio finanziario. La seconda condizione, invece, riguarda la tipologia delle fonti di finanziamento attivate dall'impresa. In sostanza tale analisi si svolge su due livelli:

- correlazione tra impieghi a medio – lungo termine e le fonti a medio lungo termine;
- struttura dei finanziamenti

In base a quanto appena detto, una gestione solida si caratterizza per il fatto che l'attivo a lungo termine viene finanziato prevalentemente con il passivo a lungo termine (quest'ultimo data dalla somma di patrimonio netto e passività a lungo); mentre l'attivo a breve dovrebbe essere finanziato prevalentemente con il passivo a breve. Una prima analisi è già stata effettuata precedentemente attraverso la percentualizzazione dello stato patrimoniale e gli indici di composizione degli impieghi e delle fonti; tuttavia, tale analisi verrà approfondita attraverso l'utilizzo dei seguenti indicatori:

Tabella 4.6 Indici di solidità.

Indici di	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Solidità										
Quoziente primario di struttura										
P.n. /attivo a lungo	0,95	0,16	0,23	0,26	0,27	0,24	0,29	0,13	-0,26	-1,91
Quoziente secondario di struttura										
P.n.+ Passivo a	1,00	1,09	1,07	1,10	1,09	1,09	1,01	1,09	0,58	1,07

lungo/Attivo a lungo										
Quoziente di indebitamento finanziario										
Debiti finanziari/ Pn	0,14	6,00	3,74	3,36	3,00	3,68	2,93	7,82	-5,19	-1,58
Indice di intensità del finanziamento complessivo										
Pfin/Patrimonio Netto	0,11	5,82	3,54	3,07	2,84	3,34	2,64	7,16	-4,87	-1,37
Indice di copertura reddituale lorda										
Pfn/ EBITDA	1,29	6,04	5,75	5,53	4,96	5,10	4,86	5,50	6,82	2,72

Fonte: elaborazione propria.

Il quoziente primario di struttura e il relativo quoziente secondario ci dicono quanta parte di attivo a lungo è coperta attraverso l'utilizzo di capitale proprio e quanta parte attraverso l'utilizzo di capitale permanente (ovvero patrimonio netto e passivo a lungo). E' difficile definire dei valori di riferimento che possano suddividere situazioni di equilibrio da situazioni di squilibrio; tuttavia, sono da ritenersi dei buoni valori, ovvero dei valori che esprimono un buon livello di solidità, un quoziente secondario di struttura maggiore di 1 (ovvero 1,2 – 1,3), ed un quoziente primario di struttura pari o leggermente inferiore all'unità (ovvero 0,7/0,8).

Analizzando il quoziente secondario di struttura si può notare come il Gruppo Seat raggiunga dei valori leggermente superiori all'unità, valori sostanzialmente vicini al limite minimo del parametro di riferimento; fatta eccezione per l'anno 2011; tale anno, come descritto in precedenza, rappresenta l'anno del dissesto finanziario per il Gruppo, confermato sia dagli indicatori di solidità che di liquidità.

Infatti tale indicatore nel 2011 assume un valore che si distanzia notevolmente dal parametro di riferimento precedentemente individuato, ovvero pari a 0,58; questo

significa che il Gruppo sta finanziando le attività a lungo solamente in parte con passività a lungo; precisamente solamente il 58% delle attività a lungo viene finanziato con passività a lungo termine; ciò è sintomo di uno squilibrio finanziario di medio lungo periodo, in quanto viene meno la correlazione, descritta all'inizio, tra impieghi a lungo e fonti a medio lungo termine. L'indicatore ritorna su un buon livello l'anno successivo, con un valore che ritorna di poco superiore all'unità, ovvero 1,07, a fronte della ristrutturazione finanziaria posta in essere, di cui si parlerà nel corso dell'ultimo paragrafo.⁷⁷

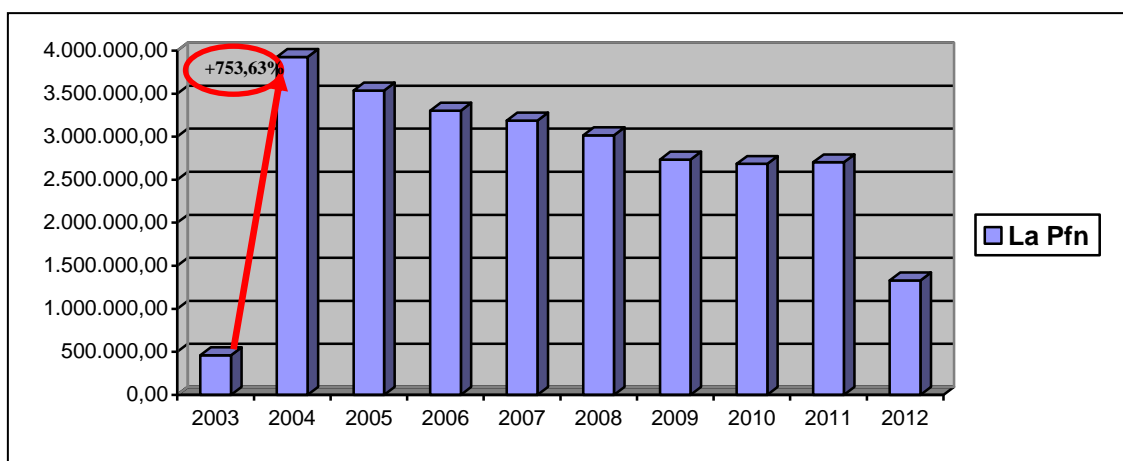
Analizzando il quoziente primario, si può notare come questo assuma, a partire dal 2004 in poi, dei valori molto bassi che si discostano in maniera rilevante dal parametro di riferimento precedentemente individuato; in particolare questo assume dei valori addirittura negativi nel 2011 e nel 2012, a causa delle ingenti perdite subite dal Gruppo. Tali valori stanno ad indicare una forte sottocapitalizzazione del Gruppo, ovvero un gruppo che si finanzia in maniera preponderante tramite il capitale di terzi; infatti le immobilizzazioni vengono finanziate solamente in minima parte dal capitale proprio. Pertanto, da tali indicatori possiamo capire che il Gruppo fa un eccessivo ricorso ai debiti finanziari.

La struttura dei finanziamenti viene analizzata ricorrendo all'indicatore dell'indebitamento finanziario; in particolare quest'ultimo esprime il contributo dei finanziamenti esterni di natura finanziaria, rispetto a quello del capitale di rischio, alla copertura degli impieghi. Il valore soglia medio per tale indicatore può essere circa 1,5/1,8. Si può notare come nel 2003 l'indicatore raggiunga un valore molto basso, pari allo 0,14, sintomo che l'impresa ricorreva solo in minima parte a finanziamenti esterni; tuttavia con la concretizzazione dell'operazione di LBO vi è un'inversione di tendenza: esso assume dei valori molto elevati che si discostano in misura rilevante dal valore di riferimento, raggiungendo nel 2010 il valore record di 7,82. Questo, come descritto in precedenza, comporta un incremento del rischio di insolvenza, ovvero il rischio che l'impresa non sia più in grado di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni: situazione poi che si concretizza nel 2011, come abbiamo appena visto. Un elevato indebitamento finanziario, oltre che a poter compromettere la solidità dell'impresa, ha forti ripercussioni anche in termini di redditività; infatti l'aumento complessivo del

⁷⁷Cfr. paragrafo di questo trattato 4.6.5 "La ristrutturazione finanziaria del 2012".

rischio, determinato dall'incrementarsi dei debiti finanziari, fa sì che sia i finanziatori esterni che quelli interni richiedano delle remunerazioni più elevate. A questo si deve aggiungere che un elevato livello di oneri finanziari incide notevolmente sul conto economico del Gruppo. Altro indicatore che conferma l'eccessivo ricorso ai finanziamenti esterni di natura finanziaria è la posizione finanziaria netta. Tale indicatore esprime in valore assoluto l'importo dei debiti finanziari al netto delle liquidità immediate (ovvero disponibilità liquide e titoli immediatamente smobilizzabili). Si riporta, qui di seguito, un grafico che mostra l'evoluzione dell'indicatore appena descritto:

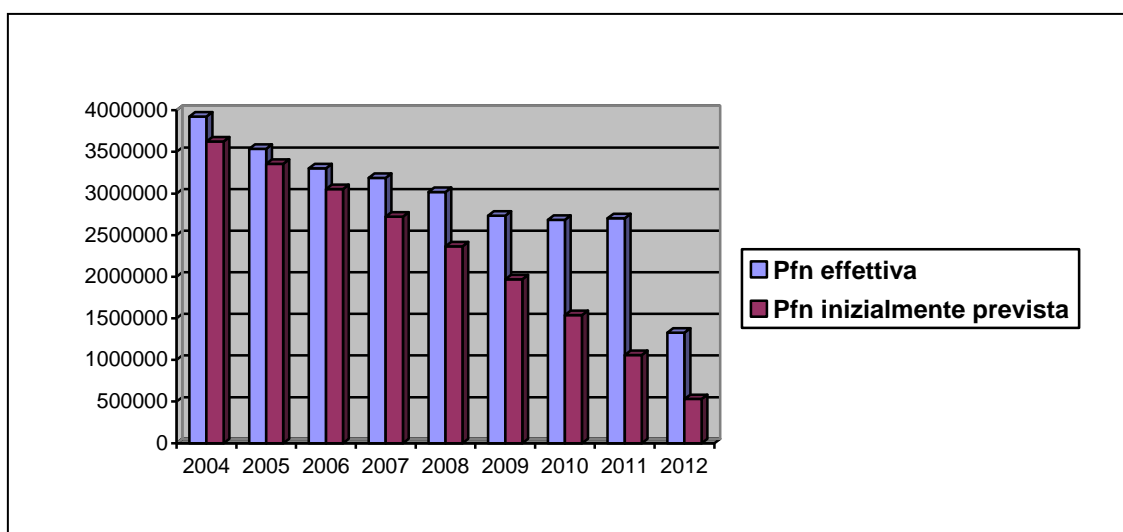
Grafico 4.7 L'andamento della Pfn. Dati in migliaia di euro.



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Il grafico mostra l'inversione di tendenza di tale indicatore una volta che si è concretizzata l'operazione di LBO, una pfn nel 2003 inferiore a euro 500000 migliaia, per poi passare al 2004 a euro 3925653 migliaia, con un incremento pari al 753,63%; nei successivi anni l'indicatore rimane su valori piuttosto elevati per poi iniziare a contrarsi nel 2012, a seguito della ristrutturazione finanziaria posta in essere. C'è da sottolineare come la previsione degli organi amministrativi di Seat fosse del tutto diversa dall'evoluzione riscontrata nella realtà. A conferma di quanto appena detto si riporta un grafico che confronta le previsioni inizialmente formulate con quanto effettivamente avvenuto nella realtà.

Grafico 4.8 Il confronto fra Pfn inizialmente prevista e Pfn effettiva. Dati in migliaia di euro.



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Come si può notare dal grafico, le previsioni sono sostanzialmente in linea a quanto effettivamente avvenuto (con delle variazioni contenute) almeno fino al 2006. Dal 2007 in poi il divario tende notevolmente ad aumentare. Come sostenuto in precedenza, dal 2007, si è verificata una contrazione del business che ha messo in difficoltà il Gruppo, o meglio ha reso difficile sostenere l'elevato indebitamento determinato dall'operazione di LBO. Tale grafico conferma le difficoltà sopra descritte, in quanto rispetto alle previsioni inizialmente formulate, la Pfn ha subito un'evoluzione inversa e molto differente.

Altro indice che valuta l'equilibrio esistente fra debiti e ricchezza propria dell'impresa è quello dell'intensità del finanziamento complessivo. Il valore di riferimento per tale indice è pari a due; un valore più elevato indica una situazione finanziaria non perfettamente equilibrata, ovvero una situazione con probabilità di sfociare in tensioni finanziarie. Nel 2003 tale indice presentava un valore molto basso, pari a 0,11, segno dell'elevata capitalizzazione del Gruppo; tuttavia, anche per questo indice, come per gli altri indicatori fin qui analizzati, si è verificata un'inversione di tendenza con il concretizzarsi dell'operazione di LBO; un indice che nel 2004 raggiungeva il valore di 5,82. I successivi anni l'indice tende a contrarsi, ma rimane sempre superiore al valore soglia, fino a raggiungere nel 2011 un valore molto elevato, ovvero 7,16.

In particolare, l'ultimo indice, ovvero l'indice di copertura reddituale lorda, ci consente di capire la capacità dell'impresa di far fronte ai propri debiti finanziari, o meglio ai

debiti finanziari al netto delle attività immediatamente liquidabili, mediante il conseguimento di componenti reddituali caratteristici (al lordo degli ammortamenti), patrimoniali e finanziari attivi. Il valore di riferimento per tale indice può essere considerato pari a 5; un valore superiore indica una maggiore probabilità di default finanziario. Anche per questo indice è confermata l'inversione di tendenza, da un valore estremamente basso si passa ad un valore elevato, ovvero pari a 6,04 nel 2004. Nei successivi anni il valore tende a contrarsi (anche se per la maggior parte degli esercizi questo rimane superiore a 5) fino al 2011, anno in cui l'indice raggiunge un valore pari a 6,82. L'indice ritorna a valori contenuti nel 2012, pari a 2,72.

C'è da sottolineare come tutti i principali indicatori di solidità migliorino nel 2009, a seguito della delibera di aumento di capitale sociale per un ammontare complessivo massimo pari a 200 milioni di euro per Seat Spa, mediante eliminazione del valore nominale delle azioni e raggruppamento nel rapporto di un'azione per ogni duecento azioni ordinarie o di risparmio in circolazione. In questo modo il numero di azioni passa da 8,2 miliardi a 41 milioni; un flottante così ridotto rende sicuramente più appetibile l'aumento di capitale. Ed è così che Seat utilizza il 50% dei proventi derivanti dall'aumento di capitale per effettuare il rimborso anticipato di una parte del debito senior. Tuttavia, nel 2010 tali indicatori tendono nuovamente a peggiorare per l'emissione obbligazionaria di un Senior Secured Bond, con scadenza pari al 31 gennaio 2017, per un importo pari a 550 milioni nominali, emesso ad un prezzo pari a 0,975998, con un tasso nominale del 10,50% da corrispondere semestralmente a fine gennaio e fine luglio di ogni anno. I proventi ricavati da tale emissione, ovvero pari a 536,8 sono stati utilizzati per rimborsare quota parte della tranche A del finanziamento senior, pari a 507,1 milioni e per la parte rimanente a copertura dei costi sostenuti per l'operazione. Tale operazione ha determinato un aumento dell'indebitamento a medio/lungo termine. Pertanto ex – post, attraverso tale analisi di solidità, si può affermare che il Gruppo, da un lato riesce a raggiungere complessivamente una correlazione al limite dei valori minimi di riferimento tra impieghi a medio lungo termine e fonti a medio lungo termine, fatta eccezione per l'anno 2011, dove tale correlazione viene meno, ma dall'altro lato gli indicatori hanno mostrato come questo sia ricorso in maniera eccessiva alla leva finanziaria, rispetto a quelle che sono state le reali capacità del Gruppo stesso di generare flussi di cassa.

Tale situazione, come già descritto in precedenza, ha portato il Gruppo ad una tensione finanziaria nel 2011; il Gruppo a seguito di tale avvenimento è stato costretto a corre ai ripari per evitare il default.

In particolare, c'è da sottolineare come la leva finanziaria sia uno strumento⁷⁸ che consente di incrementare la redditività degli azionisti minimizzando il capitale investito nel caso in cui il tasso di rendimento sul capitale sia superiore al costo del debito; ma nel momento in cui avviene una congiuntura economica negativa che determina un'inversione di tendenza, ovvero un incremento del costo del debito ed una riduzione dei rendimenti delle attività produttive, ecco che l'effetto leva finanziaria lo si ha ugualmente ma in termini estremamente negativi.

Altro aspetto attinente all'equilibrio finanziario è quello della liquidità; tuttavia, mentre l'analisi di solidità si focalizza sugli equilibri finanziari di medio – lungo termine, quest'ultima considera l'equilibrio di breve periodo. Pertanto, l'analisi di liquidità ha la finalità di verificare che l'azienda sia in grado, tramite la liquidità esistente e le entrate attese per il breve periodo, di far fronte alle uscite attese di breve periodo. In base a quanto appena detto, l'attivo a breve termine dovrebbe essere finanziato con il passivo a breve termine. Si può affermare che si verifica una sana gestione, qualora l'attivo a breve, una volta convertito in liquidità, sia in grado di estinguere il passivo a breve. Tuttavia, c'è da sottolineare come nell'attivo a breve termine siano presenti le rimanenze, ovvero una voce che non presenta le caratteristiche di mobilità e proprio per questo motivo dovrebbe essere finanziata da fonti durevoli.

Nel caso in oggetto, non avendo dati a disposizione per effettuare la scomposizione del magazzino, ovvero suddividere il magazzino nella parte a breve e in quella durevole, si è deciso di far rientrare tutto il magazzino all'interno dell'attivo a breve termine.

⁷⁸ Cfr. paragrafo 3.3 di questo trattato “La leva finanziaria”.

Tabella 4.8 Indici di liquidità

Indici di liquidità	di	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Indice di disponibilità	di										
Attivo a breve/Passivo a breve	a a	1,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5	1,0	1,4	0,5	1,06
Indice di Liquidità	di										
Liq. Immediate+ Liq.Differite/Pas.a breve		1,0	1,6	1,4	1,6	1,5	1,5	1,0	1,3	0,5	1,0

Fonte: elaborazione propria.

Da un'analisi superficiale delle poste, si potrebbe ipotizzare che l'equilibrio a breve sia garantito da una sostanziale uguaglianza tra i due ammontari, cioè l'attivo a breve e il passivo a breve, ovvero con un indicatore pari a 1; tuttavia, questo non è corretto in quanto nell'attivo a breve ci sono due poste "anomale" rispetto alle altre che lo compongono: il magazzino e l'attivo a breve patrimoniale. Sono considerate due poste "anomale" in quanto la trasformazione in denaro potrebbe richiedere un'attività contrattuale e di vendita che potrebbe incontrare delle difficoltà non prevedibili. Ed è per questo motivo che l'equilibrio viene garantito con un valore di riferimento pari a 1,5-2.

Per quanto riguarda l'indice di liquidità, ovvero l'indice che non tiene conto delle due poste anomale, il parametro di riferimento può essere individuato in un livello vicino all'unità. Tuttavia nel caso del Gruppo Seat, le due poste "anomale" non sono di importo rilevante; infatti come si può notare l'andamento ed il valore dei due indici è molto simile, se non identico in quasi tutti gli anni.

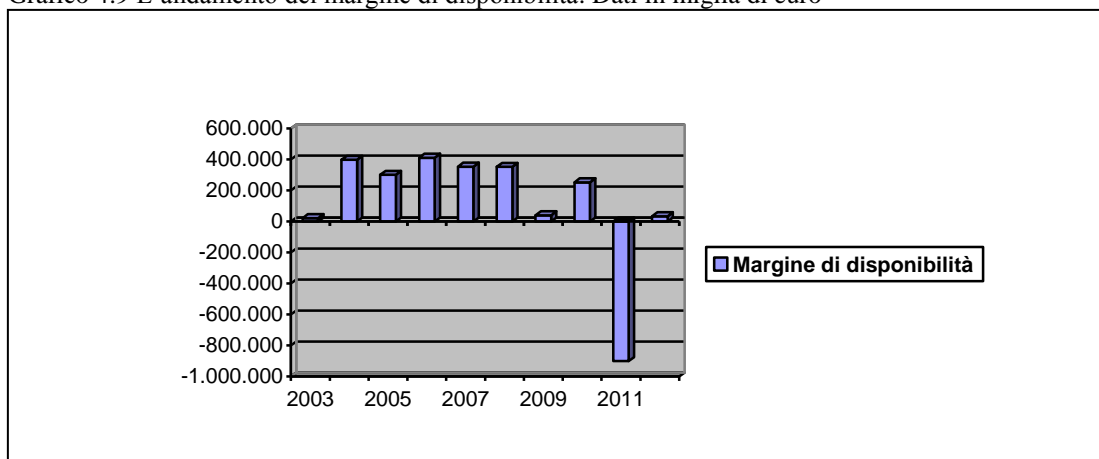
In particolare, analizzando l'indice di liquidità, si può notare come questo presenti dei valori superiori all'unità fino al 2010: ciò significa che l'impresa dismettendo il proprio attivo a breve termine è in grado di far fronte alle passività a breve; tuttavia nel 2011 si verifica un'inversione di tendenza, con un valore pari a 0,5. Tale valore indica una tensione finanziaria di breve periodo, confermata dal fatto che l'impresa non riesce a

remunerare gli interessi sul prestito obbligazionario, facendo così scattare la clausola di acceleration default.

Altro indicatore che può essere utilizzato per integrare l'analisi è il margine di disponibilità; esso è dato dalla differenza tra attivo a breve e passivo a breve. Tale confronto consente di evidenziare se i fabbisogni a breve sono in equilibrio con le fonti aventi le stesse caratteristiche in termini di scadenza. Pertanto, la presenza di un margine negativo è sintomo di squilibrio finanziario, mentre a sua volta, la determinazione di un margine positivo, per le ragioni sopra esposte non garantisce la presenza di un equilibrio finanziario a breve, e di conseguenza l'esistenza di una coerenza tra fonti e fabbisogni a breve termine.

Qui di seguito, si riporta il grafico che mostra l'evoluzione del margine di disponibilità.

Grafico 4.9 L'andamento del margine di disponibilità. Dati in migliaia di euro



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Come si può notare dal grafico, il margine di disponibilità presenta un andamento variabile, raggiungendo nel 2011 un valore negativo pari a euro -901014 migliaia. Come descritto in precedenza tale risultato è sintomo di uno squilibrio finanziario.

A fronte delle analisi appena condotte si può affermare che il Gruppo raggiunge una buona correlazione, sia tra gli impieghi e fonti a breve termine sia a medio lungo termine, fatta eccezione per l'esercizio 2011; infatti sia gli indicatori di breve, sia quelli di lungo periodo ottengono dei valori negativi, ovvero dei valori che si distanziano dai parametri di riferimento precedentemente individuati. Ciò che emerge dal secondo livello di analisi di solidità, ovvero quel livello volto ad analizzare la struttura dei finanziamenti, è l'eccessivo ricorso a forme di finanziamento esterno.

Tale fatto ha portato il Gruppo nel lungo periodo a supportare un impegno verso terzi eccessivo, rispetto a quelle che erano le sue capacità in termini di generazione dei flussi di cassa, a seguito anche della crisi che ha investito il mercato della pubblicità e della directory.

Nel corso del successivo paragrafo si cercherà di integrare l'analisi appena effettuata con una sorta di analisi "dinamica"; in particolare tale analisi tende a confrontare le entrate "ricorrenti" con le uscite "ricorrenti", al fine di approfondire l'equilibrio finanziario del Gruppo.

4.6.4 L'analisi dinamica

Ai fini di interpretare la situazione dinamica del Gruppo sono stati presi in considerazione i seguenti parametri:

- il flusso di cassa della gestione operativa di Seat Pagine Gialle: ovvero il flusso di cassa risultante dall'attività caratteristica ed accessoria svolta dalla società;
- le quote capitali di rimborso dei finanziamenti;
- gli oneri finanziari connessi ai finanziamenti;
- la distribuzione dei dividendi.

In particolare si sono confrontate le entrate ricorrenti, ovvero il flusso di cassa della gestione operativa di Seat Pagine Gialle, con le uscite ricorrenti, ovvero il rimborso delle quote capitale legate ai finanziamenti, la corresponsione degli interessi e la distribuzione dei dividendi, al fine di approfondire le analisi di solidità e di liquidità.

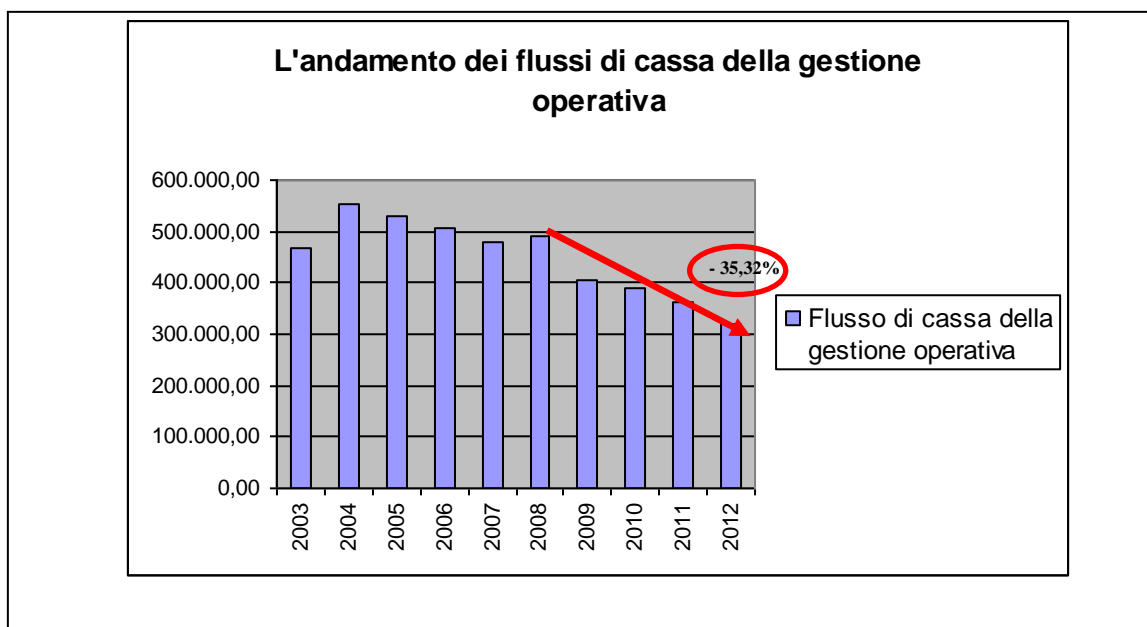
I flussi di cassa della gestione operativa hanno conseguito i seguenti risultati:

Tabella 4.9 L'andamento dei FCFO di Seat Pagine Gialle. Dati in migliaia di euro

Anno	FLUSSO CASSA GESTIONE OPERATIVA SEAT PAGINE GIALLE SPA
2003	466.293,00
2004	553.955,00
2005	529.248,00
2006	505.170,00
2007	477.911,00
2008	492.107,00
2009	405.652,00
2010	389.368,00
2011	364.274,00
2012	318.267,00

Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

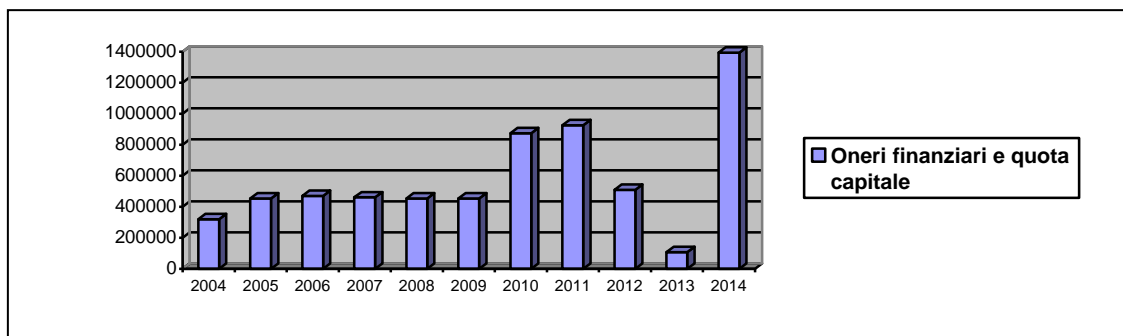
Grafico 4.10 L'evoluzione dei flussi di cassa della gestione operativa. Dati in migliaia di euro



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Come si può notare dalla tabella e dal grafico, i flussi di cassa della gestione operativa hanno ottenuto dei risultati poco soddisfacenti; ovvero dei risultati non in linea con quelle che erano le previsioni inizialmente formulate che hanno rappresentato la base per la realizzazione dell'operazione di LBO. Si riporta qui di seguito, un grafico che mostra le previsioni inizialmente formulate dall'organo amministrativo della società inerenti agli esborsi che l'impresa doveva sostenere per far fronte ai finanziamenti accessi nel 2004.

Grafico 4.11 Le previsioni inerenti ai finanziamenti accesi nel 2004. Dati in migliaia di euro.



Fonte: elaborazione propria.

Per sostenere un indebitamento così elevato era necessario che l'impresa sostenesse adeguati flussi di cassa, soprattutto dal 2009 in poi, visto che gli elevati esborsi derivanti dal debito rappresentano degli impegni inderogabili.

Tuttavia, come si può notare dal grafico 4.10, i flussi di cassa hanno incominciato a contrarsi a partire dal 2005, per poi subire una continua diminuzione a partire dal 2008. In particolare, confrontando i valori del 2008 con quelli del 2012, si può notare una contrazione pari al 35,32 %. Tale contrazione è soprattutto da imputare al modificarsi del settore di appartenenza: ⁷⁹una progressiva migrazione dei servizi di natura informativa su internet a cui si deve sommare la crisi finanziaria globale che ha determinato a sua volta una riduzione degli investimenti nel settore da parte delle imprese. In un contesto competitivo così delineato la concorrenza si fa sempre più agguerrita, con conseguente impatto negativo in termini di ricavi e di flussi di cassa. In particolare la contrazione dei flussi di cassa nei diversi esercizi è da imputare soprattutto alla contrazione dell'EBITDA e all'incremento del capitale circolante operativo. Il problema di tale andamento era rappresentato dall'elevato livello di indebitamento che l'operazione di LBO aveva lasciato in eredità; un'operazione che era stata motivata dalle caratteristiche che fino a fine anni '90 rappresentavano il settore di appartenenza di Seat: alti margini operativi, basso capitale investito, alti rendimenti e forti free cash flows. Tutte caratteristiche che tenderanno a modificarsi con il nuovo contesto competitivo e che metteranno a dura prova il Gruppo.

⁷⁹ Cfr. paragrafo 3. 3.1 di questo trattato "Il mercato della directory e la sua evoluzione".

A conferma di quanto appena detto, si riporta qui di seguito una tabella che riassume tutte le uscite sostenute dal Gruppo per far fronte al rimborso dei finanziamenti, nonché alla remunerazione dei dividendi.

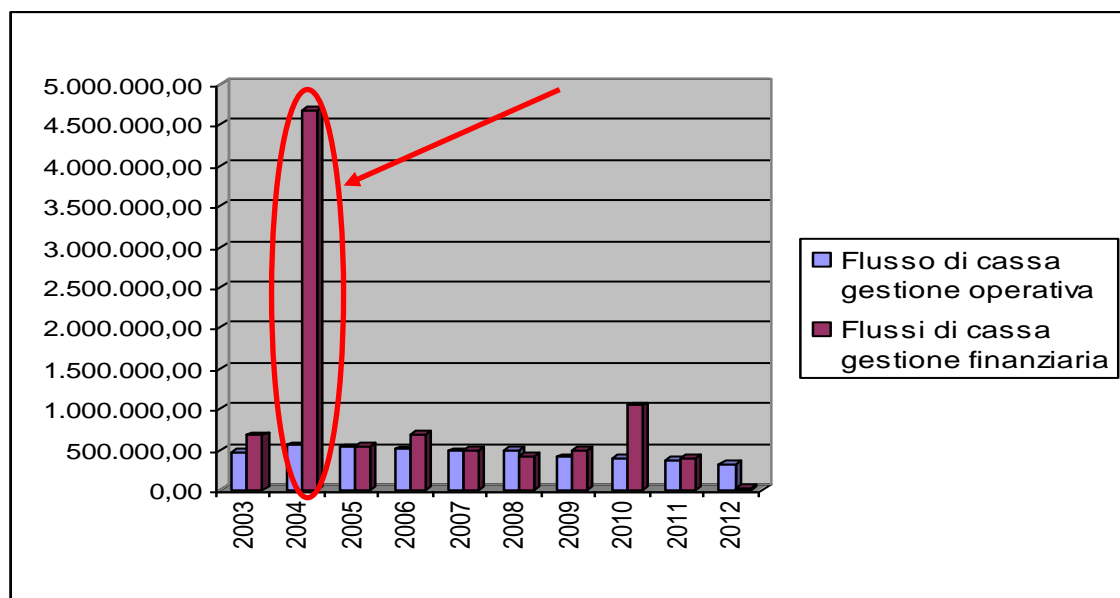
Tabella 4.12. La gestione finanziaria passiva. Dati in migliaia di euro

Anno	Rimborsi finanziamenti	Pagamento di oneri finanziari	Distribuzione dividendi	Totale
2003	588.604,00	86.272,00	551	675.427,00
2004	745.961,00	354.153,00	3.578.373,00	4.678.487,00
2005	274.064,00	262.202,00	158,00	536.424,00
2006	431.522,00	224.810,00	25.067,00	681.399,00
2007	208.301,00	222.122,00	62.221,00	492.644,00
2008	169.615,00	241.392,00	3.862,00	414.869,00
2009	303.910,00	186.842,00	3.365,00	494.117,00
2010	819.245,00	222.993,00	3.365,00	1.045.603,00
2011	228.633,00	162.943,00	2.163,00	393.739,00
2012	26.775,00	3.049,00	0,00	29.824,00

Fonte: Elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle

Ai fini di confrontare tali dati con i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa, si riporta qui di seguito il seguente grafico:

Grafico 4.13 Il confronto tra flussi in entrata della gestione operativa ed in uscita della gestione finanziaria. Dati in migliaia di euro



Fonte: Elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle

Come si può notare dal grafico e dalla tabella, l'operazione di LBO nel 2004 determinò un notevole esborso di liquidità derivante, come già descritto in precedenza, dalla distribuzione del dividendo straordinario per un importo pari a 3578373 migliaia di euro, dal rimborso dei finanziamenti per un importo pari a 745961 migliaia nonché dalla corresponsione degli oneri finanziari per un importo pari a 354153 migliaia di euro.

Pertanto attraverso tale grafico si vuole sottolineare come vi sia un elevato squilibrio tra flussi di cassa generati dalla gestione operativa e i flussi di cassa in uscita derivanti dal rimborso dei finanziamenti e dalla remunerazione dei dividendi; ciò porta ad una situazione di tensione nel 2010 e culminata nel 2011 con il dissesto finanziario del Gruppo; i secondi prevalgono nettamente rispetto ai primi; ed è così che per far fronte a tale forte squilibrio e recuperare le risorse necessarie, il Gruppo fu costretto ad accendere due finanziamenti a lungo termine per un importo complessivo pari a 4159079 migliaia di euro che determinarono, come già descritto in precedenza uno stravolgimento della struttura finanziaria del Gruppo. In particolare oltre agli ingenti finanziamenti accesi nel 2004, nei successivi esercizi il Gruppo ricorse ad ulteriore finanziamenti:

- nel 2005 si rifinanziò il debito residuo con The Royal Bank of Scotland Plc Milan per un importo pari a 2530,1 milioni di euro, a cui si aggiunsero i 40 milioni di euro derivanti dall'utilizzo di una linea di credito revolving. Tale operazione determinò un allungamento della durata media del debito "Senior", passando da circa 5,2 a circa 5,9 anni;
- nel 2009, con l'obiettivo di capitalizzare la società ed ottenere la liquidità necessaria per il rimborso del finanziamento senior con The Bank of Scotland Plc Milan, venne deliberato un aumento di capitale per un valore complessivo di 2580 migliaia di euro.
- nel 2010, la società fu costretta ad accendere un'altra fonte di finanziamento esterna di lungo periodo, ovvero ricorse all'emissione di due prestiti obbligazionari denominati "Senior Secured Bond" per un importo complessivo pari a 698274 migliaia di euro con scadenza nel 2017 (al netto degli oneri di emissione non ancora ammortizzati pari a 20313 migliaia di euro).

Questa nuova struttura finanziaria determinò un maggior rischio, in quanto la probabilità di default finanziario aumenta con l'incrementarsi delle fonti di

finanziamento esterne; questo perché il debito pone maggiormente sotto pressione l'impresa, in quanto i pagamenti degli interessi e il rimborso del capitale costituiscono degli impegni inderogabili. Nel caso in cui l'impresa non rispettasse tali impegni, rischierebbe di andare incontro ad un dissesto finanziario; situazione che si concretizzò poi nel 2011. Tali operazioni, come si può notare dalla tabella, determinarono ogni anno degli ingenti impegni inderogabili, in altre parole il Gruppo si trovava a dover rimborsare somme elevate sia in termini di quote capitale che in termini di remunerazione degli oneri finanziari; c'è da sottolineare come un prerequisito essenziale affinché l'operazione possa andare a buon termine è quello di fare affidamento sui flussi di cassa generati dalla società target, ovvero da Seat Pagine Gialle, in altre parole visto l'elevato indebitamento che l'operazione di LBO ha lasciato in eredità, ci si aspettava una forte generazione di flussi di cassa nonché di crescita della società stessa. Tuttavia, come si può vedere dal grafico, l'incremento dei flussi di cassa sperato non si verificò, anzi si verificò l'esatto contrario, ovvero una contrazione degli stessi. Di fronte a tale situazione la società fu costretta ad intraprendere delle iniziative finalizzate all'individuazione di una soluzione capace di stabilizzare la struttura finanziaria e patrimoniale nel lungo periodo. Nel corso del successivo paragrafo si approfondiranno le soluzioni poste in essere dal Gruppo per risanare la situazione.

4.6.5 La ristrutturazione finanziaria del 2012

Nel mese di marzo 2011 la Società avviò lo studio delle possibili opzioni che gli possono consentire di stabilizzare nel lungo periodo la struttura finanziaria del Gruppo, focalizzando la propria attenzione sulla cosiddetta opzione di "equitisation".

In particolare, tale opzione prevede la conversione del contratto di finanziamento subordinato Lighthouse in capitale sociale, precisamente per un importo pari a 1.300 milioni di euro; tale soluzione consentì la riduzione del livello di indebitamento che caratterizzava la struttura finanziaria, riequilibrando la struttura stessa. L'obiettivo era quello di ridurre l'incidenza del debito sulla struttura finanziaria, nonché quello di ridurre il peso del debito sul cash flow dell'impresa, rendendo quest'ultimo coerente con la sua capacità di debito, accelerando così la ripresa finanziaria. Così, debitore e creditori negoziarono estensioni temporali nella restituzione del credito e/o riduzione

dell'ammontare del debito da restituire. Tale rinegoziazione avvenne definendo un accordo, che deve essere corretto, ma soprattutto migliore dell'alternativa di liquidazione o fallimento. Il problema che caratterizzava tale piano è rappresentato dal fatto che anche gli altri creditori dovevano accettare le condizioni dell'accordo.

Pertanto, si può affermare che un'impresa che deve ristrutturare i suoi debiti al fine di evitare il default ha due scelte: fare richiesta di fallimento o tentare di rinegoziare privatamente con i creditori una soluzione. La seconda si caratterizza per due fattori: il primo è rappresentato dal fatto che la rinegoziazione privata genera costi inferiori rispetto alla soluzione giudiziale e ciò consente un vantaggio in termini di valore dell'impresa e quindi una migliore soddisfazione dei creditori; il secondo è rappresentato dal fatto che il piano di ristrutturazione finanziaria può essere adottato nel caso in cui i richiedenti ne siano d'accordo.

Una ristrutturazione che quindi prevede la riduzione da parte dei fondi di private equity della propria partecipazione; in sostanza attraverso tale ristrutturazione i fondi diminuiscono la loro partecipazione in Seat, senza però venderla del tutto attuando così una sorta di exit parziale tramite write – off dell'investimento.

Ritornando all'operazione di ristrutturazione, il complesso e lungo percorso finalizzato ad essa si concluse il 31 gennaio 2012 con la definizione e l'approvazione da parte della società di una proposta finale per la ristrutturazione finanziaria consensuale. Tale accordo venne poi sottoposto all'approvazione dei creditori finanziari Senior e dei Bondholders Lighthouse e fu firmato verso la fine di luglio 2012.

In sostanza, tale piano di ristrutturazione prevede che il totale del debito obbligazionario Lighthouse pari alla somma di 1,3 miliardi di Euro venga trasformato in prestito obbligazionario che sia in parte convertibile e in parte scambiabile. In altre parole, nel primo caso le obbligazioni Lighthouse vengono convertite in azioni Lighthouse, mentre nel secondo caso, in obbligazioni Seat successivamente emesse. L'accordo prevede anche di effettuare una fusione per incorporazione di Lighthouse in Seat, con emissione di nuove azioni, ma senza aumento di capitale. Inoltre per permettere il libero scambio delle azioni di Seat, si verifica il conferimento ad una Newco di tutte le attività e passività di Seat, di cui quest'ultima diventa controllante.

Pertanto l'operazione di ristrutturazione volta a stabilizzare la struttura finanziaria nel lungo periodo può così sintetizzarsi:

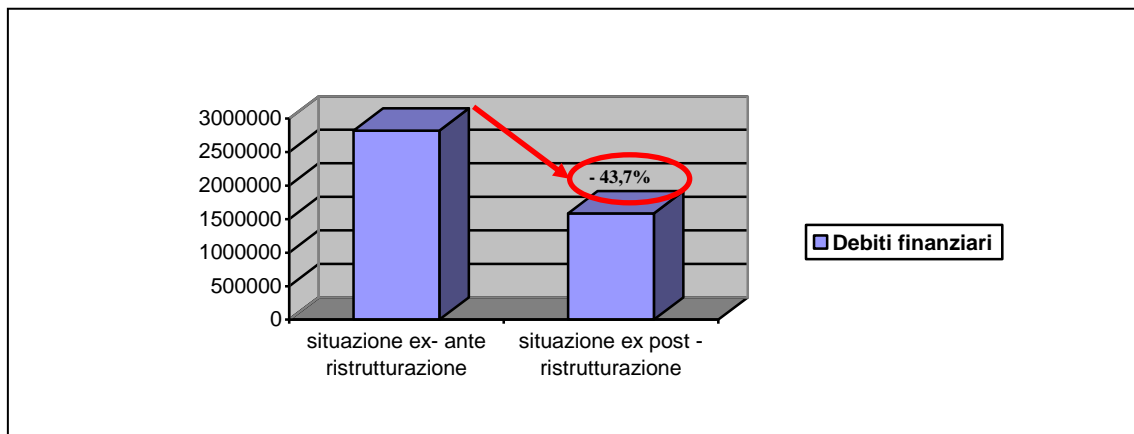
- Conversione dei bonds Lighthouse in nuove azioni Lighthouse, in altre parole il debito viene convertito in capitale proprio; ciò avviene grazie a due strumenti: le obbligazioni convertibili e le obbligazioni scambiabili in nuove obbligazioni.
- Fusione per incorporazione di Lighthouse in Seat (rappresenta la società incorporante), con una struttura di capitale che risulta così composta: il 12% è detenuta dagli attuali azionisti, ovvero dal 5,9% da Sub Silver (fondi di Private Equity) e dal 6,1% dal mercato, mentre il restante 88% dai nuovi azionisti, ovvero dall'ex Lighthouse Bondholders. In particolare, per effettuare tale fusione Seat emette circa 14 miliardi di azioni senza però aumentare il capitale, attribuendo gratuitamente agli azionisti attuali dei warrant che consentono di esercitare il diritto ad ottenere nuove azioni di Seat post fusione, in modo tale da poter beneficiare di eventuali performance positive della società. Seat così incorpora Lighthouse, ma da un punto di vista contabile si tratta di una “reverse acquisition”, in quanto il controllo della società risultante dalla fusione spetterà all'azionariato della società acquisita. La fusione diventa efficace il 31 agosto 2012.
- Emissione di uno Stub Bond. Contestualmente alla data di efficacia della fusione, Seat emette un prestito obbligazionario per un importo pari a 65 milioni di Euro nominali, in sostituzione delle obbligazioni scambiabili. Tale obbligazione si caratterizza per i seguenti elementi: interesse annuo pari al 10,5%, da corrispondere in due cedole semestrali, rimborso in un'unica soluzione al 31 gennaio 2017, la natura “senior” al pari delle obbligazioni Senior Secured, delle garanzie a tutela del credito.
- Conferimento dell'azienda prevalente di Seat a favore di OpCO. Tale operazione deriva dalla negoziazione tra le parti ed è motivata da due opposte esigenze; da una parte vi sono le richieste degli obbligazionisti Lighthouse che condizionano il loro consenso alla ristrutturazione finanziaria all'assegnazione di titoli azionari rappresentativi del capitale di Seat, negoziati su un mercato regolamentato, liberi da qualsiasi vincolo pignoratorio a favore di terzi creditori; dall'altra parte vi sono le istanze presentate da Royal Bank of Scotland, che subordina l'accettazione della proposta di ristrutturazione finanziaria a patto che vengano mantenute garanzie equivalenti a quelle già esistenti in relazione al contratto di

finanziamento (tra l'altro vi è il pegno sulla maggioranza delle azioni rappresentative del capitale di Seat). Tale operazione determina il conferimento di tutte le attività e passività di Seat (incluse le partecipazioni controllate) a favore di OpCo, ad esclusione dei rapporti contrattuali relativi agli otto dipendenti di vertice, dei rapporti contrattuali riguardanti il ruolo di Seat come società quotata e le relative attività e passività proprie. La conferita è un soggetto giuridico non quotato, al quale viene conferito la quasi totalità dell'attivo e del passivo di Seat post fusione, comprese le obbligazioni Senior Secured e le nuove obbligazioni.

- Rifinanziamento del debito Senior verso Royal Bank of Scotland e successiva approvazione di un bilancio straordinario della OpCo alla data del conferimento, che attesta così la conformità ai limiti di legge per le emissioni obbligazionarie. Il nuovo contratto di finanziamento prevede la sostituzione delle due tranches con un'unica tranche; in particolare tale linea di credito Senior è disponibile per un importo massimo pari a 596 milioni in aggiunta ad una nuova linea di credito Revolving per un importo massimo di Euro 90 milioni. La scadenza del debito viene allungata dal 2013 al 2016 con rate rimodulate e con un aumento dei margini di spread.

Tale operazione di ristrutturazione consente alla società di migliorare la propria situazione patrimoniale e finanziaria; in particolare il patrimonio netto ritorna ad essere positivo e l'indebitamento viene considerevolmente ridotto, passando da 2820644 migliaia di euro a 1585645 migliaia, come si può vedere dal grafico sottostante

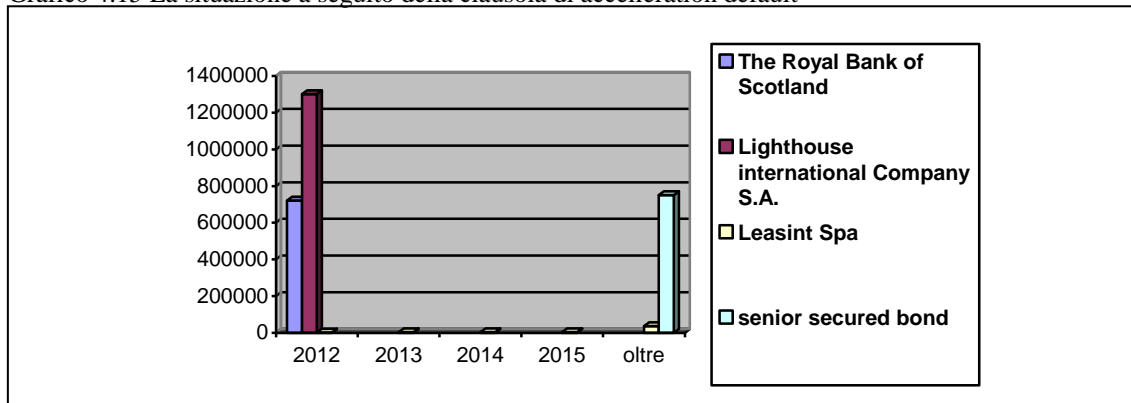
Grafico 4.14 La riduzione del livello di indebitamento finanziario. Dati in migliaia di euro



Fonte: elaborazione propria. Dati bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

In particolare, qui di seguito si riportano due grafici che contengono il dettaglio delle scadenze dei debiti finanziari prima che si concretizzasse la ristrutturazione e dopo che questa è avvenuta.

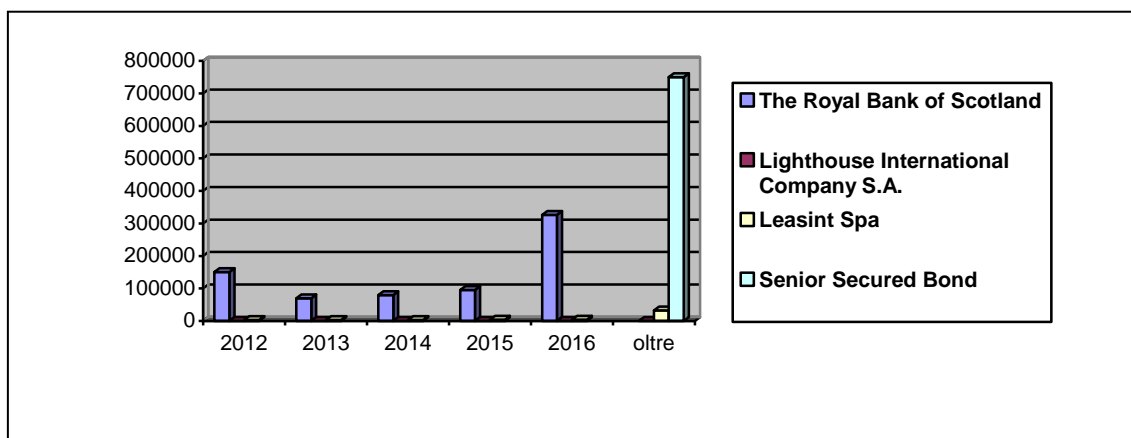
Grafico 4.15 La situazione a seguito della clausola di acceleration default



Fonte:elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Come si può vedere dal grafico 4.11, la clausola di acceleration default ha reso il debito immediatamente ed integralmente esigibile. Tuttavia, come descritto in precedenza, la società arrivò a definire un piano di ristrutturazione finanziaria. Il grafico 4.12 mostra le nuove scadenze degli strumenti finanziari in seguito all'operazione di ristrutturazione sopra descritta.

Grafico 4.16 Scadenze strumenti finanziari n seguito all'operazione di ristrutturazione. Dati in migliaia di euro.



Fonte: elaborazione propria. Dati bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

La forma giuridica utilizzata da Seat per porre in essere tale ristrutturazione finanziaria è un piano industriale e finanziario redatto ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lett. d), della legge fallimentare .

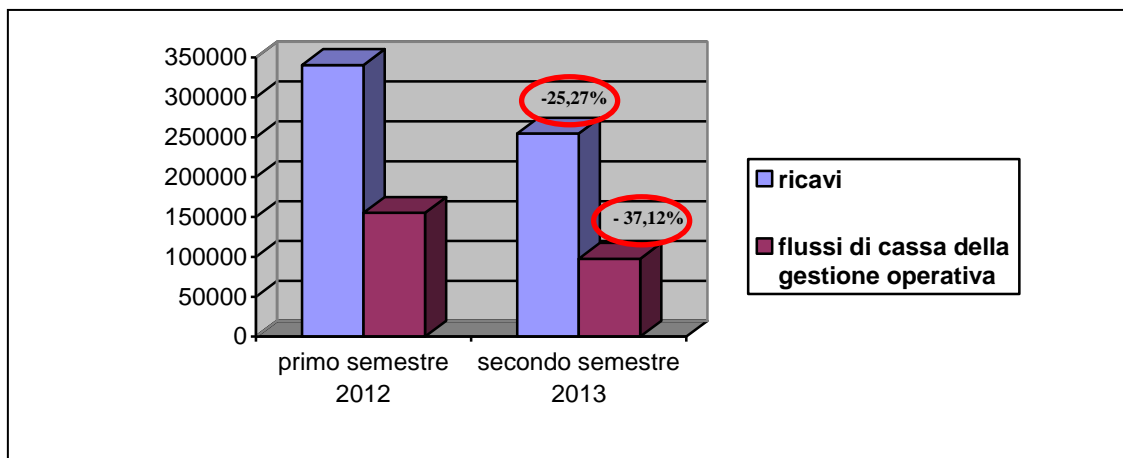
4.7 Gli ultimi avvenimenti

Dopo la “boccata d’ossigeno del 2012”, la situazione ritornò a peggiorare drasticamente nel 2013; infatti Seat PG non riuscì a dar corso al pagamento della cedola semestrale in scadenza il 31 Gennaio 2013, relativa alle obbligazioni Senior Secured per un importo complessivo pari a 42,2 milioni di euro.

Il primo semestre del 2013 è stato un periodo particolarmente difficile per tutte le imprese operanti nel mercato della pubblicità; infatti secondo dati Nielsen, quest’ultimo ha registrato una contrazione degli investimenti pubblicitari pari a 17,4% rispetto al corrispondente periodo del 2012. Ciò che è da rilevare è che il calo si è verificato per tutti i media, incluso anche internet, che negli anni precedenti si caratterizzava per essere l’eccezione; nel primo semestre del 2013 anche quest’ultimo ha fatto registrare una frenata degli investimenti pari al 2,1 %. In un contesto competitivo così caratterizzato, le performance economiche di Seat ne hanno risentito fortemente; infatti i ricavi del primo semestre del 2013 hanno subito un forte calo rispetto allo stesso periodo del 2012, passando da 340600 migliaia di euro a 254500 migliaia di euro con una riduzione pari al 25,27 %.

Lo stesso andamento può essere riscontrato per i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa; questi ultimi sono passati da 155209 migliaia di euro a 97591 migliaia di euro con una riduzione pari al 37,12 %.

Grafico 4.17 La riduzione dei ricavi e dei flussi di cassa della gestione operativa nel secondo semestre 2013. Dati in migliaia di euro.



Fonte: elaborazione propria. Dati Bilancio di Gruppo Seat Pagine Gialle.

Tale contrazione è da imputare alla riduzione dell' Ebitda, ai maggiori investimenti industriali realizzati, i quali hanno così assorbito risorse. Si capisce come una tale situazione sia difficile da sostenere, ancor di più per un' impresa che si caratterizza per una struttura finanziaria composta in maniera predominante da capitale di terzi.

Tale situazione, come era già avvenuto nel 2011, ha determinato il verificarsi nuovamente della clausola di acceleration default; ovvero il debito diventa immediatamente esigibile.

Al fine di garantire la continuità aziendale, Seat Pagine Gialle Spa, in data 6 febbraio 2013 presentò domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo. Tale procedura è apparsa la più idonea per salvaguardare gli interessi dei creditori, in quanto il Gruppo non disponeva di asset tangibili tali da soddisfare i creditori; il valore rilevante è rappresentato proprio dalla capacità di generare cash flow positivo. A seguito di tale domanda, il Tribunale ha concesso un termine iniziale di 120 giorni, per poi essere prorogato fino al 1° luglio 2013, per la presentazione di tutta la documentazione necessaria ai fini dell'ammissione al concordato. Così la società ha iniziato a redigere un nuovo piano industriale basato sul presupposto di un contesto economico ancora difficile. La situazione prevista al termine dei dati previsionali, ovvero al 2018, è quella di un business ancora profittevole e ancora in grado di generare cassa, seppur con ammontare minore rispetto al passato.

In data 28 giugno 2013 è avvenuto il deposito della proposta di concordato preventivo presso il Tribunale di Torino. Le adunanze dei creditori sono fissate per il giorno 30 gennaio 2014. In particolare, tale proposta prevede, previa fusione per incorporazione di Seat Pagine Gialle Italia Spa nella società, l'integrale rimborso dei creditori privilegiati non degradati, la trasformazione in capitale di una parte di crediti privilegiati degradati a chirografi, un rimborso in denaro della parte residua dei predetti crediti e infine un rimborso in denaro di una porzione degli altri crediti chirografi. A seguito di tale operazione, è previsto che l'indebitamento finanziario consolidato si riduca di circa un miliardo di Euro.

Conclusioni

Fino a pochi anni fa i fondi di private equity erano alla costante ricerca di imprese con buone prospettive di sviluppo; una volta trovate, entravano nel capitale con un investimento ridotto in termini di equity, utilizzando una forte leva finanziaria che scaricavano poi sulla società stessa, finanziando così i propri progetti di investimento. Una volta raggiunto il loro obiettivo, ovvero terminato il percorso di crescita, questi uscivano con “incredibili” plusvalenze, anche addirittura pari al 100% del capitale investito. Essi venivano nominati “fondi locusta”; questo perché come i pericolosi insetti, la loro mission era quella di spremere valore dalla società, per poi uscirne e cercarne un'altra, ricominciando tutto il percorso da capo.

Tuttavia, tale meccanismo con la crisi economica sembra non funzionare più. Infatti, il verificarsi della crisi ha determinato nella grande maggioranza delle imprese la riduzione dei fatturati e dei margini, rendendo così molto problematico e in alcuni casi impossibile il rimborso del debito acceso dai fondi di private equity per finanziare l'acquisto dell'impresa target. Questo perché le operazioni di Leveraged Buy Out sono particolarmente complesse e rischiose, in quanto determinano una forte pressione nei confronti dell'impresa, la quale si troverà a dover far fronte a impegni inderogabili, quali il rimborso del debito e la remunerazione degli oneri finanziari. Pertanto, queste operazioni rischiano di capovolgere la natura di tali Fondi; infatti da strumenti utilizzati per far crescere l'impresa e darle linfa vitale, impattando positivamente anche a livello di sistema economico più in generale, rischiano di diventare strumenti che mettono in crisi l'impresa ed esserne una causa di default.

E' proprio ciò che avvenne nel Gruppo Seat Pagine Gialle.

Una società che, prima che si concretizzasse l'operazione di LBO, non aveva alcun tipo di problema; per di più era una società sana, fortemente patrimonializzata, che ricorreva in minima parte al capitale di terzi. Inoltre, tale società operava all'interno del settore directory, un business che almeno fino agli anni '90 - primi anni '00 garantiva elevati margini operativi, basso capitale investito, alti rendimenti ed elevati free cash flows.

In sostanza, la società e il business in cui essa operava lasciavano ampio spazio per porre in essere un'operazione di LBO; situazione poi che si concretizzò nel 2003.

Tuttavia, la crescita ipotizzata non si verificò; infatti, nel corso degli anni le caratteristiche e di conseguenza l'andamento del mercato subirono un'inversione di tendenza, non prevista nel momento iniziale della valutazione, principalmente per due fattori: il primo è rappresentato dalla progressiva migrazione dei servizi di natura informativa su internet e il secondo dal verificarsi della crisi finanziaria globale, che ha determinato a sua volta una riduzione degli investimenti nel settore da parte delle imprese.

Tale cambiamento ha messo in discussione le premesse iniziali dell'operazione di LBO; un'operazione che si basava sulla premessa di un EBITDA in crescita, così come i relativi flussi di cassa. Gli effetti negativi di tale operazione culminarono nel 2011, anno del dissesto finanziario. In particolare, nel secondo semestre del 2011 il Gruppo non riuscì a far fronte al pagamento della cedola semestrale a Lighthouse International Company S.A., né tantomeno a rimborsare la quota capitale e i relativi interessi alla Royal Bank of Scotland, né a onorare il pagamento degli interessi differenziali sui contratti di copertura accessori al finanziamento. Tale avvenimenti determinarono la clausola di acceleration default, rendendo così il debito integralmente ed immediatamente esigibile. Il Gruppo, per evitare il default, fu costretto a ricercare delle soluzioni volte a stabilizzare la struttura finanziaria e patrimoniale della società; ed è così che nel 2012 avvenne la ristrutturazione finanziaria.

C'è da sottolineare come tale complessa operazione di ristrutturazione abbia determinato una riduzione della partecipazione dei fondi di Private Equity, senza però venderla del tutto, attuando così una sorta di exit parziale, tramite il cosiddetto *write off*. Tuttavia, tale ristrutturazione non bastò a risolvere definitivamente i problemi del Gruppo e la società fu costretta a presentare domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo.

Questo non è stato l'unico caso in Italia; ci sono stati tanti altri casi simili, dove il peso dell'indebitamento scaricato sulle aziende da parte dei fondi di private equity ha messo a rischio l'attività dell'impresa. Il caso in oggetto dimostra come, quando si verifica qualche difficoltà, il fondo di private equity non voglia assolutamente sottoscrivere aumenti di capitale, ma piuttosto preferisca perdere quanto inizialmente conferito. Pertanto la salvezza di molte imprese dipende oggi quasi totalmente dalla volontà delle banche di ristrutturare il debito, in attesa che la crisi economica finisca e che il fatturato,

i margini e i flussi di cassa risalgano. La formula “magica” del LBO che fino a pochi anni fa sembrava poter moltiplicare “pane e pesci”, oggi invece è uno strumento visto con preoccupazione e sospetto.

Bibliografia

- Aifi, *Libro Bianco*, Pubblicazione interna, 2008.
- Aifi, *Libro Bianco*, Pubblicazione interna, 2010.
- Aifi, *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity*, Pubblicazione interna, Milano 2007.
- Aifi e PriceWaterhouseCoopers, *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, Pubblicazione interna, 2008.
- Aifi, *Libro Bianco, Progetto per lo sviluppo del Private Equity e Venture Capital in Italia*, Pubblicazione interna, 2006.
- Aifi e PriceWaterhouseCoopers, *Guida pratica al capitale di rischio, Avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*, Pubblicazione interna, 2010.
- Aifi, *Private equity e corporate governance delle imprese*, Libri Scheiwiller Periodici srl, Milano 2005.
- Aifi, *Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio, Il private equity come motore di sviluppo*, Egea, Milano, 2004.
- Aifi, *Research Paper, The economic impact of Management Leveraged Buy Out*, Pubblicazione Interna, 2011.
- Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, Il private equity in Italia*, Pubblicazione interna, 2009.
- Banca d'Italia, *Considerazioni Finali, assemblea ordinaria dei partecipanti*, Roma, 31 maggio 2007.
- Avi M. S., *Management Accounting, Volume I, Financial Analysis*, EIF – e.Book Editore, 2012.
- Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target"*, Pubblicazione interna, 2011.
- Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione, Listing Guides*, aprile 2004.
- Evca, *Priorities for Private Equity. Realising Europe's Entrepreneurial Potential*, White Paper, Pubblicazione interna, 1997.
- Evca, *2007 Yearbook*, Pubblicazione interna, 2007.
- Evca, *Debt Financing Structures*, Special Paper, 2004.

Università Carlo Cattaneo di Federica Sottrici, *Venticinque anni di Private Equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, Pubblicazione interna, 2013.

Fondazione Rosselli, *L'industria della comunicazione in Italia, XIV Rapporto Iem*, 2012.

Vittorino Tedde, *Nuovi Strumenti finanziari il Leveraged Buy out*, Franco Angeli, Milano 2008.

Gervasoni A., *Finanziare l'impresa, Guida Pratica agli strumenti a disposizione dell'azienda*, Il sole 24 ore, Milano 2005.

Gervasoni A., *Finanziare l'attività imprenditoriale*, Guerini e Associati, Milano 1996

Gervasoni A., *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano 2002.

Gervasoni A., *Venture Capital e sviluppo economico*, Guerini e Associati, Milano 2006.

Gervasoni A., *I Fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana – Aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna 2007.

Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati, Milano 2008.

Ferrario M., *Management Buy Out*, Isedi, Torino, 1991.

Parolini C., *Diventare imprenditori*, Il sole 24 Ore Libri, Milano 1991.

Perrini F., *Capitale di rischio e mercato per le PMI*, Egea, Milano 1998.

Kearney A.T., *Creating new jobs and value with Private Equity*, 2007.

Sandri S., Brealey R., Myers S., *Principi di finanza aziendale*, McGraww-Hill, Milano 1999.

Sattin F., *La Via Italiana al Private Equity*, Il Sole 24 ore , 2007.

Sattin F., *Le operazioni di private equity e di management buy out come strumento a supporto del processo di ricambio generazionale e alla creazione di imprenditorialità diffusa*, in *Finanza d'impresa al bivio*, a cura di Luca Baseggio, Franco Angeli, Milano 2004.

Schiavo A., *La sfida italiana del Merchant Banking*, Europa, Novara 1987.

Terrance Greve J., *How to do a Leveraged buy out*, Business Publication, San Diego, California, 1987.

Wall J., Smith J., *Better Exits*, EVCA Special Paper, 1998.

Link utili:

www.aifi.it

www.borsaitaliana.it

www.evca.com

www.fondazioneroselli.it

www.ilsole24ore.com

www.nielsen.com

www.privateequityvaluation.com

www.seat.it