

DIPARTIMENTO DI
IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Operazioni di finanza straordinaria

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE COME STRUMENTO
PER LA CRESCITA AZIENDALE: IL CASO DIASORIN

RELATORE
Prof. Lucio Potito

CANDIDATO
Renata Sulghin
Matr. 150041

Anno accademico 2010/2011

INDICE

Introduzione	3
CAP.1 CRESCITA AZIENDALE	
1.1 Introduzione	7
1.2 Crescita interna	10
1.3 Crescita esterna	11
1.4 Crescita contrattuale	12
1.5 Crescita nelle piccole medie imprese (PMI)	13
CAP.2 FUSIONI E ACQUISIZIONI	
2.1 Introduzione	17
2.2 Definizioni	18
2.3 L'importanza di intangibili e <i>Leadership</i>	21
CAP. 3 MANAGEMENT BUY-OUT	
3.1 Nascita e primi sviluppi	29
3.2 Definizione	31
3.3 Elementi di un <i>management buy-out</i> (MBO)	33
3.4 Mercato italiano <i>buy-out</i> 2000-2001	37
CAP. 4 IL MANAGEMENT E I PIANI DI STOCK OPTIONS	
4.1 Il <i>management</i>	43
4.2 <i>Leadership</i> e stili di <i>management</i>	45
4.3 Le <i>stock options</i> . Introduzione	46
4.4 Finalità delle <i>stock options</i>	47
4.5 Le variabili critiche degli <i>stock options plans</i>	49
CAP. 5 LA QUOTAZIONE	
5.1 Premessa	51
5.2 Le ragioni e i vantaggi del quotarsi	52
CAP.6 IL CASO DIASORIN	
6.1 L'azienda	55
6.2 La storia	56
6.2 <i>Management buyout</i> e le conseguenze	59
6.3 Fusioni e acquisizioni	62
6.4 Ruolo del <i>management</i>	68
6.5 Piani di <i>stock option</i>	
6.5.1 Piano di <i>stock option</i> 2004-2008	70
6.5.2 Piano di <i>stock option</i> 2007-2012	72
6.6 La quotazione	75
6.7 Analisi DiaSorin	77
Conclusione	81
Bibliografia	83

Introduzione

“La crescita è indispensabile per l’impresa”. Un’impresa oggi tende alla crescita e questo concetto sembra addirittura rafforzato nel contesto economico attuale.

Nel contesto attuale crescere significa non più solo emergere all’interno del sistema economico ma anche, e soprattutto, sopravvivere di fronte allo scenario competitivo internazionale che si è sviluppato negli ultimi anni. La dimensione media dell’impresa italiana è minore rispetto agli altri Paesi Europei e Mondiali e crescere è divenuto indispensabile per rimanere competitivi nelle filiere internazionali.

Nell’implementare le strategie bisogna essere molto attenti però perché, oltre a strategie di crescita vincenti, esistono situazioni in cui le operazioni di crescita comportano una perdita di valore per le imprese.

I percorsi di crescita sono fonte di incertezza e di “instabilità” organizzative e non è scontato che un percorso di crescita sia associato a effetti positivi sulla *performance* dell’impresa.

Importante è scegliere lo strumento giusto per raggiungere l’obiettivo e il portafoglio di questi possibili strumenti è molto ampio e continua ad ampliarsi visto le novità che vengono proposte dal legislatore e dagli studiosi aziendali.

La finanza straordinaria può essere un buon supporto per le aziende quando si prende la decisione di crescere.

Le operazioni di finanza straordinaria che vengono svolte durante il percorso di crescita producono gli effetti perseguiti nel medio e lungo termine, quindi non è facile valutare il successo di queste. Inoltre queste condizionano per molto tempo il futuro e lo stesso sviluppo dell’impresa. Le valutazioni fatte inizialmente possono non essere più valide già dopo

pochissimo tempo quindi non è facile scegliere le operazioni giuste da fare e portarle a buon fine.

Molti sono stati gli studi condotti allo scopo di misurare e valutare la performance aziendale sulla base del livello di crescita raggiunto. Questi hanno dimostrato che, oltre a strategie di crescita vincenti, esistono anche casi in cui le operazioni di crescita comportano una perdita di valore per le imprese. Questo può essere dovuto diverse motivazioni quali: acquisizioni mal programmate o organizzate, investimenti con un eccessivo utilizzo della leva finanziaria, strutture organizzative interne non adeguate sono tutti aspetti che peggiorano la *performance* dell'impresa. Inoltre, la crescita rappresenta una fase di instabilità nella vita aziendale in cui si possono verificare difficoltà organizzative gestionali se non ponderate bene.

Ma nonostante la presenza di questi fattori potenzialmente negativi, la crescita continua ad essere considerata a priori un fenomeno positivo all'interno delle aziende.

La crescita è pertanto un mezzo (e non un fine) da inserire in una visione strategica più ampia, che prende in considerazione le opportunità e/o necessità di aumentare le dimensioni dell'impresa, nell'ottica di ricercare un vantaggio competitivo sostenibile. La crescita è un mezzo da gestire tenendo in considerazione equilibri di tipo organizzativo - gestionale.

La crescita ha carattere imprenditoriale, perché può prendere avvio dall'intuizione dell'imprenditore, ma ha elementi di managerialità che intervengono in tutte le fasi di questa.

Il presente lavoro ha come oggetto la crescita delle aziende e le operazioni straordinarie che accompagnano questo processo, con l'esempio pratico di DiaSorin, un'azienda italiana che durante la sua storia, non tanto lunga ma piena di eventi, sin dalla nascita e fino ad oggi ha fatto, e continua a

fare, uso delle più importanti operazioni di finanza straordinarie che sono state sempre usate nel modo più o meno intenso nella sua storia di crescita.

Nel dettaglio, la tesi descrive un possibile percorso di crescita aziendale e gli strumenti di operazioni straordinarie che potrebbero essere usate in questo processo.

Dopo una prima parte in cui si espongono i concetti teorici implicati da questo studio, la tesi si concentra nell'analisi di DiaSorin, un'azienda italiana che ha messo in atto le operazioni descritte nella parte teorica.

La parte teorica viene delineata nel seguente modo:

- introduzione al tema della crescita, le sue diverse modalità (Capitolo 1)
- focus sulla tipologia di crescita esterna: fusioni e acquisizioni (Capitolo 2)
- *management buyout* (Capitolo 3)
- il ruolo del *management* e i piani di *stock option* (Capitolo 4)
- la quotazione (Capitolo 5)

Dopo questa parte teorica, per dare un riscontro pratico alla discussione precedentemente illustrata, si è esaminato il caso di DiaSorin, un'azienda italiana, che dalla sua nascita e fino ad oggi ha fatto registrare una crescita enorme, ricorrendo alle tecniche di finanza straordinaria di cui si è parlato precedentemente (Capitolo 6).

CAPITOLO 1: CRESCITA AZIENDALE

1.1 Introduzione

Ogni azienda ha sostanzialmente un obiettivo dalla sua nascita: la crescita. Oggi crescere significa prima di tutto sopravvivere di fronte allo scenario competitivo mondiale ormai, ai cambiamenti sociali, politici, tecnologici che oggi hanno una velocità molto più grande rispetto a non tanti anni fa. Un'altra difficoltà che le aziende riscontrano è di formulare previsioni attendibili sull'evoluzione tecnologica e del mercato.

Con il termine di crescita, in senso stretto, al solito ci si riferisce alla variazione delle dimensioni quantitative dell'azienda quali ad esempio il numero addetti, le quantità prodotte, l'ammontare dell'attivo di bilancio, il valore del fatturato e altri dati di questa tipologia¹.

La crescita quantitativa entra in combinazione con altre due dimensioni: la crescita qualitativa e la crescita relazionale². Si parla di crescita qualitativa quando si analizzano gli strumenti organizzativo – gestionali e le capacità di innovazione di un'impresa; si parla di crescita relazionale quando si fa riferimento alla rete del valore, intesa come l'insieme di relazioni utili per il vantaggio competitivo.

L'aspetto qualitativo della crescita dimensionale è rappresentato dal potenziamento delle competenze aziendali esistenti e/o dallo sviluppo di nuove competenze interne, con conseguente aumento del livello di specializzazione delle risorse. Anche la crescita relazionale incorpora una dimensione qualitativa, legata in primo luogo alla varietà dei soggetti che partecipano alla rete del valore dell'impresa. Alcuni di questi soggetti presentano infatti un valore potenziale superiore in termini di vantaggio competitivo, in dipendenza della criticità strategica delle conoscenze e

¹ "Growth is defined as a change in size over any given time period" (Dobbs e Hamilton, 2007 p.313)

² GRANDINETTI, NASSIMBENI, *La dimensione della crescita aziendale*, p.17

delle competenze esterne a cui l'impresa accede attraverso le relazioni sviluppate con essi.

La dimensione qualitativa della crescita aziendale riguarda le risorse e le competenze basate sulle risorse interne ed esterne all'impresa. I due tipi di risorse diventano pertanto i mezzi che l'impresa utilizza per governare la complessità.

Le ragioni che inducono le imprese a crescere possono essere varie: il miglioramento della produttività, l'adeguamento ai mutamenti dell'ambiente esterno, il progresso tecnologico, l'accumulo di risorse, la crescita del mercato, dei concorrenti o dei clienti, il declino dei mercati serviti o dei prodotti realizzati³.

Nell'azienda nulla può essere lasciato a caso però. La struttura va predisposta e l'azione orientata con cura, tenendo conto delle circostanze attuali e prospettive. L'importanza e la complessità dell'azione da svolgere si riflettono sulle unità aziendali. L'ordine che deve realizzarsi nell'azienda ha carattere unitario, specifico, dinamico. La composizione tra forze interne ed esterne richiede appositi lineamenti del sistema operativo il quale nasce dal rapporto combinatorio che unisce i fattori produttivi tra loro⁴.

L'ordine ha natura specifica perché è tipico di una determinata azienda. In questa i fattori hanno certi caratteri - di qualità, quantità e tempo d'azione - e un dato modulo combinatorio. Il sistema di operazioni attuato all'interno dell'azienda ha tratti propri e permette un particolare rapporto con l'esterno. Le differenze che si determinano tra un complesso produttivo e l'altro sono sempre notevoli.

³ ALBERTI, *La crescita delle PMI. Linee interne e linee esterne*, su <http://idisk.mac.com>, 2007

⁴ CORTICELLI, *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, pp.41-44

Mutano le forze all'esterno e all'interno e spesso ciò avviene con rapidità e intensità tali da mettere in seria difficoltà il soggetto decisionale. Questo, d'altronde, deve essere cosciente dell'importanza vitale di mantenere un'opportuna composizione tra le varie forze, mediante apposite modificazioni strutturali e operative.

La politica da seguire va delineata secondo il modificarsi del contesto ambientale in cui si agisce e la possibilità d'incidervi. A tale scopo sono utili le conoscenze storiche, nella misura in cui il decisore ha la capacità di affrontare situazioni sempre nuove. Il passato infatti non si ripete. Sotto certi aspetti le condizioni sono in ogni caso diverse. Servono allora soprattutto elementi di conoscenza prospettivi, e poi, l'interpretazione del presente in funzione di questi. Un altro aspetto importante è la capacità di avere una visione globale e sistematica dei vari problemi, poterle considerare nel loro insieme e nei rapporti che li uniscono tra loro sia nello spazio che nel tempo. In questo caso "mantenere" una visione dei problemi globale e sistematica, in circostanze diverse e mutevoli, di fatto vuol dire saperli vedere in una luce "nuova".

Lo sviluppo di un'impresa è da un lato dato da ragioni di carattere esterno e dall'altro promosso da ragioni interne collegate alle proprie specificità aziendali. Gli elementi di ordine esterno infatti, creano le condizioni di contesto in cui il percorso di crescita si inserisce, e queste definiscono poi "opportunità" o "necessità" di crescita. Questi risiedono nelle condizioni strutturali del settore e dei mercati di riferimento e deve solo essere "catturato" dall'azienda stessa.

Dal punto di vista interno invece, le condizioni della singola impresa rappresentano una condizione necessaria: la crescita è condizionata dall'esistenza di un surplus di risorse e competenze aziendali. Competenze di mercato, tecnologiche e manageriali di cui l'azienda è già in possesso

possono essere impiegate in un contesto più ampio, così come le risorse finanziarie di cui questa dispone o alle quali può attingere o attivare facilmente permettendo di sostenere il processo di crescita.

La crescita interna non sempre porta a ottenere il salto di qualità a cui l'azienda tende e che oggi è richiesto dal mercato per potere continuare la propria attività e senza il quale la stessa esistenza dell'impresa potrebbe venire meno, in quanto difficilmente le imprese da sole riescono a reperire i fondi e i capitali necessari allo scopo. Per tale motivo, si sono affermate nuove forme di raccolta di capitale o comunque strumenti che consentono uno sviluppo dell'attività aziendale che guardano all'esterno, oltre i confini aziendali.

Le due modalità di crescita si possono analizzare separatamente.

1.2 Crescita interna

La crescita interna si attua attraverso un processo di sviluppo delle unità esistenti e di ampliamento della produttività. Nasce dall'impiego delle risorse disponibili nell'ambito aziendale per incrementare il capitale investito e il valore delle risorse stesse. Ciò impone lo sviluppo o l'acquisizione di nuove risorse (nuovi investimenti diretti o nuovo personale, investimento in terreni, fabbricati, impianti, attrezzature) necessarie per sfruttare a pieno quelle preesistenti. Implica, inoltre, una continua modifica della struttura organizzativa, in funzione delle nuove attività d'impresa che nascono durante questo sviluppo⁵.

Il processo di crescita interna genera inevitabilmente una serie di vantaggi e svantaggi.

Tra i vantaggi possiamo dire che lo sviluppo si svolge in modo organico e ordinato, questo avviene in modo indipendente nelle scelte di gestione.

⁵ *PMIfinance* promosso dal Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, su <http://www.pmifinance.it>, 2002

Inoltre, la crescita interna consente di non modificare in via permanente la compagine sociale e consente all'impresa di percorrere il cammino dell'aumento delle proprie dimensioni nei modi e nei tempi più congeniali alla propria origine e alla propria storia. Questa modalità di crescita si presta meglio ad essere attuata con una gradualità compatibile con il "carattere" dell'organizzazione, con le sue competenze e anche con le sue insufficienze⁶.

Ci sono anche degli svantaggi tra cui i tempi di realizzazione elevati, incertezza dei risultati e alta necessità di risorse liquide.

1.3 Crescita esterna

La crescita esterna si attua principalmente attraverso acquisizioni e fusioni (*M&A, Mergers & Acquisitions*) di imprese già esistenti e operanti sul mercato, acquisizioni di marchi, alleanze/associazioni, *joint ventures*.

La crescita esterna può avere vari sentieri:

1) cooperazione (legami deboli) ⇒

- relazioni cooperative (forte integrazione e stabilità) -> alleanze -> reti
- relazioni collaborative (autonomia delle imprese) -> accordi

2) integrazione (legami forti) ⇒ acquisizioni e fusioni

Per molte aziende lo sviluppo esterno costituisce la modalità prevalente di crescita. Questo succede soprattutto quando è necessario uno sviluppo rapido, quando i mercati sono statici ed è difficile entrare se non per acquisizione, quando mancano risorse e competenze, in presenza di *stakeholder* speculativi e quando c'è la ricerca dell'efficienza di costo.

Anche in questo caso si possono evidenziare vantaggi e svantaggi. Tra i vantaggi: la rapidità, essenziale quando si prevede una veloce evoluzione del mercato; superamento di barriere all'entrata (licenze, accesso a canali

⁶ POTITO, *Operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, pp. 10-11

distributivi ecc.); vantaggi di costo; contenimento dell'offerta globale nel settore. Ci sono anche alcuni svantaggi come: la disponibilità di risorse (potrebbero nascere delle tensioni finanziarie interne); difficoltà di integrazione tra le culture diverse; aumento degli oneri amministrativi nella gestione di organizzazioni complesse; limiti normativi (*antitrust*), che possono essere da ostacolo all'operazione.

La fusione e l'acquisizione di altre imprese possono costituire una valida alternativa allo sviluppo interno, consentendo di entrare con tempestività in nuovi settori o di ridurre le difficoltà tecniche e organizzative connesse all'aumento di massa critica nei settori in cui si è già presenti.

1.4 Crescita Contrattuale

Questo tipo di crescita si presenta come una soluzione intermedia rispetto alla crescita interna ed esterna, ed è basata su rapporti di collaborazione con altre aziende, con la finalità di conseguire vari obiettivi comuni alle aziende partecipanti, tra cui:

- rafforzare il potere di mercato;
- sviluppare nuove tecnologie;
- conseguire vantaggi di costo.

Questo modello di crescita è adatto ai settori caratterizzati da un'elevata instabilità ambientale. Per mettere in atto questo tipo di crescita sono necessari degli accordi interaziendali⁷.

In base alla natura strategica esistono tre tipologie di accordi:

1. accordi orizzontali: conclusi tra aziende concorrenti, che operano nello stesso settore e svolgono la medesima attività;
2. accordi verticali: tra imprese che operano nello stesso settore ma l'accordo riguarda attività diverse;

⁷ *PMIfinance*, su <http://www.pmifinance.it>, 2002

3. accordi diagonali: le imprese coinvolte operano in settori differenti.

La collaborazione può avere per oggetto:

- lo sviluppo e lo sfruttamento di tecnologie trasversali;
- la diversificazione del rischio d'impresa;
- l'entrata in nuovi business più promettenti [back].

In base alla forma giuridica esistono tre tipologie di accordi:

1. *joint venture*: adatto ad accordi di collaborazione stabile;
2. consorzi: attività limitate all'esecuzione di singoli progetti;
3. collaborazioni generiche: ogni altro tipo di accordo che non comporti il sorgere di nuove entità.

La crescita contrattuale, come le altre tipologie di crescita genera una serie di vantaggi e svantaggi. Un vantaggio potrebbe essere l'accesso a nuove competenze e tecnologie in modo più facile, rapido e flessibile. Ci sono anche dei possibili svantaggi come la difficoltà di integrazione tra i partner e limiti normativi.

1.6 Crescita nelle piccole medie imprese (PMI)

Secondo Gray (1999) "La crescita non è la risposta alle aspirazioni iniziali del fondatore. Ma la soluzione al problema di aver prodotto troppi utili!". Quindi la crescita emerge come qualcosa che si impara ad apprezzare col tempo (un *acquired taste*).⁸

Gli studi condotti da Hakim (1989)⁹ mostrano che il 55% delle PMI non ha ambizioni di crescita; il 35% delle PMI presenta una crescita lenta e continua e solo il 10% delle PMI è ad alta crescita.

Barriere alla crescita percepite dalle PMI:

- forte concorrenza 40%
- insufficiente redditività 40%

⁸ GRAY, *Stages of Growth and entrepreneurial Growth Career Motivation*, 1999

⁹ Studi effettuati per conto di *Research Valley Innovation Center*, di cui è il *General Manager*, 2008

- insufficiente domanda 38%
- mancanza di capitali esterni 26%
- mancanza di competenze 9%

Molte imprese non crescono, perché? Il proprietario delle PMI ha come obiettivi primari la sopravvivenza e il mantenimento dello *status quo*. L'imprenditore, invece, ha come obiettivi primari la crescita e l'espansione.

Tra le piccole imprese ad alta crescita circa il 5% è crescita attraverso acquisizioni. Tra le più grandi imprese ad alta crescita il 100% è crescita attraverso acquisizioni.

Perché le PMI crescono organicamente e le grandi no? Perché per questo tipo di crescita c'è bisogno di alcune qualità che solo le piccole imprese hanno come la necessaria attività imprenditoriale, percezione di nuove opportunità, volontà di avvantaggiarsi di opportunità, capacità di avvantaggiarsi di opportunità. Per la crescita tramite acquisizione c'è la necessità di risorse finanziarie elevate, un'ampia dotazione di risorse facilita la varietà di soluzioni di crescita, competenza nel condurre operazioni di finanza straordinaria, un "grande salto" tutto ad un colpo richiede una certa dose di capacità manageriale¹⁰.

Per molte aziende lo sviluppo interno costituisce la modalità prevalente di crescita. Si parla anzitutto di prodotti con alto contenuto di design o di tecnologia, sviluppo commerciale diretto e non tramite agenti o intermediari (per una migliore conoscenza del mercato), si considerano nuove combinazioni prodotto/mercato, intenzione di sviluppare e allargare le proprie competenze interne. Lo sviluppo interno richiede risorse umane, tecnologiche e finanziarie.

¹⁰ CORTESI, ALBERTI e SALVATO, *Le piccole imprese. Struttura, gestione, percorsi evolutivi*, pp. 5 e ss

Oltre ai problemi di avvio della crescita, questa porta ad una serie di aspetti problematici il cui superamento è condizione necessaria affinché la stessa non si interrompa.

Nel caso della piccola impresa i problemi principali che possono sorgere durante questo processo sono collegate a:

- la struttura del *management* (da azienda imprenditoriale a azienda manageriale)
- fonti di finanziamento (peggioramento del grado di indebitamento, se necessari nuovi investimenti)
- strumenti di gestione (complessità gestionale conseguente all'incremento dell'attività)

La piccola impresa può esistere anche rimanendo tale. Pur in assenza di sviluppo dimensionale, la continuità della piccola impresa discende dalla capacità di conseguire un vantaggio competitivo.

Sono molti gli esempi di piccole imprese italiane che dimostrano come la piccola dimensione non sia incompatibile con posizioni di *leadership* di mercato, anche a livello internazionale.

CAPITOLO 2: FUSIONI E ACQUISIZIONI

2.1 Introduzione

Quando si tratta di fusioni e acquisizioni nell'economia di mercato, dove a muoversi sono spesso giganti quotati nelle più importanti piazze finanziarie del mondo, la scena sembra essere dominata dall'ombra inquietante e minacciosa di un nuovo "Comma 22"¹¹.

Queste operazioni comportano un rischio elevato di insuccesso e spesso bruciano molto più valore di quanto ne riescano a generare o di quanto le due imprese originariamente indipendenti l'una dall'altra ne avrebbero realizzato se fossero rimaste tali. I motivi per i quali questo accade sono molteplici e possono manifestarsi in ciascuna delle fasi essenziali attraverso le quali si perfeziona una acquisizione: selezione dell'obiettivo, negoziazione del *deal*, esecuzione dell'integrazione.

Spesso l'errore è iniziale: le due aziende non hanno risorse realmente complementari e in grado di generare le sinergie volute e che il mercato si aspetta. La dottrina individua tre principali tipologie di sinergie: di mercato o collusive; operative o di efficienza operativa (produttiva e commerciale); finanziarie e tributarie. Le sinergie sono utili anche alla misurazione della reale efficacia dell'operazione acquisitiva rispetto agli anzidetti obiettivi, giocano un ruolo importante nel calcolo del valore di scambio tra le aziende *target*¹².

¹¹ Il paradosso del Comma 22 è un paradosso contenuto nel libro "Catch 22" (in italiano "Comma 22") di JOSEPH HELLER. Il libro, edito nel 1961, rappresentò una feroce critica alla guerra narrando le avventure di un gruppo di aviatori statunitensi dediti ai bombardamenti in Italia durante la seconda guerra mondiale. Riportava i regolamenti cui i piloti erano soggetti, e fra questi due articoli contraddittori:

· *Articolo 12, Comma 1*

L'unico motivo valido per chiedere il congedo dal fronte è la pazzia.

· *Articolo 12, Comma 22*

Chiunque chieda il congedo dal fronte non è pazzo. (fonte: *Wikipedia*)

¹² TALIENTO, *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio. Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, p.7, p.10

In molti casi il prezzo che viene offerto da chi compra è troppo alto: si vuole chiudere in fretta la partita e si sovrastimano i risultati che possono derivare dall'affare, si vuole anticipare le mosse di un concorrente diretto.

In ogni caso i problemi non mancano e aumentano nella fase più delicata: quella nella quale di due organizzazioni diverse e composte da tante persone, di due sistemi di produzione e di offerta, fatti di vari impianti di tutto il mondo e di diverse gamme di prodotto, di identici *staff* centrali e di diversi sistemi informativi, occorre fare una cosa sola, meno costosa e più efficace.

Afferma a questo proposito Alessandro Profumo¹³: “molte operazioni di concentrazione nate sulla base di valutazioni che lasciavano intravedere ottime opportunità di crescita del valore sono poi naufragate per difficoltà sopraggiunte o comunque legate alla fase di realizzazione. Implementare un'integrazione, peraltro, è cosa assai complessa che richiede competenze specifiche non sempre facilmente disponibili. [...] Questa fase si è dimostrata la più delicata e problematica per ogni processo di integrazione. L'esperienza maturata in questi anni ha insegnato che per gestire con efficacia la fase dell'implementazione di un processo di concentrazione servono professionalità specifiche per far fronte a processi complessi e articolati e, soprattutto, capaci di coinvolgere attivamente tutte le strutture interessate comunicando gli obiettivi intermedi e finali con grande chiarezza e precisione”.

2.2 Definizioni

Le fusioni e acquisizioni consistono in operazioni straordinarie utilizzate per realizzare lo sviluppo dimensionale dell'impresa. Il motivo per cui queste operazioni hanno trovato una diffusione sempre maggiore è

¹³FRANCIONE e GIANFRATE, *Questione di leadership. Intervista ai protagonisti del business italiano*, p.144

sicuramente la ricerca di modalità più rapide per ottenere vantaggi competitivi quali ad esempio conseguimento di quote di mercato e *know-how* che altrimenti richiederebbero un maggiore arco temporale se sviluppate autonomamente (Fontana, Annovazzi, Tsalikis, 2008).

Bower¹⁴ indica cinque principali tipologie di M&A:

1) *“The overcapacity M&A”*: avvengono in settori maturi e *capital-intensive* come ad es. il petrolchimico, l'acciaio. In questo caso l'acquirente compra un concorrente e in tal modo razionalizza i costi, guadagna quote di mercato e rende più efficienti le operazioni con la conseguenza di ridurre la capacità produttiva dell'intero settore.

2) *“The geografic roll-up M&A”*: simili alle precedenti, ma occorrono tipicamente nella fase di sviluppo del settore. L'obiettivo di queste operazioni è di abbassare i costi operativi e incrementare il valore per i clienti. Spesso avvengono tra un grande acquirente ed un'impresa di piccole dimensioni.

3) *“The product or market extension M&A”*: in queste operazioni si estende la gamma di prodotti dell'impresa o il mercato geografico di riferimento. In questo modo si possono perseguire obiettivi di diversificazione, correlata, conglomerata e di internazionalizzazione.

4) *“The M&A as R&D”*: questa tipologia di acquisizioni si focalizza sull'acquisizione come alternativa all'attività di ricerca e sviluppo. Riguarda principalmente settori *high-tech* in cui le competenze ed il *know-how* sono allo stesso tempo difficili da imitare ed essenziali per competere.

5) *“The industry convergence M&A”*: queste operazioni hanno la finalità di inventare un nuovo *business* attraverso la convergenza di settori apparentemente distinti tra loro. Le potenziali sinergie ottenibili in

¹⁴ BOWER, *Not All M&As Are Alike-and That Matters*, pp.92-101.

segmenti di mercato apparentemente diversi sono la scommessa su cui si basano questi *deal*.

Il termine acquisizione viene di solito abbinato a quello di fusione, ma le due strategie di crescita esterna, anche se finalizzate entrambe ad accrescere il valore delle imprese coinvolte, sono operazioni abbastanza diverse fra loro.

Mentre nella fusione per incorporazione l'impresa acquisita perde la propria identità per essere incorporata nell'impresa acquirente e nella fusione in senso proprio le due (o più) imprese perdono la propria identità per dare vita ad una nuova impresa nel caso di acquisizione ambedue le imprese mantengono la propria individualità. La fusione inoltre realizza la finalità di integrare nel modo più intenso possibile non solo le imprese coinvolte, ma anche i soggetti giuridici che le reggono, i quali in seguito all'operazione perdono la loro identità giuridica. Il risultato di questa è raggiunto tramite l'ingresso dei soci delle società partecipanti nella compagine sociale del soggetto giuridico risultante dall'operazione. Ciò avviene attraverso lo scambio di azioni o quote.

Col termine acquisizione invece, si intende l'acquisto di un'impresa o di quote di maggioranza di essa da parte di un'altra impresa. Quando le acquisizioni riguardano imprese molto grandi, la cui proprietà è dispersa tra numerosi azionisti, si può parlare di acquisizione anche quando le azioni acquistate non rappresentano la maggioranza del capitale, ma una percentuale tale da consentire il controllo. Le acquisizioni possono essere determinate da occasioni di mercato e non essere il risultato di una strategia deliberata; spesso esse devono essere concluse rapidamente, per evitare il rischio dell'ingresso in trattativa di altri concorrenti che, oltre a rendere più rischiosa l'operazione contribuiscono a farne lievitare il prezzo.

2.3 L'importanza di intangibili e *Leadership*

Le ricerche sulle operazioni di M&A condotte in diversi momenti storici e in diversi settori hanno dimostrato un elevato grado di incertezza sui risultati effettivamente conseguibili (Andrade, Mitchell and Stafford, 2001; Capron and Pistre, 2002; Haleblian and Finkelstein, 1999; Haspeslagh and Jemison, 1991; Sheleifer and Vishny, 1991). Su un dato in particolare sembra ci sia unanimità di consensi: solo una operazione su tre crea valore secondo le aspettative (McNamara, Haleblian and Johnson Dykes, 2008; Healey, Palepu and Rubaci, 1992; Ravenscraft and Scherer, 1989; Christofferson, McNisch and Sias, 2004). Quali sono le ragioni dietro ai casi di mancato successo? Si tratta di errate valutazioni iniziali o piuttosto di errori della fase di integrazione?

Valutare la creazione di valore di un'operazione di M&A richiede la definizione di tempi. Prima di tutto richiede la definizione dei contenuti, ovvero su quali basi valutare gli output dell'operazione, e poi soffermarsi solo alle sinergie economico-finanziarie (che hanno giustificato la stessa operazione) o considerare anche i contenuti "intangibili" come per esempio il marchio, le relazioni con gli *stakeholder* esterni, il clima aziendale. Questa scelta è in grado di modificare non di poco il giudizio "finale" sull'operazione, e invece spesso ci si sofferma sui dati di natura economico-finanziaria. Questo per le evidenti ragioni di oggettività e facilità di misurazione e perché sarebbe difficile immaginare un assetto aziendale che non si traduca in risultati evidenziabili sul piano economico finanziario.

All'origine della non corrispondenza tra quanto preventivato e quanto conseguito, possono risiedere sia motivazioni legate alla sovrastima nella valutazione iniziale dei possibili risultati dell'operazione sia motivazioni

legate al modo con cui le realtà coinvolte sono integrate (che definiscono i risultati a consuntivo).

HayGroup in *partnership* con la Sorbonne di Parigi ha cercato di offrire una risposta agli interrogativi emersi nel precedente paragrafo attraverso un ricerca che ha coinvolto 200 *leader* europei impegnati nelle 100 maggiori operazioni di *M&A* (europee) negli anni 2006-2009¹⁵. Le novità principali di questa ricerca sono relative alle persone intervistate e ai contenuti oggetto di valutazione. Per quel che riguarda le persone intervistate, la ricerca considera il punto di vista sia del *top management* ma anche quello di dirigenti e impiegati. Per di più, non solo relativamente all'impresa acquirente, ma anche a quella acquisita. Sotto il profilo dei contenuti la ricerca affianca agli effetti direttamente osservabili dagli indicatori economico-finanziari, elementi di ordine organizzativo, culturale e psicologico. I risultati della ricerca sono allineati ai suggerimenti che vengono dalle più recenti ricerche in merito. Fubini, Price e Zollo sottolineano infatti che "fare domande sugli effetti a lungo termine di una fusione sullo stato di salute aziendale invece che sui risultati ottenuti in termini di sinergie può essere illuminante"¹⁶.

Anche i risultati di HayGroup confermano che la maggior parte delle operazioni di *M&A* non conducono ai risultati sperati. Solo il 9% delle operazioni del campione hanno raggiunto i risultati preventivati e solo un terzo ha sperimentato un significativo incremento del valore azionario, delle vendite o della quota di mercato, o, in alternativa, una sensibile riduzione dei costi.

Le ragioni del mancato successo che interessano anche la maggior parte delle operazioni (91%) del campione hanno origine sia nella fase di *due*

¹⁵ Disponibile sul sito internet di HayGroup, www.haygroup.com, 2010

¹⁶ FUBINI; PRICE; ZOLLO, *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, p. XV, 2008

diligence che nell'integrazione post-operazione. Dalla ricerca emerge infatti che l'impresa acquirente privilegia gli aspetti tangibili tanto nella valutazione iniziale quanto nella fase successiva di integrazione. I due aspetti che ottengono maggiore attenzione sono la valutazione delle sinergie economico-finanziarie e la valutazione dei sistemi informativi che ottengono la massima priorità rispettivamente nel 93% e nel 55% dei casi. Inferiore è l'importanza che gli intervistati attribuiscono alla valutazione delle competenze di *leadership* (41%), della compatibilità culturale (27%) e delle risorse umane (22%).

Questo potrebbe sembrare contrastante se confrontato con il fatto che la maggior parte degli intervistati ritiene che una non "corretta" valutazione degli aspetti intangibili incrementi il rischio di errori nella scelta dell'impresa *target* e, conseguentemente, crei maggiori difficoltà nel processo di integrazione dopo l'avvenuta operazione. Questa operazione, in conseguenza del mancato riconoscimento dell'importanza degli *intangibles*, potrebbe non essere adeguatamente supportata, se non addirittura osteggiata, a vari livelli dell'organizzazione.

Possiamo concludere, quindi, che le imprese si dicono consapevoli dell'importanza degli *intangibles* ma, dal punto di vista pratico, solo raramente questi aspetti sono oggetto di valutazione e integrazione.

Le ragioni di questa apparente contraddizione sono date dalle difficoltà di ottenere informazioni sul capitale umano, l'organizzazione e la cultura organizzativa dell'impresa oggetto di acquisizione, dall'altro lato le valutazioni potrebbero risentire della soggettività del giudizio e di conseguenza avrebbero bisogno di modelli e metodi di valutazione che ad oggi non sembrano pienamente disponibili.

Il problema dell'integrazione culturale è probabilmente il più sentito. La mancata valutazione della "compatibilità" culturale rischia di creare

situazioni in non ci si riesce, nonostante gli sforzi orientati, a “omogeneizzare” le due culture. Da questo punto di vista la ricerca sottolinea l’importanza di coinvolgere il personale nel processo di integrazione responsabilizzandolo nel ruolo di “agente del cambiamento”. Questo potrebbe essere evitato se vi è il supporto di una *leadership* espressa da entrambe le organizzazioni coinvolte e se questa è in grado di trasmettere le ragioni e i benefici dell’operazione di M&A.

Da qui la ricerca sottolinea il ruolo della *leadership* sia perché è importante fin dall’inizio avere una chiara visione strategica dell’operazione ma anche perché rappresenta il *trait de union* per il passo successivo, ovvero l’integrazione degli elementi tangibili e di quelli intangibili. I due aspetti sono strettamente collegati e la strategia di integrazione dovrebbe considerarli contemporaneamente: preoccuparsi prima di integrare sistemi informativi e procedure senza prestare contemporanea attenzione agli *intangibles* si traduce in risultati parziali oppure negativi.

I risultati della ricerca HayGroup-La Sorbonne sottolineano la rilevanza di condurre una *due diligence* della *leadership*, orientata a valutare se e quali competenze siano disponibili nelle due organizzazioni. Stando ai numeri, le operazioni di M&A che sono riuscite a mantenere i risultati preventivati sono 4 volte più numerose tra quelle che hanno condotto, in fase di valutazione, una *due diligence* della *leadership*. La conseguenza di questa valutazione si traduce infatti anche in un maggiore supporto all’operazione da parte di tutti i livelli organizzativi e in ultima analisi anche in un incremento di produttività e motivazione da parte del personale.

La ricerca sottolinea l’importanza che l’operazione abbia il sostegno sia dei più alti livelli manageriali ma anche, e forse soprattutto, del personale.

Solo quando si realizzano entrambe le condizioni, l'operazione è in grado di mantenere gli obiettivi fissati ed è più probabile ed efficace l'integrazione anche degli aspetti intangibili. L'appoggio del personale sembra positivamente influenzato da quello del *top management* che è peraltro incaricato a trasmettere i presupposti e le motivazioni che spiegano l'operazione. Quando non si tratta di operazioni manifestamente ostili, la *due diligence* della *leadership* può essere lo strumento in grado di favorire il coinvolgimento del *top management*, nei confronti del quale l'annuncio dell'operazione genera di solito incertezza sul proprio futuro. La scelta di mantenere o meno il *management* dipende da considerazioni legate agli obiettivi strategici dell'operazione, al tipo di transazione, alle performance relative, ma uno degli aspetti chiave è appunto la valutazione sulle capacità di *leadership* disponibili.

Sotto questo punto di vista diventa pertanto difficile definire delle "ricette" universali. Se per esempio si tratta di un'operazione di diversificazione in settori non noti all'impresa, il mantenimento del *top management* acquisito appare fondamentale. Sia perché l'acquirente non è dotato di competenze interne, sia perché le due organizzazioni sono destinate a mantenere un certo grado di autonomia anche operativa con conseguente minore necessità di integrazione culturale. Se invece l'acquisizione si giustifica con l'ottenimento di economie di scala, di sinergie produttive e distributive, d'integrazione di competenze, di riposizionamento strategico, il cambio del *management* è in grado di portare a maggiore creazione di valore data la necessità per le organizzazioni di integrarsi anche dal punto di vista operativo.

Al di là del cambiamento che può coinvolgere il *top management*, appare fondamentale per assicurare continuità nei risultati e il raggiungimento degli obiettivi prefissati velocizzare il processo di integrazione (Homburg e

Bucerius, 2006). La ricerca evidenzia, per esempio, che le operazioni che hanno insediato il “nuovo” *management team* in sede di *due diligence* hanno conseguito la completa integrazione delle strutture entro un anno. Al contrario di altre operazioni nelle quali, con una certa regolarità, si osserva contemporaneamente sia un ritardo nell’insediamento del nuovo *team* manageriale sia un periodo di integrazione altrettanto lungo.

La ricerca HayGroup-La Sorbonne conferma risultati in parte già noti e contribuisce a creare interesse intorno a due elementi che le ricerche precedenti hanno solo parzialmente segnalato del perché le operazioni di *M&A* non sempre riescono a creare valore. Gli *intangibles* e la *leadership* emergono quali fattori preponderanti sui quali porre attenzione fin dalla fase di *due diligence* oltre alla più tradizionale valutazione delle sinergie economico finanziarie e dei sistemi informativi. Questo infatti, come dimostrano i risultati, crea il potenziale per migliorare il processo decisionale, definisce aspettative realistiche sui risultati effettivamente conseguibili, favorisce il coinvolgimento del personale a vari livelli dell’organizzazione, e aumenta le probabilità che il processo di integrazione si concluda favorevolmente per l’azienda e seguendo i programmi iniziali.

Molte *M&A* sono la risposta all’esigenza di raggiungere maggiori dimensioni e, quindi, un migliore posizionamento nell’arena competitiva nazionale e internazionale. Spesso la maggiore dimensione è una condizione necessaria ma tutt’altro che sufficiente.

Le *M&A* hanno risvolti strategici e organizzativi che vengono regolarmente sottovalutati da chi le progetta e le realizza. Spesso, con una meccanica trasposizione di logiche industriali, c’è una sopravvalutazione delle economie di scala produttive. Quando invece, in un’attività sempre più immateriale sono decisive le economie di scala cognitive.

Ma le *M&A* non sono tutte uguali. Una differenza fondamentale è costituita dal *management*, dalla sua professionalità e dalle sue competenze strategiche. È infatti necessario un rilevante sforzo manageriale per trasformare i dati economico finanziari delle aziende che convergono in una realtà organizzativa e strategica totalmente nuova, soprattutto quando si parte da situazioni non propriamente eccellenti in almeno una delle organizzazioni coinvolte. Purtroppo le scelte che ottimizzano le soluzioni societarie e finanziarie, non sono altrettanto adeguate dal punto di vista strategico e organizzativo. Spesso un'operazione di *M&A* rappresenta soprattutto una grossa opportunità di cambiamento strategico e organizzativo.

Invece a tutti i livelli, prima e dopo la fusione, si assiste a una sorta di paralisi decisionale che qualcuno chiama "stress da fusione". Uno stress particolarmente acuto in situazioni organizzative appesantite. Il ridimensionamento degli organici è la prima e talvolta la sola innovazione organizzativa annunciata e realizzata. Se dietro non c'è un'idea strategica forte, la semplice razionalizzazione efficientistica genera solo comportamenti di tipo difensivo da parte di tutti.

CAPITOLO 3: MANAGEMENT BUYOUT

3.1 Nascita e primi sviluppi

L'apparizione e la diffusione di operazioni di *LBO* e di *MBO* nei mercati finanziari dei paesi industrializzati è storicamente un fatto recente e tipicamente degli anni '80. Negli Stati Uniti, mercato dove è avvenuta la sistematizzazione concettuale e tecnica dei *buyout*, le prime operazioni risalgono agli anni '70 con l'apparizione dei finanziamenti *unsecured* realizzati con capitali forniti prevalentemente da compagnie di assicurazione¹⁷ e con il primo LBO di valore superiore a 100 milioni di dollari, finanziato da *Prudential Financial*. Ma è solo con il 1980 che il mercato acquisisce consistenza con quattro operazioni sopra i 300 milioni di dollari realizzate dalla società specializzata Kohlberg, Kravis, Roberts & Co (KKR)¹⁸, seguita dalla First Boston Corp. e dalla Merrill Lynch, e soprattutto con l'ingresso delle banche di credito ordinario nel finanziamento del debito dei LBO.

Nel mercato inglese, a oggi il più sviluppato in Europa, le prime operazioni risalgono agli inizi degli anni '80, ma solo nel 1983 nascono i fondi chiusi dedicati a operazioni di *buyout*. Ancora più recente e limitato alla seconda metà del decennio, è lo sviluppo degli altri mercati europei, con prevalenza di Francia e Olanda seguite dalla Svezia, dalla Germania, dall'Italia e dalla Spagna, spesso in conseguenza dell'approvazione di leggi agevolative sul piano societario e fiscale¹⁹.

¹⁷ Per una sintesi dell'evoluzione del mercato degli Stati Uniti si veda E.K. Crawford, *A management Guide to Leveraged Buyouts*, J. Wiley&Sons, New York, 1987

¹⁸ Il *leveraged buyout* di RJR Nabisco del 1989, che è stato il più grande *buyout* nella storia fino a quel momento (\$3,6 miliardi). *Time Magazine* sulla copertina di dicembre 1989 ha scritto: "A Game of Greed: This man could pocket \$100 million from the largest corporate takeover in history. Has the buyout craze gone too far?", inoltre nel 2007 la società è stata artefice della TXU, che è attualmente il più grande *buy out* compiuto (\$45 miliardi). Fonte: *Wikipedia*

¹⁹ FERRAIO MARIO CARLO, *Finanza per un'imprenditorialità diffusa*, pp 3-5

In Italia, sino al 1987-1988, LBO e MBO erano noti solo a una ristretta comunità professionale. Occorre, al riguardo, distinguere tra *buyout* e finanziamento *leveraged*, tecnica finanziaria per le imprese di più grandi dimensioni, per la cui concettualizzazione gli italiani possono vantare il primato, poiché già Francesco Guicciardini²⁰(1483-1540) scriveva:

“Non spendere in sullo assegnamento dè guadagni futuri, perché molte volte o ti mancano o riescono minori del disegno; ma pel contrario le spese sempre moltiplicano e questo è l’inganno che fa fallire molti mercanti, che togliendo a cambio [indebitandosi] per potersi valere di quello mobile [liquidità] a fare maggiori guadagni, ogni volta che quelli o non riescono o si allungano, entrano in pericolo di essere sopraffatti da’ cambi [debiti cambiari] e quali non si fermano o diminuiscono mai, ma sempre camminano e mangiano.”

Nel 1988 nasce in Inghilterra *l’Italian Venture Fund*, il primo fondo chiuso estero dedicato a investimenti di MBO in Italia, promosso dalla *Merchant bank* inglese *Schroders*. Nel biennio successivo nascono altri fondi esteri rivolti all’Italia, promossi fra gli altri da *Gemona-Chase*, la banca *Rotschild*, *Euroventures*, *LBO Italia*, *Continental Bank*.

Tra *merchant bank*, finanziarie bancarie, finanziarie di partecipazione, fondi chiusi esteri, sono oggi più di trenta gli operatori di riconosciuta qualificazione che offrono assistenza all’organizzazione di un *MBO* in Italia. La realtà del mercato italiano degli *MBO*, sia come numero di operazioni concluse, sia come valore delle stesse e dimensioni delle aziende coinvolte, è tuttavia ancora modesta e stadio di primo sviluppo.

Le ragioni che limitano il potenziale di *MBO* italiani, mantenendolo lontano dalla realtà dei principali paesi industrializzati, sono molteplici e di diversa natura: il contesto legislativo e fiscale, il sistema finanziario e bancario, la prevalente cultura imprenditoriale e manageriale.

²⁰ FRACESCO GUICCIARDINI in *Ricordi LV*, riportato da Paolo Jovenitti

Più in generale, essendo un *MBO* un'acquisizione industriale basata su un piano strategico e finanziario a medio termine, esso richiede certezza e stabilità normativa nel tempo, due condizioni da sempre poco presenti in Italia.

3.2. Definizione

Con il termine di *buyout* si intende una qualsiasi operazione di acquisizione di impresa²¹. In funzione del soggetto che intende assumere il controllo dell'azienda acquisita si distingue tra:

- *investor buyout (IBO)*, il principale attore è l'investitore istituzionale;
- *management buyout (MBO)*, il gruppo manageriale sostituisce i precedenti azionisti;
- *employees buyout (EBO)*, se vengono coinvolti tutti o alcuni dipendenti.

L'acquisizione può caratterizzarsi dell'utilizzo dello strumento della leva finanziaria. Si parla in tal caso di *leveraged buyout (LBO)*, indipendentemente dal soggetto che diviene portatore dell'interesse imprenditoriale.

Qualora l'acquisizione è effettuata da parte del *management* e realizzata attraverso l'utilizzo della leva, l'operazione viene definita *management leveraged buyout (MLBO)*. In questo modo si rende possibile a *manager* di comprovata esperienza e professionalità, ma con contenute disponibilità finanziarie, l'acquisizione della responsabilità imprenditoriale, quasi sempre con il contributo di investitori istituzionali nel capitali di rischio.

Per investitori istituzionali nel capitale di rischio si intendono istituzioni finanziarie che investono in partecipazioni di società non quotate con un orizzonte temporale di medio lungo termine. Nell'ambito di tale attività,

²¹ "Simply stated a buy out involves the transfer of ownership of an entity from its current owners to a new set of owners...", CMBOR Annual Review, 1991

definita internazionalmente *Private Equity*²², i *management buyout* concentrano tradizionalmente, a livello europeo, circa il 50% dei capitali investiti, per un numero totale di operazioni che, nell'intero continente, nel 2000 ha raggiunto le 1065 unità²³.

I *MBO* sono definiti come operazioni di acquisizione non sinergica, in cui istituzioni finanziarie e/o bancarie supportano con capitale di rischio una nuova impresa (*Newco*) con la quale manager acquisiscono una società (*Target*) o i suoi cespiti, con l'obiettivo di rilanciarla strategicamente e di migliorare la redditività economica.

In tale accezione il *MBO* è da molti considerato un'ulteriore fase, la più matura di *venture capital*²⁴, che idealmente si aggiunge e completa quelle di *early stage* e di *expansion financing*. *MBO* è quella categoria di *venture capital* che premia non tanto l'innovazione tecnologica, di prodotto o di mercato, bensì l'innovazione manageriale e gestionale²⁵. Per sua natura è un'acquisizione aziendale e quindi è un'operazione industriale in cui il ruolo chiave è assicurato da un gruppo manageriale. La componente finanziaria di questa può anche mancare, qualora lo permettano le condizioni patrimoniale e reddituali dell'azienda acquisita.

Elemento essenziale di un *MBO* è il nuovo soggetto imprenditoriale, il gruppo di *management*, non la leva finanziaria. Quest'ultima, anzi, può mancare completamente; basti pensare al caso di un *MBO* di società in crisi o addirittura in procedura concorsuale, nel quale è fondamentale il

²² Il *private equity* è un'attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società *target* (obiettivo) sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno della *target*. Fonte: *Wikipedia*

²³ FERRAIO MARIO CARLO, *Finanza per un'imprenditorialità diffusa*, p.6

²⁴ Il *venture capital* è l'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo. Spesso lo stesso nome è dato ai fondi creati appositamente, mentre i soggetti che effettuano queste operazioni sono detti *venture capitalist*. Fonte: *Wikipedia*.

²⁵ CLEMENTI, LUSCHI, TOM, *Le operazioni di leveraged buy out: aspetti legali, tributari e finanziari*, 2006, p. 342

piano di ristrutturazione aziendale e il nuovo capitale di rischio apportato, non certo un impossibile *leverage* finanziario.

Elemento caratterizzante e differenziante di un *MBO* da un *LBO* è la creazione di un nuovo soggetto imprenditoriale, non industriale o finanziario, bensì manageriale, con il suo supporto di un'istituzione finanziaria diviene imprenditore nella *Newco*.

Nel processo si viene a creare nuova imprenditorialità, che altrimenti non avrebbe le risorse finanziarie per esprimersi, contribuendo così a diffondere, allargare e rafforzare il tessuto imprenditoriale presente nel sistema economico.

3.3. Elementi di un *management buyout*(*MBO*)

L'attore principale di tutta l'operazione è il *manager* o, meglio, il *team* manageriale che diviene imprenditore.

L'ampia diffusione del desiderio di imprenditorialità è una delle caratteristiche storiche del sistema industriale italiano, come testimoniato dall'anagrafe societaria che registra ogni anno circa 350.000 nuove imprese con un tasso di natalità del 10%²⁶.

Un fenomeno tipico nella società di oggi è l'estendersi del desiderio di imprenditorialità da parte dei dirigenti di impresa. È stato superato il condizionamento a quella barriera psico-sociologica, fondamento della generica convinzione che, a eccezione del caso delle piccole e piccolissime imprese, imprenditori si "nasce" per censo ed eredità, mentre *manager* si "diventa" per studi, capacità ed esperienze. Secondo vari sondaggi condotti risulta che la maggior parte dei *manager* italiani si dichiara disposto ad acquisire l'impresa per la quale lavora, qualora se ne presenti l'occasione.

²⁶ Dati presi dal sito internet della *Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa*, disponibile su www.cna.it

L'esperienza degli intermediari finanziari insegna però a verificare attentamente tale disponibilità. Il *manager* aspirante imprenditore deve provare all'istituzione la propria reale motivazione all'imprenditorialità che richiede personalità emotivamente equilibrata e determinata, ben diversa da una pur validissima aspirazione all'autoaffermazione, all'indipendenza da strutture burocratiche, al controllo sul proprio futuro professionale e all'accumulazione di ricchezza.

La prova della motivazione imprenditoriale normalmente richiesta dalle istituzioni finanziarie è duplice. In primo luogo deve esistere la disponibilità a un impegno finanziario per sottoscrivere la propria quota di capitale di rischio, magari con un importo modesto in assoluto, ma significativo per il patrimonio personale del *manager*. In secondo luogo viene la dimostrazione della propria competenza tecnica e gestionale nella preparazione di un *business plan* per l'azienda *target*, che ne individui in dettaglio i punti di forza e di debolezza, il posizionamento competitivo e il piano strategico per il futuro.

Analizziamo in dettaglio quanto detto.

Un elemento caratteristico di un'operazione di *MBO* è la presenza, in associazione con il *management*, di un'istituzione finanziaria. Tipicamente questa può essere una *Merchant Bank*, un Fondo Chiuso, una Finanziaria di Partecipazione, o una *Boutique* Finanziaria specializzata. Prima ancora che nella partecipazione al capitale di rischio e nell'organizzazione e reperimento del finanziamento bancario, necessario al perfezionamento dell'acquisizione, il ruolo dell'istituzione finanziaria si caratterizza nell'assistenza al *management* in tutte le fasi preparatorie, negoziali e gestionali.

In una prima fase, verifica la reale motivazione imprenditoriale, l'istituzione collabora con il *management* nella messa a punto del *business*

plan, apportando la propria capacità di analisi e di ricerca, contribuendo alla messa a punto della strategia futura e alla definizione della struttura societaria e finanziaria più idonea al caso specifico. Essa partecipa con il *management* alla fase negoziale, apportando nei confronti del venditore “credibilità” non solo finanziaria ma anche, e soprattutto, istituzionale. Non è infrequente il caso in cui solo grazie alla specifica immagine dell’istituzione si ottiene accesso a particolari organizzazioni o si risolvono ostacoli contrattuali altrimenti non possibili.

Essenziale è il ruolo dell’istituzione nel condurre l’analisi detta “*due diligence*”. Essa consiste in una serie di approfondite verifiche sulla società da acquisire, sia storiche che prospettiche, in termini legali, patrimoniali, finanziari, organizzativi e di *business*, incluso un dettaglio studio del ciclo produttivo - commerciale, del mercato e della concorrenza. In base ai risultati della *due diligence* verrà elaborata la proposta di investimento e il relativo piano finanziario da sottoporre agli enti investitori e finanziatori.

Completata l’acquisizione, la presenza dell’istituzione nell’azionariato, e spesso nei consigli di amministrazione, garantisce un controllo e una disciplina gestionale fondati sulla professionalità.

Come azionista di riferimento, e con il suo patrimonio di competenze, esperienze e contatti, l’istituzione apporta inoltre al *management* uno specifico valore aggiunto, nell’affrontare le principali scelte strategiche che l’azienda incontra nel suo sviluppo, quali investimenti, *joint venture*, nuove acquisizioni e modalità di internazionalizzazione. Un ruolo, quest’ultimo, spesso sottovalutato in Italia, ma che rappresenta uno dei principali fattori di successo di un *MBO*, consistendo in una serie di servizi

un'assistenza di elevato standard professionale, non altrimenti ottenibili da una azienda di dimensioni medio - piccole²⁷.

Analizziamo un altro elemento importante di un *MBO*: il *business plan*. In esso vengono descritti e analizzati in dettaglio il mercato, la concorrenza, l'impresa, la tecnologia produttiva, l'organizzazione e il *management*, la strategia, la struttura societaria, i risultati economico-finanziari passati e attesi per il futuro. È il documento con cui il *management* si "presenta" all'istituzione finanziaria e che serve a dimostrare la propria conoscenza, competenza e visione; è inoltre il documento base per convincere l'investitore dell'opportunità dell'investimento e il sistema bancario a concedere i finanziamenti necessari. Una volta realizzata l'acquisizione, il *business plan* costituisce la principale guida per la gestione e il fondamentale patto fra soci su cosa si intende fare, dove si vuole andare e come si intende arrivarci.

Nei mercati con una tradizione di *buyout* più consolidata è il *management* a rivolgersi a un intermediario finanziario con un *business plan* già attentamente elaborato. In Italia, la cultura manageriale prevalente è ancora poco sensibilizzata all'importanza di questo strumento in ogni operazione di ricerca di capitali. Per questo il ruolo dell'intermediario finanziario è in Italia più proattivo, dedicando il proprio tempo e le proprie risorse, più che all'analisi e alla situazione finanziaria, alla costruzione critica e discussione con il *management* del *business plan*, in un intenso processo interattivo per ipotesi, strategie, situazioni, simulazioni e analisi di sensitività.

L'importanza di un'accurata elaborazione del *business plan* non deve mai essere sottovalutata, sia nella fase preliminare, come supporto alla decisione di investimento e alla scelta del *partner* societario, sia

²⁷ FERRAIO, *Finanza per un'imprenditorialità diffusa*, pp.10-13

successivamente come impegno verso i finanziatori. È infatti prassi comune, nei contratti di finanziamento di un *MBO*, l'inserimento sulla base del *business plan*, di una serie di "covenant", cioè vincoli e indici che, se non rispettati nell'effettivo andamento economico, costituiscono inadempimento contrattuale, con le relative conseguenze legali e finanziarie.

3.4. Mercato italiano *buyout* 200-2001

Il mercato italiano dei *buyout* dopo la forte crescita conosciuta a partire dal 1997 ha vissuto, nel biennio 2000-2001, un periodo di rallentamento espresso sia in termini di imprese oggetto d'investimento che di ammontare investito. I primi sintomi di una ripresa delle operazioni e del mercato nel suo complesso sono riscontrabili nei dati relativi al primo semestre 2002²⁸.

Tra i fattori che hanno contribuito allo sviluppo di questo mercato in Italia si possono evidenziare:

- Una sempre maggior propensione delle piccole e medie imprese italiane ad aprire il proprio capitale ad investitori istituzionali;
- L'introduzione dell'euro che ha permesso un maggior afflusso di capitali esteri all'interno del paese;
- Il forte sviluppo del sistema finanziario italiano, che ha garantito una maggiore efficienza e attrattività dei mercati regolamentati.

Contrariamente, le motivazioni che stanno alla base del rallentamento nell'attività nel corso del biennio 2000-2001, sono riconducibili a tre fattori:

- Gli elevati tassi di crescita registrati da questo mercato, durante gli ultimi anni, che hanno imposto una pausa necessaria per smaltire eccessi

²⁸ VESIN, GIANFRATE, *L'impatto della riforma del Diritto Societario sulle operazioni di finanza straordinaria*, in *Economia & Management*, n.2. 2003

passati e, allo stesso tempo, garantire un consolidamento necessario per un'ulteriore crescita futura;

- La congiuntura negativa che ha colpito i maggiori sistemi economici mondiali, che ha generato un rallentamento della redditività delle possibili imprese *target*, rendendo più rischiose queste tipologie di operazioni;

- La forte crisi che ha investito i mercati finanziari internazionali, la quale ha imposto una certa cautela nel porre in essere operazioni di questo tipo.

Nonostante l'andamento negativo del mercato nel biennio 2000-2001, il primo semestre 2002 ha mostrato i primi sintomi di ripresa. A partire dall'emanazione della legge delega di riforma del diritto societario²⁹ è stato infatti avviato, per la prima volta nel nostro corpo normativo, il processo di legittimazione dello strumento del *leveraged buyout*, che si è concluso con l'approvazione definitiva dell'art 2501-bis dello schema di decreto legislativo di attuazione della riforma stessa.³⁰

Riporto di seguito i risultati di uno studio realizzato dall'Università Carlo Cattaneo di Castellanza-LIUC, in collaborazione con l'INSEAD, *business school* di primaria importanza a livello internazionale e promosso da A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di

²⁹ Legge 3 ottobre 2001, n.366 – Delega al Governo per la riforma del diritto societario (G.U. 8 ottobre 2001, n.234)

³⁰ **Art 2501-bis: Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento**

- [1] Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

- [2] Il progetto di fusione di cui all'**articolo 2501-ter** deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

- [3] La relazione di cui all'**articolo 2501-quinquies** deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

- [4] La relazione degli esperti di cui all'**articolo 2501-sexies**, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

- [5] Al progetto deve essere allegata una relazione **del soggetto incaricato della revisione legale dei conti** della società obiettivo o della società acquirente.(2) (3)

- [6] Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli **2505** e **2505-bis**.

Rischio con il supporto di Deloitte & Touche Tohmatsu Corporate Finance³¹.

La ricerca, ha preso avvio da una mappatura di tutte le operazioni di *buyout* condotte in Italia da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio nel periodo tra 1988 e il primo semestre 2000, risultate essere più di 400 e corrispondenti a 203 imprese *target*.

Analizzando queste imprese e inviando dei questionari agli investitori è stato possibile acquisire informazioni dettagliate su 101 aziende oggetto di *buyout*³².

Il valore complessivo delle aziende del campione al momento dell'acquisizione è risultato pari a circa 6.100 milioni di euro, per un controvalore medio di 60 milioni di euro. Con riferimento allo stesso anno in cui si è verificato il *buyout*, il fatturato medio risultava ammontare a circa 75 milioni di euro, mentre il numero medio di dipendenti era di circa 330.

Di fatto, al di là dei valori medi sopra riportati, il 65% delle operazioni analizzate ha coinvolto aziende con fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro, e per più di un terzo dei casi il volume di affari non raggiungeva i 25 milioni di euro.

Sul fronte della distribuzione per numero di dipendenti, nel 56% dei casi riscontrati gli occupati non superavano le 250 unità, 26% di aziende tra i 50 e i 150 dipendenti e 13% con meno di 50 dipendenti.

Sulla base della distribuzione geografica delle aziende *target*, le regioni più rappresentate sono state quelle dell'Italia settentrionale (84% del totale delle operazioni). In Lombardia e in Piemonte si sono verificate il maggior numero di acquisizioni (rispettivamente pari al 33% e al 16% del totale),

³¹ Studio realizzato dal gruppo di ricerca dell'Università Carlo Cattaneo LIUC, coordinato da Roberto Del Giudice e composto da Jonathan Donadonibus e Francesca Morghen

³² Risultati disponibili online su vari siti internet di cui su www.aifi.it

seguite dal Veneto (14%) e l'Emilia Romagna (13%). Nel centro Italia si sono riscontrate operazioni in Lazio (4%), Toscana (5%), Marche (4%) e Umbria (2%). Assenti sono risultate, invece, le regioni del sud Italia.

Il settore manifatturiero ha catalizzato la maggior parte degli investimenti, rappresentando circa il 38% del totale, seguito dal comparto chimico (8%) e da quello dei beni di largo consumo (7%). A livello di settori a maggior contenuto tecnologico, è da evidenziare l'incidenza del comparto elettronico (7%) e la presenza di aziende operanti in ambito medicale/biotechologico (4%) e informatico (1%).

La quasi totalità delle operazioni di *buyout* realizzate in Italia nel decennio anteriore allo studio da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio ha coinvolto, nel processo di acquisizione, il *management*, con particolare riferimento alle figure già presenti all'interno dell'azienda *target*, e ha utilizzato lo strumento della leva finanziaria (92% delle operazioni), configurandosi, pertanto, come *management leveraged buyout (MLBO)*.

La principale motivazione della cessione dell'azienda agli investitori istituzionali è il ricambio generazionale (57%). Nel 20% dei casi, alla base della vendita è risultata la volontà di gruppi industriali privati di dismettere attività considerate non strategiche. A questi va aggiunto un altro 4% del totale delle operazioni scaturito dal processo di privatizzazione di aziende o rami di aziende pubbliche.

Nel 19% dei casi una delle spinte è stata rappresentata dalla ricerca di maggior indipendenza da parte del *management*.

Più del 10% delle operazioni di *buyout* analizzate nel campione è stato motivato dalla necessità di risolvere una crisi finanziaria.

La constatazione di un potenziale di crescita non sfruttato dell'azienda *target* rappresenta la motivazione all'acquisto più ricorrente (72%), spesso

abbinata al riscontro, da parte dell'investitore, di condizioni di prezzo favorevoli (47%).

Nel 6% circa dei casi analizzati, l'operazione è stata realizzata alla luce delle possibili sinergie³³ attivabili tra aziende *target* e le altre imprese già presenti nel portafoglio dell'investitore istituzionale.

Il tasso di crescita medio annuo del volume di affari risulta aumentare dal 7,6%, nell'anno precedente al *buyout*, all'11,7% nei due anni successivi all'operazione stessa. La crescita media annua del fatturato fatta registrare nello stesso periodo dalle aziende comprese nel campione Mediobanca, rappresentativo delle piccole e medie imprese italiane, è risultata essere pari al 3,8% la crescita media annua del reddito operativo delle imprese oggetto di *buyout* è passata dal 4,8% nell'anno precedente all'investimento, al 22,7% nei due anni successivi, di gran media maggiore rispetto a quella delle piccole e medie imprese (registrato nel campione Mediobanca) risultata pari al 2%.

La maggior parte dei cambiamenti organizzativi venutisi a realizzare nelle imprese *target* tendono ad una maggiore managerializzazione e trasparenza.

In particolare, tra gli interventi posti in essere nei mesi immediatamente successivi all'operazione di *buyout*, gli eventi verificatesi più di frequente sono stati:

- L'adozione di nuovi sistemi di *reporting* (54% dei casi analizzati);
- Un generale riorientamento strategico dell'attività (50%);
- Il ricorso a piani di incentivazione del gruppo manageriale, realizzati per lo più attraverso la distribuzione di *stock options* (46%).

³³ A proposito delle sinergie TALIENTO, in *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, a p.6 "Il termine "sinergia" esprime il concetto di azione simultanea e combinata compiuta da diversi sistemi nello svolgimento delle funzioni loro assegnate, con conseguente miglioramento degli effetti congiunti superiori alla semplice sommatoria degli effetti originati dall'indipendente operare dei sistemi (*stand alone* o a sé stanti)".

Mediamente a seguito dell'acquisizione dell'azienda e della successiva modifica della compagine proprietaria, al fine di riorganizzare l'impresa acquisita e di avviare il processo di creazione di valore si è proceduto a:

- Sostituire circa l'11% del *top management*;
- Smobilizzare il 5% degli *assets* precedentemente presenti nell'attivo delle imprese stesse e considerati non strategici;
- Licenziare solo l'1% del personale.

I partecipanti allo studio hanno dato un giudizio qualitativo sui *buyout* che li hanno visti protagonisti. Il 56% degli intervistati ha dichiarato che l'esito dell'operazione è stato al di sopra delle aspettative, il 22% ha dichiarato che l'operazione è andata come previsto, mentre il 22% non è rimasto soddisfatto degli esiti del *buyout*.

CAPITOLO 4: IL MANAGEMENT E I PIANI DI STOCK OPTIONS

4.1 Il management

Gli amministratori di società hanno l'obbligo di adottare assetti organizzativi adeguati, sancito dall'art. 2381 c.c.; questo rappresenta il profilo "più 'nuovo' della riforma delle società di capitali, capace (...) di mutare i 'fondamentali' di un tema centrale come quello della responsabilità dell'impresa e per certi versi dei gestori di un'impresa quali che siano le sembianze che questa abbia assunto all'esterno"³⁴. La riforma ha inciso sul catalogo degli obblighi degli amministratori, non tanto sulla tradizionale distinzione tra obblighi specifici e obblighi generali, quanto piuttosto per aver determinato un allargamento del catalogo di questi ultimi; all'obbligo di amministrare con diligenza, oggi qualificato dalla previsione della natura dell'incarico e delle specifiche competenze del singolo amministratore, si è aggiunto il dovere di agire in modo informato, in base all'ultimo comma dell'art. 2381 c.c., e quello di riservatezza, sancito dall'ultimo comma dell'art. 2391 c.c., mentre al divieto di agire in conflitto di interessi si sono sostituiti i nuovi doveri di comunicazione, astensione e motivazione posti a carico dell'amministratore interessato.

"Corretta amministrazione" equivale alla conformità delle scelte di gestione ai criteri di razionalità economica posti dalla scienza dell'economia aziendale ed alla ragionevolezza; gli amministratori sono tenuti a compiere scelte razionali e ragionevoli, se non anche ad adottare le soluzioni più efficaci³⁵.

Chi è il *manager*? La definizione precisa è un concetto inafferrabile. Si potrebbe concludere, come ha fatto Mansfield (1980), che l'impiego

³⁴ BUONCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione e responsabilità: chiose sull'art 2391, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p.5 ss.

³⁵ IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, p.14

manageriale include persone che danno legittimamente degli ordini ai subalterni; comunque, coloro che esercitano una tale autorità costituiscono uno svariatisimo gruppo professionale³⁶. I *manager* indipendenti – coloro che lavorano in proprio o in aziende a conduzione familiare – e i proprietari di una impresa probabilmente hanno più cose in comune tra loro di quante non ne abbiano con i *manager* che sono occupati come dipendenti nelle organizzazioni.

È sempre più comune, specialmente in Europa, far riferimento sia ai *manager* che ai professionisti di un'organizzazione come allo *staff manageriale*. Una definizione completa dello *staff* dei professionisti e dei *manager* potrebbe essere la seguente: composto da quelle persone che vengono occupate in un'organizzazione per uno stipendio; che hanno raggiunto un alto livello di istruzione e di formazione o una esperienza riconosciuta in un campo scientifico, tecnico o amministrativo; che svolgono funzioni di carattere prevalentemente intellettuale che comportano un alto grado di giudizio ed iniziativa; alle quali può essere affidata dal datore di lavoro la responsabilità di pianificare, dirigere controllare e coordinare le attività dell'organizzazione o parte di essa; e, che non occupano una posizione di supervisore di primo livello, di caporeparto o di *executive* di alto livello³⁷.

Esiste una considerevole diversità tra i vari paesi quanto alle caratteristiche del lavoro manageriale. In alcuni, i *manager* sono occupati in base ad un contratto di lavoro formale, scritto ed individuale, mentre in altri i contratti scritti non vengono solitamente usati. Inoltre, vi sono delle differenze nelle componenti e nel livello di retribuzione. Vi sono anche

³⁶ MYRON J. ROOMKIN, *Il manager Imprenditore o lavoratore dipendente*, p.18

³⁷ Definizione data dagli autori del libro *Il manager Imprenditore o lavoratore dipendente* a p.19

delle differenze nel modo in cui le persone riescono ad accedere alle occupazioni manageriali, avanzano professionalmente, vanno in pensione.

4.2 Leadership e stili di management

Da sempre *leadership* e potere sono sempre stati visti l'uno accanto all'altro. Il potere può discendere da linee di autorità della struttura oppure nei rapporti informali tra individui o tra gruppi che hanno accesso a determinate risorse.

L'autorità è di certo un aspetto prominente di potere in una azienda, così come lo è la natura razional-legale che caratterizza tutte le organizzazioni moderne. L'autorità coinvolge relazioni gerarchiche (o verticali), ma altre specie di potere agiscono con forza, orizzontalmente o lateralmente, sulla struttura³⁸. Se sono utilizzate forme di potere inappropriate è facile che l'organizzazione non sia efficiente ed efficace.

La *leadership* è una componente fondamentale in un'organizzazione. Il *leader*, tipicamente il capo azienda (o comunque il soggetto su cui sono centralizzati i processi decisionali più importanti), è quello che riesce (o meno) ad influenzare l'andamento del *business*, a far fiorire l'azienda oppure a farla morire. Queste qualità emergono in maniera più evidente nelle strutture complesse, non troppo gerarchizzate, dove la *leadership* prende forma nell'iniziativa di un singolo personaggio.

Gary Yukl (2002)³⁹ nota che: "La *leadership* è un argomento che ha a lungo eccitato le menti della gente. Il termine porta con sé immagini di potenti, dinamici individui che sono al comando di armate vittoriose, dirigono imperi aziendali dalla cima di grattacieli, danno forma alla storia delle nazioni. Le imprese di capi coraggiosi ed intelligenti sono l'essenza di miti e leggende. La storia è essenzialmente il racconto di vicende militari,

³⁸ TOMBESI, *Leadership e Stili di Management: Leaders si nasce o si diventa?* p.2

³⁹ YUKL, *Leadership in Organizations*, p.278

politiche, religiose nonché di *leaders* cui sono riconosciuti meriti e colpe per tutti gli eventi più importanti anche se poi non capiamo bene come tali eventi siano accaduti o quale influenza il *leader* davvero abbia avuto. Il grande fascino che circonda i capi può essere causato da misteriosi processi così come accade anche nella normalità della vita di tutti i giorni". Attraverso lo studio dei psicologi sono stati identificati in insieme, chiamato "*The Big Five*" (McCrae R. & Costa, 1992), che identifica cinque tratti della personalità: l'amicalità, la coscienziosità (morale), la stabilità emotiva, l'energia e l'apertura mentale (inteso in senso di comprensione intellettuale).

Un punto fondamentale nella discussione sulla *leadership* è quello sulla continuità o discontinuità nella successione manageriale.

4.3 Le *stock options*. Introduzione

Queste forme di retribuzione si sono diffuse da poco anche in Italia ed è naturale chiedersi se esse rappresentino effettivamente degli strumenti efficaci per allineare gli obiettivi del *management* a quelli propri degli azionisti, e per tale via incrementare il grado di efficienza complessiva dell'impresa, o se non siano invece un mezzo a disposizione del *top management* per espropriare gli azionisti di una parte del valore aziendale.

L'iniziale sviluppo è stato condizionato dal carattere contabile e fiscale, che però sono venute meno a seguito delle recenti evoluzioni normative. Tale circostanza ha "riallineato" le *stock options* alle altre forme di retribuzione a medio/lungo termine, privandole di un vantaggio sostanziale che per anni ha sospinto l'utilizzo. In Italia tale vantaggio si è concretizzato prevalentemente in un trattamento fiscale di favore in capo all'assegnatario delle opzioni. Oggi che tali incentivi fiscali si sono sostanzialmente ridotti, essendo subordinati a condizioni molto restrittive

circa il periodo decorso il quale l'assegnatario può monetizzare i benefici delle opzioni ricevute, le imprese sono chiamate a valutare la convenienza delle diverse forme di retribuzione azionaria quasi esclusivamente sulla base di una comparazione degli effetti di incentivazione che ciascuna di esse è in grado di produrre.

4.4 Finalità delle *stock options*

Le *stock options* erano state ideate con l'intento di risolvere il conflitto tra proprietà e controllo, tipico della *public companies* americane, e oggi si trovano sul banco degli imputati accusate di essere tra le responsabili principali degli scandali finanziari che hanno sconvolto la finanza mondiale negli ultimi anni.

Il fondamento teorico della creazione delle *stock options* è riconducibile alla necessità di allineare gli interessi economici degli azionisti/proprietari ("*principles*") e dei loro *managers* ("*agents*"). L'idea di fondo è dunque che, essendo gli azionisti/proprietari fortemente interessati a vedere incrementato il valore delle loro azioni nella società, il fatto di assegnare ai *managers* un incentivo basato sul medesimo valore spinga questi ultimi ad agire nell'interesse comune dei loro *principles*.

In base a questa idea, le *stock options* consentirebbero di fondere in un unico strumento i diversi meccanismi, interni ed esterni, che consentono l'allineamento degli interessi tra proprietà e controllo. E cioè i tradizionali meccanismi interni, quali l'osservazione del comportamento dell'agente e la misurazione del risultato ottenuto, ed i meccanismi esterni che consistono principalmente nel riconoscimento e consenso che il *manager* gode presso il mercato e nella conseguente *reputation* del medesimo⁴⁰.

⁴⁰ FIORI , *Stock options e corporate governance*, p.11 e ss

Tutti questi strumenti sono sintetizzati nelle *stock options* il che consentirebbe, secondo i sostenitori dell'utilità dello strumento (Cox and Ross, 1976 – Bell, 2002) di:

- Minimizzare i costi di agenzia
- Attrarre *managers* qualificati
- Creare valore per gli azionisti

I sostenitori di questa tesi (che viene definita "*optimal contracting theory*") ritengono che tramite le *stock options* i conflitti di interesse tra *principle* ed *agent* si vengono a ridurre e che in questo modo il valore delle aziende possa crescere in misura nettamente superiore rispetto alla crescita che si avrebbe utilizzando i meccanismi tradizionali di allineamento degli interessi.

Negli ultimi tempi invece, sull'onda degli scandali finanziari, che si sono accompagnati spesso ad una vertiginosa crescita delle *compensations* dei *top managers*, si è sviluppata una corrente dottrina fortemente critica verso le *stock options*, sostenitrice del cosiddetto "*managerial power approach*" (Cassidy, 2002 – Madrick, 2003).

In base al *managerial power approach*, anche prescindendo dai comportamenti fraudolenti dei *managers* che hanno abusato dello strumento, le *stock options* risulterebbero comunque dannose in quanto spingerebbero i *managers* a comportamenti altamente rischiosi puramente finalizzati ad incrementare il prezzo delle azioni nel brevissimo termine, ma con effetti dannosi sul valore di medio - lungo termine.

In sostanza, i sostenitori di questa tesi ritengono che anche il *manager* "onesto" (che non si attribuisce *stock options* "gonfiate" con *strike prices* convenienti o retrodatate) è comunque spinto a comportamenti che, essendo finalizzati a massimizzare il valore delle azioni nel breve periodo,

possono esporre l'azienda a rischi nel medio – lungo, con conseguenti maggiori probabilità di insolvenza.

Oltre a ciò, va evidenziato quello che viene considerato il principale effetto dannoso delle *stock options*, e cioè il fatto, in molti casi, le stesse sono state utilizzate dai *managers* come strumento per aumentare a dismisura la loro remunerazione mediante una negoziazione distorta dei principali elementi delle *options*, ottenendo in questo modo risultati molto superiori a quelli che avrebbero ottenuto attraverso un meccanismo più "fair".

In tal modo, si viene a creare un *plus* di remunerazione per i *managers* che, inevitabilmente, diventa una riduzione degli utili per gli azionisti. Ecco che dunque gli interessi dei due soggetti, lungi dall'essere allineati, tendono a divaricarsi sempre di più.

4.5 Le variabili critiche degli *stock options plans*

La debolezza dei *boards*, la mancanza di interlocuzione con gli azionisti, e il potere eccessivo dei *managers* sono stati tre fattori che, messi insieme, hanno portato alla diffusione di piani di *stock options* in ogni caso troppo favorevoli ai *managers* e talvolta dannosi per gli altri *stakeholders* (Sautner-Weber, 2006).

Sono stati frequenti i casi di *stock options* negoziate senza alcun riferimento alla *performance* economico-finanziaria della società, senza fissare alcun *benchmark* con i *competitors* e con assoluta mancanza di trasparenza nei confronti degli azionisti, nel senso che i piani di *stock options* erano negoziati con il *board* ed in molti casi l'informativa veniva data in modo sommario e non nelle sedi assembleari.

Frequenti sono stati i casi di *stock options* assegnate in momenti particolari della vita aziendale, e cioè alla vigilia di un *take over* ovvero di altre operazioni straordinarie di cui erano a conoscenza i soli *managers* e talvolta nemmeno il *board*.

Lo strumento delle *stock options* mantiene una forte valenza in termini di incentivazione ed allineamento di interessi tra azionisti e *managers*, a patto che vengano apportati alcuni correttivi indispensabili volti a prevenire le frodi ed a far sì che i *managers* beneficino solo ed esclusivamente del valore creato con la loro opera.

Ciò richiede necessariamente un rafforzamento dei meccanismi di *corporate governance* la cui debolezza è stata la principale causa delle distorsioni che sono state registrate nelle "*fraud firms*".

CAPITOLO 5: LA QUOTAZIONE

5.1. Premessa

Le imprese devono rafforzare la propria competitività se vogliono mantenere o rafforzare la posizione sul mercato. Nel contesto attuale le imprese hanno bisogno di una “rivoluzione finanziaria”, che assicuri solide fondamenta in un vasto e articolato mercato dei capitali. L’apertura a capitali esterni può costituire un acceleratore della crescita dimensionale dell’affermazione sui mercati internazionali.

I fattori che spingono un’impresa a quotarsi possono essere diversi. Tra i più abituali possiamo citare:⁴¹

- la possibilità di recuperare risorse per lo sviluppo;
- opportunità di dare all’azienda un assetto, una trasparenza, delle regole, diverse rispetto a quelle propri;
- il ritorno in termini di notorietà di marchio, e quindi, le maggiori possibilità di attirare *management* di elevato profilo.

L’evoluzione e la cultura generale dell’Italia, procede, anche se lentamente, in una direzione, che rende sempre più interessante per molte aziende l’accesso alla Borsa. Nell’attuale contesto internazionale c’è bisogno di un’impresa che guardi più alla crescita, allo sviluppo dimensionale, agli strumenti finanziari che in Italia vengono chiamati innovativi e che sono invece tradizionali, come il *private equity* o il *venture capital* ma è soprattutto l’accesso in borsa che può rappresentare per le aziende italiane una grande scelta di crescita, una grande scelta di capacità imprenditoriale per uscire dalle piccole dimensioni che ancora le caratterizza.

⁴¹ MONTEZZEMOLO, *Ragionevolezza e flessibilità delle regole per sostenere la crescita delle imprese italiane attraverso la quotazione in borsa*, pp. 71-72

Un volta quotata, la società ha accesso ad un nuovo e stabile canale di finanziamento che può essere utilizzato anche più volte secondo le esigenze finanziarie che si vengono a creare nella vita dell'impresa. E allo stesso tempo questa può accedere al tradizionale canale bancario spesso a condizioni più favorevoli grazie allo *status* di società quotata.

La quotazione può essere, e spesso lo è, un obiettivo strategico per l'impresa che permette di potenziare la propria competitività e diversificare le fonti di finanziamento.

Esistono in Italia numerosi mercati gestiti dalla società Borsa Italiana S.p.A.⁴² ed inoltre mercati gestiti da MTS S.p.A. (per i titoli di stato) e da TLX S.p.A. (organizza e gestisce il sistema multilaterale di negoziazione).

La Borsa Italiana si propone di recuperare un ruolo nei mercati europei comparabile con il peso economico italiano e si propone di migliorare la quantità e la qualità del listino, rendere più facile l'ammissione a costi competitivi, in tempi rapidi, basata su requisiti di mercato, sviluppando un ambiente sempre più favorevole e dei servizi ad elevato valore aggiunto.

5.2. Le ragioni e i vantaggi del quotarsi

Perché quotarsi? L'ingresso in Borsa porta una serie di vantaggi.

Quando una società si deve (e/o può) quotare? Quando si hanno obiettivi di crescita e prospettive di sviluppo.

L'azienda si quota quando è preparata ad affrontare i mercati, quando sono chiari i rapporti fra proprietà e impresa, quando è dotata di *management* professionale e dispone di un controllo di gestione adeguato e quando è preparata a comunicare in maniera efficace⁴³. Prima di tutto,

⁴²Società che si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento della Borsa di Milano (ossia del mercato finanziario italiano) al fine di promuoverne lo sviluppo e di massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza (fonte *Wikipedia*). Nasce nel 1998 a seguito della privatizzazione dei mercati come disposto da TUF in coerenza con la direttiva Eurosim (1993/22/CE).

⁴³TORRINI, *Prima e dopo la quotazione*, p. 205

quindi, un'azienda deve guardare in profondità al proprio interno per capire se ci sono le qualità necessarie per quotarsi.

La quotazione in Borsa non deve essere percepita come un traguardo, bensì come un punto di partenza⁴⁴. Prima di tutto quotarsi significa raccogliere risorse per finanziare la crescita, sia per le linee interne, sia esterne. Permette quindi di migliorare la qualità e la quantità delle risorse finanziarie aziendali, come parte di un processo di ristrutturazione e di riequilibrio finanziario del passivo. In questo modo si possono perseguire ed accelerare programmi di sviluppo senza squilibrare la struttura finanziaria.

In secondo luogo permette di ottenere una maggiore visibilità. Prima di quotarsi c'è la massima libertà e da quando viene deliberata la quotazione le cose cambiano dal punto di vista della comunicazione con l'esterno. Questa deve fare in modo che di fronte all'opinione pubblica l'immagine aziendale possa avvalersi di requisiti indispensabili: conoscenza del marchio, autorevolezza, serietà, potenzialità di sviluppo⁴⁵. Il pubblico e gli investitori devono vedere l'azienda come una di valore. Questo porta a sviluppare nella *leadership* la capacità di svilupparsi nel mercato di riferimento, sfruttando l'immagine e facendo leva sull'innovazione, sul marketing e sulla qualità.

La quotazione consente di valorizzare gli investimenti che già esistono all'interno dell'impresa e di quelli nuovi che devono arrivare.

Un altro vantaggio è la possibilità di creare uno strumento finanziario, le azioni, che possono essere utilizzate anche come metodo di pagamento o date come merce di scambio in caso di fusioni o di acquisizioni.

⁴⁴ GARAVINI, *La quotazione in borsa come fattore di sviluppo*, p. 109

⁴⁵ TORRINI, *Prima e dopo la quotazione*, p. 207

La quotazione, inoltre, dà all'azienda una certificazione della sua qualità e solidità:

- a livello organizzativo, le grandi informazioni che devono essere trasmesse sul mercato borsistico, permettono di avere effetti positivi anche sull'organizzazione interna aziendale;
- a livello fiscale, inoltre, sono previsti sgravi fiscali temporanei per le imprese appena quotate⁴⁶.

In sintesi, la quotazione è una scelta chiave di gestione straordinaria che, prima di tutto crea valore per gli azionisti, favorisce la crescita della redditività aziendale e lo sviluppo complessivo di questa.

⁴⁶ Su <http://www.piazzaffari.info>

CAPITOLO 6: IL CASO DIASORIN

6.1. L'azienda

DiaSorin è una società italiana attiva nel campo della diagnostica "in vitro" tramite la realizzazione di reagenti da impiegare nei liquidi estratti dai pazienti (come ad esempio il sangue) in modo da consentire una migliore attività diagnostica. La società produce internamente quasi tutte le materie necessarie alla formulazione dei principi attivi impiegati nei suoi reagenti, facendo del gruppo una società tecnologicamente molto avanzata e sicuramente una delle più importanti (sebbene non molto conosciuta) tra le aziende del nostro paese.

Nel corso degli anni la società sviluppa e consolida il suo *know how* nel settore e vive diverse vicende societarie, con scorpori di attività, conferimenti, cessioni e altre operazioni.

La conclusione di questo processo si ha nei primi anni del nuovo millennio, quando il *management* della società, con il supporto di *partner* finanziari ed industriali, effettua un'operazione di *management buyout* riacquistando DiaSorin da una società americana alla quale, nel frattempo, era stata ceduta. Da allora la società ha ampliato ulteriormente il suo *know how*, ha acquisito licenze per il mercato italiano ed ha intrapreso un'espansione internazionale molto importante.

Il gruppo dirigente che intraprese il *management buyout* è ancora "in sella" sia dal punto di vista dirigenziale che come azionisti di riferimento.

DiaSorin è una multinazionale composta da 24 aziende situate in Europa, Stati Uniti, sud e centro America ed Asia. L'azienda impiega complessivamente più di 1500 dipendenti di cui circa 110 dedicati alle attività di ricerca e sviluppo.

Il mercato diagnostico non è di facile comprensione però e ha vari problemi al suo interno. Le dimensioni di questo sono ridotte e la crescita

è contenuta, cca 5% all'anno. È estremamente consolidato e poche aziende controllano il 70% del mercato. In aggiunta ci sono grandi barriere IP che bloccano l'accesso alle nuove tecnologie per competere nella *Molecular Medicine*.

6.2. La storia

La storia di DiaSorin è iniziata come il sogno di Umberto Rosa, il padre di Carlo, l'attuale amministratore delegato.⁴⁷ La Sorin era nata nei primi anni del dopoguerra come *joint venture* tra Fiat e Montecatini per studiare i materiali con cui costruire le centrali nucleari. Il progetto non ebbe successo e fu abbandonato pochi anni dopo. Ma il professore non ha mollato e ha continuato a lottare per la sua "creatura". Proposero e ottennero da Fiat l'ok per mettere a punto un *business plan* alternativo:

- con i composti radioattivi come lo iodio 131 cominciarono a marcare le proteine;
- con i materiali che si usavano per costruire le barre fecero le valvole cardiache;
- con l'elettronica misero a punto i primi *pacemaker*.

Tant'è che nel 1968 quella che era diventata nel frattempo la Sorin Biomedica, creava la prima divisione diagnostica denominata DiaSorin. "Di fatto – dice oggi Carlo Rosa ripercorrendo la storia dell'azienda che guida – DiaSorin è stata uno straordinario caso di *cross fertilisation* di tecnologie dal nucleare al biomedicale".

Fin dalla sua costituzione operò nel mercato della diagnostica in vitro (IVD), in particolare nel segmento dell'immunodiagnostica i cui test individuano e misurano l'avvenuta esposizione da parte del paziente ad

⁴⁷ BERNACCHI, *Diasorin, hi-tech italiana con mentalità Usa: la storia di un successo*. Disponibile su: www.firstonline.it

agenti patogeni e le disfunzioni metaboliche attraverso reazioni antigene-anticorpo.

Dal 1986 la Divisione DiaSorin continuò la propria espansione all'interno del gruppo Snia, avendo il gruppo Fiat conferito a quest'ultima il 75% del capitale di Sorin Biomedica.⁴⁸

Nel corso degli anni ottanta la crescita della Divisione DiaSorin proseguì sia in modo organico attraverso acquisizioni che la Sorin Biomedica realizzò in società operanti nel medesimo settore.

Nel corso del 1997 la Sorin Biomedica decise di scorporare le attività afferenti alla diagnostica in vitro (ivi compresa la partecipazione nella Incstar) in una società che assunse la denominazione di DiaSorin s.r.l. (già Sorin Diagnostics s.r.l.) e venne poi ceduta alla American Standard Inc. Quest'ultima rilevò sul mercato le azioni residue di Incstar, ritirandola dalla quotazione e modificandone la denominazione in DiaSorin US Inc.

Nel novembre 2000 l'American Standard, nell'ambito di un processo di revisione strategica del *business*, mise in vendita le attività nel settore medicale. Un gruppo di *top manager* della DiaSorin, costituito da Carlo Rosa (attuale Amministratore Delegato e Direttore Generale), Antonio Boniolo, Chen Menachem Even e Stephen Gouze, sostenuto da Snia e da un gruppo di azionisti finanziari (Iniziativa Piemonte S.p.A. ora IP Investimenti e Partecipazioni s.r.l., Interbanca S.p.A. e Interbanca Investimenti – fondo comune di investimento mobiliare chiuso), realizzò un'operazione di *management buyout*.

Nel giugno del 2003 DiaSorin s.r.l. fu trasformata in società per azioni assumendo la denominazione di DiaSorin S.p.A.

Nel medesimo anno, furono realizzate alcune operazioni di riassetto societario finalizzate all'uscita di Snia dall'azionariato, alla semplificazione

⁴⁸ Dal *Prospetto informativo*, pp 60-62. Disponibile su www.diasorin.it

della catena di controllo e al riassetto della struttura finanziaria. Dopo queste operazioni Iniziativa Piemonte divenne l'azionista di riferimento della società.

Nel 2005, l'attenzione venne allargata ai nuovi mercati emergenti: Cina e Brasile in particolare. "Oggi – sottolinea Rosa – questi due Paesi rappresentano con 100 milioni di vendite circa il 20% del nostro fatturato. Il resto è ripartito quasi in egual misura tra America e Europa. In Italia facciamo solo il 15%. Ed è una fortuna perché da noi è quasi impossibile lavorare con Regioni che pagano addirittura a 700 giorni, con ospedali pubblici che falliscono come l'Umberto I di Roma, dove ci abbiamo rimesso circa 750mila euro. In Germania ci pagano a 32 giorni, in Francia a 50, in Usa a 54, in Cina a 60 come gli svizzeri".⁴⁹

Il 19 luglio 2007 la società entrò in Borsa, nel segmento STAR, tramite un'OPV con collocamento sul mercato del 35% del capitale in occasione della quale Interbanca uscì definitivamente dall'azionariato. Successivamente la società fu promossa tra le *blue chip*.

Oggi, anche grazie ad alcune acquisizioni mirate, è presente in 23 Paesi con sei impianti produttivi e di R&S dislocati tra Europa, America e Africa: in Italia a Saluggia per i test nelle aree cliniche dell'infettività; in Germania nei pressi di Francoforte per l'oncologia e i marcatori cardiaci; in Usa a Stillwater, sede storica della Incstar dai tempi Fiat-Snia, per l'endocrinologia; a Dartford in Gran Bretagna e a Kyalami in Sudafrica per la produzione di test HIV della linea Murex, società del gruppo Abbott rilevata nel 2010; e in Irlanda a Dublino dopo l'acquisto nel 2008 della Biotrin, leader mondiale nei test Parvovirus per le patologie materno-fetali. Ed è proprio in Irlanda che si concentra la grande sfida futura di

⁴⁹ IL SOLE 24 ORE, 31.05.2011, pag 24

Diasorin: la diagnostica molecolare, un settore che vale circa 3 miliardi di dollari nel mondo con un tasso di crescita annuo oltre il 10%.

Il capitale sociale di DiaSorin è oggi composto da 55.698.264 azioni

6.2. Management buyout e le conseguenze

Una delle più importanti operazioni che l'azienda ha fatto e che viene ricordata anche oggi (nel 2010 si è festeggiato il 10-mo anniversario) fu il *management buyout* del 2000 che aiutò a rilevare la società.

Nel novembre 2000 l'American Standard, nell'ambito di un processo di revisione strategica del *business*, mise in vendita le attività del settore medicale. Un gruppo di *top managers* della DiaSorin, costituito da Carlo Rosa (attuale Amministratore Delegato e Direttore Generale), Antonio Boniolo, Chen Menachem Even e Stephen Gouze, sostenuto da un gruppo di azionisti finanziari: Snia Partecipazioni S.r.l., Interbanca S.p.A. e Interbanca Investimenti (fondo comune di investimento mobiliare chiuso), realizzò un'operazione di *management buyout*.

Oggi gli amministratori ricordano così l'evento:⁵⁰

Quando la società è stata venduta all'American Standard fatturava 100 milioni e ne guadagnava 10, dopo tre anni vendeva 90 milioni e ne perdeva quasi 10. Arrivò un nuovo *chief executive*, Federic M. Poses, che iniziò l'opera di smembramento. Con DiaSorin cosa fece?

Lo racconta in presa diretta Rosa: "Ci convoca a New York. Mi ricordo un sabato, noi eravamo in tre, tutti giovani trentenni, vestiti in blu per l'occasione. Ci fanno entrare dal nuovo Ceo. Ci troviamo davanti a Poses in tuta, scarpe da ginnastica, che addentava un muffin dopo l'ora di jogging fatta di primo mattino. Ci chiede i nostri nomi e poi ci dice senza tanti preamboli: "Proprio non comprendo cosa diavolo facciate qui. Io vi vendo".

⁵⁰ BERNACCHI, *Diasorin, hi-tech italiana con mentalità Usa: la storia di un successo*. Disponibile su: www.firstonline.it

Rosa e i suoi chiedono solo di poter partecipare all'asta. Vi si oppone Goldman Sachs che sconsiglia Poses di accettare la proposta. Alla fine però Poses acconsente a patto che Rosa e gli altri dirigenti presentino prima la lettera di dimissioni. Licenziati, ma l'offerta italiana prende corpo: valore 50 milioni di dollari. Con Rosa c'era Denegri, presidente della Piaggio, e altri giovani manager, oltre a Snia e Interbanca. Si fa l'asta.

A una settimana dalla chiusura, l'American Standard chiamava Rosa per avvertire che Diasorin era stata venduta, ma non a loro. A comprare era un gruppo americano diversificato nel biomedicale. Che però prima di mettere la firma voleva conoscere il management italiano. "Partiamo, siamo i soliti tre. Arriviamo nell'ufficio di questo nuovo Mister X. Attorno ha la solita schiera di avvocati. Ci dice: volevo incontrarvi per spiegarvi il mio piano. Si alza un suo collaboratore che proietta mezzora di slide. Finita la presentazione, il Ceo chiede il nostro parere. Io senza esitazione gli dico secco: "Per me è una sommatoria di cazzate che non stanno né in cielo né in terra. Vado a fare altro. Aspetto solo che ci congedi in malo modo, invece ci chiede di uscire solo perché voleva riflettere. Dopo dieci minuti, si apre la porta e ci dice: "Ho visto nei tuoi occhi quello che ho provato io a trent'anni quando fondai la mia azienda. Sono io a ritirarmi, perché voi farete certamente meglio di me".

Così nel novembre 2000 arrivava finalmente il giorno del *management buyout*.

Fatto il *MBO*, c'era da coprire il *gap* tecnologico dell'automazione per velocizzare le analisi.

"Per fortuna – spiega Rosa - avevamo già in tasca un preaccordo con una società tedesca l'Altana, proprietaria del gruppo di diagnostica Byk Sangtec, per metter mano alla tecnologia Clia (Chemiluminescent Immuno Assay) attraverso prima una *joint venture* Byk-Diasorin Diagnostic e poi con l'acquisto nel 2002 della stessa Byk Sangtec".

Già forte nella tecnologie Ria (Radio Immuno Assay) ed Elisa (Enzyme Linked Immuno Sorbent Assay) con la tecnologia Clia e la piattaforma Liaison ex Altana (oggi potenziata in quella Lx che garantisce una produttività superiore del 30%) la DiaSorin accelerò nello sviluppo di 50

nuovi prodotti nel giro di 5 anni, incrementando *l'export* della macchina in Europa e in America.

La principale motivazione che ha portato all'operazione era la consapevolezza delle potenzialità della società *target*, in un mercato che mostrava *trend* crescenti e nella convinzione delle capacità del *top management* di raggiungere i seguenti obiettivi prefissati:

- crescita del fatturato (tramite la realizzazione di nuovi prodotti e acquisizioni);
- incremento delle quote di mercato;
- riduzione dell'*acquisition financing* contratto per perfezionare l'operazione di *leveraged management buyout*.

Attraverso una successiva operazione di *releveraged*⁵¹, l'operazione ha subito un'importante evoluzione che ha visto l'uscita dalla catena di controllo della società *target* da parte di SNIA e la contestuale riorganizzazione dell'azionariato di DiaSorin. Oltre al rafforzamento del controllo da parte di Iniziativa Piemonte (passata dal 30% al 48%), è stato possibile permettere al *top management* di incrementare la partecipazione dal 10% al 22% valorizzando, così, la propria presenza e legame con la società.

In data 31 marzo 2005, Interbanca S.p.A.⁵², azionista DiaSorin ha ceduto la propria partecipazione pari al 15% alla società nel Marzo 2005 S.r.l. (*holding* di partecipazioni costituita da Iniziativa Piemonte (60%), Interbanca Gestioni Investimenti (15%) e dal *top management* (25%)).

⁵¹ Nuova operazione di *leveraged buyout*

⁵² Interbanca, Banca d'Affari del Gruppo Antonveneta, ha al suo interno un team di *private equity* dedicato ad investimenti diretti nel capitale di medie e grandi imprese. Interbanca ha una politica d'investimento principalmente orientata ad operazioni di MBO, MBI ed Expansion Capital.

L'operazione di *MBO* viene ricordata anche oggi come il momento cruciale per l'avvio del processo di crescita per la società e ha ricevuto tanti riconoscimenti e premi ben meritati. Tra questi nel 2005 Interbanca ha vinto il *Premio Claudio Demattè*⁵³ *Private equity of the year* per Diasorin nella categoria *Buyout*.

Questa fu solo la prima delle tante operazioni che seguirono e dopo 10 anni dall'operazione di *Mbo* DiaSorin ha registrato una costante crescita in termini di fatturato passando dai 90 milioni del 2000 ai 120 del 2003 fino ai 400 milioni nel 2010.

6.3. Fusioni e acquisizioni

Questo tipo di operazioni sono state fatte molto spesso nella storia dell'azienda sia per motivi di crescita che di riorganizzazione e miglioramento del portafoglio.

L'attività della Divisione DiaSorin inizia il proprio sviluppo all'interno del gruppo Fiat e, a partire dal 1986, all'interno del gruppo Snia, a seguito del conferimento del 75% del capitale di Sorin Biomedica S.p.A. in Snia S.p.A.

Nel corso degli anni ottanta, l'attività della Divisione DiaSorin continua a crescere sia in modo organico sia attraverso acquisizioni da parte di Sorin Biomedica S.p.A. di società operanti nel medesimo settore.

In particolare, nel corso del 1989, si segnala l'acquisizione di una partecipazione di controllo di INCSTAR Inc.(del 52%), società operante sul mercato della diagnostica in vitro statunitense, quotata sul mercato americano AMEX e con sede e sito produttivo in Stillwater – Minnesota (USA).

⁵³ La manifestazione è organizzata da Ernst&Young a Aifi (Associazione Italiana del *private equity* e del *venture capital*) con la collaborazione de il Mondo, Il Sole 24 ore e da Sda Bocconi: sono premiate ogni anno le migliori operazioni completate in Italia nelle tre categorie del *private equity* e *venture capital* (*Expansion, Buy out, Turnaround*).

Nel corso del 1997 Sorin Biomedica S.p.A., nell'ambito di un processo di rifocalizzazione delle attività del gruppo nell'area della cardiologia, decide di scorporare le attività afferenti alla diagnostica in vitro in una società che assume la denominazione di DiaSorin S.r.l. (già Sorin Diagnostics S.r.l.) che viene ceduta ad American Standard Inc ("ASI"). Parte integrante di questa operazione condotta da ASI è l'acquisizione sul mercato della quota di azioni di INCSTAR Inc. non ancora possedute da Sorin Biomedica S.p.A., la conseguente revoca delle azioni della stessa dalla quotazione al mercato AMEX e la modifica della denominazione sociale in DiaSorin US Inc⁵⁴.

Nel 2000 c'è stata l'operazione di *management buyout*. Tale operazione ha comportato, in una prima fase, l'acquisto da parte di FIN 2001 S.A., società di diritto lussemburghese di nuova costituzione, controllata pariteticamente da Iniziativa Piemonte S.p.A. e SNIA S.p.A. nonché da Interbanca S.p.A., Interbanca Investimenti e dai sopra citati *manager*, del 100% del capitale sociale di DiaSorin S.r.l. e, in una seconda fase, l'acquisto da parte di DiaSorin medesima delle partecipazioni di controllo in tutte le società del gruppo ASI attive nel Regno Unito, Brasile, Francia, Germania, Belgio e Spagna nella distribuzione dei suoi prodotti.

Nel 2001, la Società (al tempo DiaSorin S.r.l.) per poter accedere a tecnologia CLIA di ultima generazione, sottoscrive con Altana AG, una società farmaceutica tedesca che possedeva il gruppo Byk Sangtec, attiva nel settore dell'IVD, un contratto di licenza e distribuzione relativo alla tecnologia CLIA ed allo strumento LIAISON, di proprietà della stessa Altana AG, e avvia lo sviluppo di test eseguibili sul LIAISON nell'area clinica delle malattie infettive. Altana AG e DiaSorin S.r.l. costituiscono anche una *joint venture* commerciale, denominata Byk-DiaSorin Diagnostic GmbH, per la

⁵⁴ Dal Prospetto Informativo, pp 63-64

distribuzione dei rispettivi cataloghi sul territorio tedesco, fondendo le due reti commerciali precedentemente attive in Germania.

Più tardi, nel 2002, la società (al tempo DiaSorin S.r.l.) cogliendo l'importanza strategica del controllo della tecnologia CLIA, acquisisce da Altana AG le società del gruppo Byk Sangtec. In particolare, vengono acquisite:

- il 51% della Byk&DiaSorin Diagnostics GmbH – società commerciale tedesca responsabile della commercializzazione dei prodotti della Byk Sangtec GmbH, della Sangtec Medical SA e del Gruppo DiaSorin sul territorio tedesco;
- il 100% della Byk Sangtec GmbH – società manifatturiera e centro di ricerca con sede a Dietzenbach – Francoforte (Germania) responsabile dello sviluppo e della produzione di prodotti basati su tecnologia CLIA nelle aree terapeutiche dell'Oncologia, malattie della Tiroide e Fertilità;
- il 100% della Sangtec Medical SA (Svezia) – centro di ricerca responsabile dello sviluppo di prodotti basati su tecnologia CLIA nell'area terapeutica dell'Oncologia. I prodotti sviluppati in Svezia venivano poi manufatti nello stabilimento tedesco dalla Byk Sangtec GmbH;
- il 100% della Byk Diagnostica S.r.l. (Italia) – società commerciale italiana responsabile della distribuzione in Italia dei prodotti manufatti dalla Byk Sangtec GmbH.

A seguito di tale operazione, viene avviato un processo di ristrutturazione ed integrazione così riassumibile:

– le attività della Byk Diagnostica S.r.l. vengono incorporate nella DiaSorin S.r.l., attraverso la fusione per incorporazione della Byk Diagnostica S.r.l.

nella seconda, che porta, tra l'altro, alla creazione in Italia di una sola forza vendite;

– le attività della Byk&DiaSorin Diagnostics GmbH e della Byk Sangtec GmbH vengono incorporate attraverso la fusione delle due società in un'unica società che prende il nome di DiaSorin Deutschland GmbH, avendo in precedenza portato a termine un'operazione di ristrutturazione delle funzioni di *marketing* strategico e di ricerca e sviluppo trasferite nella sede di Saluggia della DiaSorin S.r.l.;

– le attività della Sangtec Medical SA (oggi DiaSorin AB) vengono concentrate sulla commercializzazione dei prodotti manufatti dal Gruppo DiaSorin nei paesi nordici con conseguente riduzione degli organici.

Nel giugno del 2003, DiaSorin S.r.l. viene trasformata in società per azioni assumendo la denominazione di DiaSorin S.p.A.

Sempre nel corso del 2003, vengono poste in essere alcune operazioni di riassetto societario del Gruppo finalizzate all'uscita dall'azionariato di Snia S.p.A., alla semplificazione della catena di controllo nonché al riassetto della struttura finanziaria dello stesso.

In particolare, in data 13 giugno 2003, la società Biofort S.p.A. (società che successivamente incorpora DiaSorin S.p.A. assumendone la denominazione sociale e partecipata dai soggetti indicati nella tabella che segue) acquista l'intero capitale sociale di DiaSorin S.p.A. detenuto da FIN 2001 S.A., società di diritto lussemburghese costituita nell'ambito dell'operazione di *management buyout* del 2000.

Il capitale sociale della Biofort S.p.A., al termine della suddetta operazione, risultava così ripartito:

Azionista	Numero azioni	%
Iniziativa Piemonte S.p.A.	1.376.784	47,98
Interbanca S.p.A.	430.436	15,00
Interbanca Investimenti ⁽¹⁾	430.436	15,00
Sarago S.r.l.	143.479	5,00
Antonio Boniolo	136.288	4,75
Carlo Rosa	136.288	4,75
Chen Even	136.288	4,75
Stephen Gouze	50.882	1,77
Ezio Garibaldi	28.692	1,00
Totale	2.869.573	100,00

(1)Fondo comune di investimento mobiliare chiuso gestito da Interbanca Gestione Investimenti SGR S.p.A. che, in data 7 agosto 2006, ha modificato la propria denominazione sociale in Iniziativa Gestione Investimenti SGR S.p.A.

Successivamente, al fine di snellire la struttura societaria, con efficacia a far data dal 31 dicembre 2003, Biofort S.p.A., a seguito della delibera dell'assemblea straordinaria dei soci del 18 settembre 2003 e dell'atto di fusione del 16 dicembre 2003, incorpora la già esistente DiaSorin S.p.A. assumendone la denominazione sociale.

In data 31 marzo 2005, Interbanca S.p.A., azionista DiaSorin con una partecipazione pari al 15% del capitale sociale, trasferisce, per un corrispettivo pari ad Euro 2,87 per azione, l'intera partecipazione detenuta a Marzo 2005 S.r.l. (successivamente trasformata in Marzo 2005 S.p.A.), società controllata da Iniziativa Piemonte S.p.A. e partecipata da alcuni azionisti di DiaSorin (Antonio Boniolo, Chen Even, Stephen Gouze) oltre che da Inta – Industria Nuovi Tessili Agugliati S.r.l. (società indirettamente controllata da Carlo Rosa), Carlo Callieri, Gian Alberto Saporiti e, a partire

dal dicembre 2005, da Interbanca Investimenti e Interbanca Investimenti Due (fondo comune mobiliare chiuso gestito da Interbanca Gestione Investimenti SGR S.p.A. che in data 7 agosto 2006, ha modificato la propria denominazione sociale in Iniziativa Gestione Investimenti SGR S.p.A.).

Nell'ottobre del 2006, la totalità delle azioni DiaSorin detenute da Marzo 2005 S.p.A. viene trasferita, per un corrispettivo pari ad Euro 7,39 per azione, a Finde Società Semplice, Interbanca Investimenti, Interbanca Investimenti Due, Inta – Industria Nuovi Tessili Agugliati S.r.l., Chen Even, Stephen Gouze, Carlo Callieri e Gian Alberto Saporiti.

Nel dicembre 2006, Sarago S.r.l. conferisce l'intera partecipazione detenuta in DiaSorin in Inta – Industria Nuovi Tessili Agugliati S.r.l. ad un valore di Euro 7,40 per azione, sulla base di una relazione giurata ai sensi dell'art. 2465 cod. civ.

A seguito delle suddette operazioni e fino alla Data del Prospetto Informativo, l'azionariato di DiaSorin risulta composto come segue:

Azionista	Numero azioni	%
IP Investimenti e Partecipazioni S.p.A. (già Iniziativa Piemonte S.p.A.) ⁽¹⁾⁽²⁾	23.989.353	47,98
IGI Investimenti (già Interbanca Investimenti)	7.834.460	15,67
IGI Investimenti Due ⁽³⁾	1.231.095	2,46
Finde Società Semplice ⁽²⁾	4.233.416	8,47
Inta – Industria Nuovi Tessili Agugliati S.r.l. ⁽⁴⁾	2.917.532	5,84
Antonio Boniolo	2.374.709	4,75
Carlo Rosa	2.374.708	4,75
Chen Even	2.598.936	5,20
Ezio Garibaldi	499.935	1,00
Stephen Gouze	940.702	1,88

Carli Callieri	502.577	1,01
Gian Alberto Saporiti	502.577	1,01
Totale	50.000.000	100,00

(1) Società controllata da Finde Società Semplice, che detiene il 58% del capitale. Il residuo 42% del capitale sociale è riconducibile alla famiglia Denegri di Torino.

(2) Alla Data del Prospetto Informativo, nessun soggetto controlla Finde Società Semplice, il cui capitale sociale è interamente detenuto da persone fisiche appartenenti alla famiglia Denegri di Torino.

(3) Fondi di investimento mobiliare chiusi gestiti da Iniziativa Gestione Investimenti SGR S.p.A., società interamente controllata da CIPA S.p.A. CIPA S.p.A. è controllata al 55% da Giorgio Cirila; il restante 45% del capitale è detenuto da Enrico Palandri (35%) e da Paolo Merlano (10%).

(4) Società indirettamente controllata da Carlo Rosa, per il tramite di Sarago S.r.l. di cui detiene il 99% del capitale sociale.

Nel 2008 è stato acquisito il gruppo irlandese Biotrin, leader mondiale nella diagnosi delle infezioni materno fetali causate dal Parvovirus. L'operazione, finanziata dalla Società interamente attraverso linee di credito in essere, ha richiesto un esborso di circa 25 milioni di Euro, di cui circa Euro 22 milioni al Closing ed Euro 3 milioni in deposito garanzia per 24 mesi. Il buon *cash flow* generato da Biotrin, sommato a quello di Diasorin, consentiranno il ripianamento in tempi brevi del debito generato per il finanziamento dell'acquisizione.

6.4. Ruolo del *management*

Questo aspetto è stato da sempre importantissimo all'interno dell'azienda.

Il gruppo dirigente della Società ha costituito e consolidato nel tempo un eccellente *know how* nel settore in cui opera il Gruppo, con particolare

riferimento alla capacità di interpretare i *trend* del mercato e del *business* in generale.

Il primo livello del *management* (Vice Presidente, Amministratore Delegato, Direzione Affari Internazionali, Presidente DiaSorin Nord America Inc) ha maturato oltre 15 anni di esperienza nel settore della diagnostica in vitro, alcuni di questi, anche in altri grandi gruppi industriali internazionali operanti nel settore. Inoltre gli stessi, a partire dall'operazione di *management buy out* del 2000, hanno guidato il Gruppo attraverso una fase di sviluppo e di crescita del *business* che ha consentito di incrementare i ricavi consolidati, di migliorare la redditività e di migliorarne la struttura finanziaria. Infine, alcuni degli attuali *manager* detengono una partecipazione rilevante nel capitale sociale della Società.

Alcuni membri del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente e dirigenti chiave detengono, direttamente e indirettamente, partecipazioni azionarie nel capitale sociale dell'Emittente ed in alcune società del Gruppo.

In particolare, Carlo Rosa possiede direttamente n. 2.374.708 azioni della Società pari al 4,75% del capitale sociale ed indirettamente, attraverso Inta – Industria Nuovi Tessili Agugliati S.r.l., (società nella quale ricopre la carica di amministratore unico e dallo stesso controllata attraverso Sarago S.r.l., società di cui detiene il 99% del capitale sociale), n. 2.917.532 azioni della Società pari al 5,84% del capitale. Questo detiene inoltre n. 1 azione in DiaSorin S.A. France, nonché una partecipazione pari all'1,00% del capitale sociale di DiaSorin Ltda Brazil e di DiaSorin Mexico S.A. de C.V.

Antonio Boniolo possiede n. 2.374.709 azioni della Società pari al 4,75% del capitale; detiene inoltre n. 1 azione in DiaSorin S.A. France, nonché lo 0,1% del capitale sociale di DiaSorin S.A. Belgium e di DiaSorin S.A. Spain.

Chen Even possiede n. 2.598.936 azioni della Società pari al 5,20% del capitale, nonché detiene 1 azione in DiaSorin S.A.

France e Ezio Garibaldi possiede n. 499.935 azioni della Società pari al 1% del capitale.

Si segnala, infine, che il dirigente Stephen Gouze, amministratore di DiaSorin Inc., possiede n. 940.702 azioni della Società pari al 1,88% del capitale.

6.5. Piani di *stock option*⁵⁵

6.5.1 Piano di *Stock Option* 2004-2008

Il 25 marzo 2004 il Consiglio di Amministrazione di DiaSorin ha approvato un piano di incentivazione azionario (il "*Piano di Stock Option 2004-2008*"), riservato a amministratori e dipendenti della Società che al momento dell'assegnazione delle opzioni erano titolari di un rapporto di lavoro subordinato a tempo indeterminato ovvero rivestivano la carica di amministratore, al fine di incentivare i beneficiari alla concretizzazione del progetto di quotazione in borsa della Società, nonché al fine di fidelizzare i medesimi in modo tale da superare con successo la fase di transizione industriale e manageriale che consegue alla quotazione.

Il Piano di *Stock Option* 2004-2008 prevedeva l'attribuzione gratuita di massime n. 5.000.000 opzioni valide per la sottoscrizione di un corrispondente numero di azioni DiaSorin di nuova emissione del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo di sottoscrizione pari a Euro 1,30 ciascuna.

La tabella che segue indica il numero di *stock option* assegnate agli amministratori e ai principali dirigenti chiave dell'Emittente e delle società del Gruppo nell'ambito del *Piano di Stock Option* 2004-2008:

⁵⁵ Dal *Prospetto informativo*, pp. 178-182

Soggetto	Numero opzioni
Carlo Rosa	900.000
Antonio Boniolo	900.000
Chen Even	900.000
Stephen Gouze	900.000
Andrea Senaldi	960.000

Le restanti opzioni sono state assegnate a 12 dipendenti della Società e di società del Gruppo DiaSorin.

L'efficacia dell'atto di assegnazione dei diritti di opzione è stata sospensivamente condizionata all'avvenuta ammissione alle negoziazioni presso la Borsa telematica italiana o altro mercato regolamentato delle azioni ordinarie della Società entro il 31 dicembre 2008 purché il valore economico della Società risultante dal collocamento individui un determinato *Internal Rate of Return* (IRR) per gli azionisti.

Il periodo per l'esercizio dei diritti di opzione:

- in caso di ammissione alle negoziazioni presso MTA compreso tra il primo giorno del mese solare successivo alla data di ammissione
- in caso di mancata quotazione della Società ciascun beneficiario poteva esercitare, in tutto o in parte, i diritti di opzione qualora:

(a) entro il 31 dicembre 2008, gli azionisti della Società pongano in essere una qualsivoglia operazione che comporti la cessione a terzi da parte degli azionisti di una quota di partecipazione nella Società superiore al 50% del capitale sociale della medesima ovvero la cessione della azienda da parte della Società, purché tali cessioni permettano la realizzazione di un determinato IRR; ovvero

(b) la Società raggiunga, successivamente al 31 dicembre 2007, un determinato valore economico.

Il periodo per l'esercizio dei diritti di opzione:

- nel caso sub (a): compreso tra il giorno seguente la data della comunicazione ai beneficiari della cessione (comunicazione da effettuarsi, da parte degli azionisti ovvero del Consiglio di Amministrazione entro sette giorni dall'avvenuta stipula di un contratto vincolante per le parti) e il quindicesimo giorno successivo;
- nel caso sub (b): decorrerà a partire dalla data della comunicazione da parte del Consiglio di Amministrazione dell'avvenuto raggiungimento del richiesto valore economico.

I termini di assegnazione delle azioni ai beneficiari e quello di pagamento del prezzo di esercizio da parte dei beneficiari nel caso sub (a) scadranno, rispettivamente, nel giorno di perfezionamento della operazione di cessione e nella data di regolamento tra le parti del corrispettivo dell'operazione, mentre nel caso sub (b) scadranno entrambi il 31 dicembre 2008.

6.5.2 Piano di *Stock Option* 2007-2012

L'Assemblea Ordinaria del 26 marzo 2007, ha deliberato l'adozione di un nuovo piano di incentivazione azionario e del relativo regolamento, a beneficio di dirigenti e dipendenti, specificamente individuati, di DiaSorin e delle società dalla stessa controllate ("Piano di *stock option* DiaSorin S.p.A." (il "Nuovo Piano")).

L'Assemblea Straordinaria del 26 marzo 2007 ha deliberato di delegare, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, ad aumentare, anche frazionatamente, in una o più volte, entro il termine del 26 marzo 2012, il capitale sociale per massimi complessivi Euro 1.000.000, mediante emissione di n. 1.000.000 di azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, a godimento regolare, da offrire in sottoscrizione, a pagamento, con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 8, del Codice Civile, a dirigenti e dipendenti di DiaSorin e delle

società dalla stessa controllate, ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni dell'Emittente sul MTA, nel periodo intercorrente tra la Data di Assegnazione delle Opzioni e lo stesso giorno del mese solare precedente (valore normale). La competenza per la esecuzione del Nuovo Piano spetta al Consiglio di Amministrazione, il quale avrà il potere, secondo quanto previsto nel Regolamento, di determinare i beneficiari, il numero di Opzioni da assegnare, le date di esercizio delle Opzioni e di assumere ogni altra deliberazione necessaria per la migliore amministrazione ed attuazione del Nuovo Piano.

Le Opzioni saranno esercitabili secondo quanto previsto dal Regolamento e dal contratto di opzione e, in ogni caso, ad una data non anteriore al compimento del terzo anno dalla data di assegnazione o nella successiva data indicata nel contratto di opzione ("Data Iniziale di Esercizio"). Per quanto riguarda le conseguenze della cessazione del rapporto di lavoro o di amministrazione prima dell'esercizio delle Opzioni è prevista l'applicazione delle seguenti regole. A tal fine:

a) per "Giusta Causa" si intende (i) la violazione da parte del Beneficiario di norme di legge inerenti il rapporto di lavoro; (ii) la condanna penale del Beneficiario per delitto doloso o colposo;

b) per "*Bad Leaver*": si intendono le ipotesi di cessazione del Rapporto per: (i) licenziamento del Beneficiario dovuto al ricorrere di una Giusta Causa; (ii) dimissioni volontarie del Beneficiario non giustificate dal ricorrere di uno degli eventi menzionati ai punti (ii) e (iii) del successivo punto c);

c) per "*Good Leaver*": si intendono le ipotesi di cessazione del Rapporto per: (i) licenziamento senza Giusta Causa; (ii) recesso dal rapporto di lavoro causato da inabilità fisica o psichica (dovuta a malattia o ad

infortunio) del Beneficiario che comporti un periodo di inabilità al lavoro superiore a 6 (sei) mesi; (iii) decesso del beneficiario; (iv) collocamento in quiescenza del Beneficiario; (v) perdita della condizione di Controllata da parte della società datrice di lavoro del Beneficiario.

In caso di cessazione del rapporto, prima dell'esercizio delle Opzioni dovuta:

- ad una ipotesi di *Bad Leaver*, tutte le Opzioni Assegnate al beneficiario decadranno automaticamente e saranno private di qualsivoglia effetto e validità, con conseguente liberazione della Società da qualsiasi obbligo o responsabilità nei confronti del beneficiario.
- ad una ipotesi di *Good Leaver*, il beneficiario manterrà il diritto di esercitare le Opzioni assegnate in numero proporzionale alla durata del rapporto successivo alla data di assegnazione rispetto al periodo intercorrente fra la data di assegnazione e la Data Iniziale di Esercizio.

Le Opzioni non esercitabili si estingueranno automaticamente con conseguente liberazione della Società da qualsiasi obbligo o responsabilità.

Resta inteso nel caso in cui la società datrice di lavoro perda la condizione di controllata, le Opzioni esercitabili in ipotesi di *Good Leaver* dovranno essere esercitate a pena di decadenza entro:

- (a) il 30° giorno di calendario successivo alla Data Iniziale di Esercizio ovvero se posteriore
- (b) il 30° giorno di calendario successivo alla cessazione della condizione di controllata.

Nel caso in cui, a seguito di mutamento del controllo della Società rispetto a quanto esistente alla data di ammissione a negoziazione delle azioni sul

MTA, le stesse non siano più ammesse a quotazione (c.d. *delisting*), i beneficiari avranno diritto, dandone comunicazione alla Società entro 15 giorni dalla data in cui le azioni non sono più ammesse a quotazione, di chiedere il pagamento per ciascuna Opzione posseduta di un corrispettivo pari alla differenza tra l'ultimo valore registrato dall'Azione sul MTA ed il prezzo di esercizio. Tale corrispettivo dovrà essere maggiorato di un importo pari all'eccedenza dell'effetto fiscale negativo effettivo relativo all'anzidetta differenza rispetto all'effetto fiscale negativo teorico derivante dalla cessione dell'Azione, qualora fosse stata esercitata l'Opzione assegnata, determinato sulla base di un prezzo di cessione pari all'ultimo valore registrato dall'Azione sul MTA. L'esercizio di tale facoltà da parte dei beneficiari comporterà l'inefficacia e la decadenza delle Opzioni assegnate. Il Nuovo Piano e tutti i diritti e obblighi dallo stesso derivanti sono sospensivamente condizionati alla circostanza che le azioni DiaSorin siano ammesse a negoziazione sul MTA entro e non oltre il 31 dicembre 2007.

Esercitate le stock options da parte dei managers chiave della Diasorin s.p.a.⁵⁶

Saluggia, lì 16 settembre 2010. In data 14 settembre 2010 sono state sottoscritte n. 482.500 azioni ordinarie di nuova emissione rivenienti dall'esercizio delle opzioni di acquisto assegnate ai managers del Gruppo beneficiari ai sensi del Piano di Stock Option 2007 – 2012 approvato dall'Assemblea degli Azionisti della Società in data 26 marzo 2007. Alla data odierna risultano altresì sottoscritte circa n. 50.000 azioni ordinarie di nuova emissione da altri dirigenti e dipendenti chiave della Società e delle sue controllate.

6.6. La quotazione

DiaSorin si è quotata in Borsa il 19 luglio 2007 nel segmento STAR⁵⁷, tramite un'OPV con collocamento sul mercato del 35% del capitale.

⁵⁶ Comunicato stampa, disponibile su www.diasorin.it

In occasione della quotazione Interbanca uscì definitivamente dall'azionariato.

Azionisti pre e post IPO:

	% Pre IPO	% Post IPO
IP Investimenti e Partecipazioni s.r.l.	56,4	42,3
IGI Investimenti	15,7	-
IGI Investimenti Due	2,5	-
Carlo Rosa	10,6	8,7
Antonio Boniolo	4,7	3,6
Chen Menachem Even	5,2	4,5
Ezio Garibaldi	1,0	-
Stephen Gouze	1,9	1,7
Carlo Callieri	1,0	-
Gian Alberto Saporiti	1,0	-
Altri managers	-	1,0
Mercato	-	38,2
Totale	100,0	100,0 ⁵⁸

3 anni dopo la quotazione l'azienda fu promossa tra le *blue chip*⁵⁹ italiane e dal 20 dicembre 2010 è entrata nel paniere dell'indice FTSE MIB. Questo ha rappresentato un chiaro riconoscimento dei successi conseguiti in termini di crescita e sviluppo. Inoltre, l'11 luglio 2011 ha avviato, d'intesa con Borsa Italiana, gli adempimenti richiesti per ottenere l'esclusione a titolo volontario dalla qualifica STAR mantenendo comunque il rispetto dei principi di *Corporate Governance* ed i requisiti di trasparenza nella comunicazione di cui al segmento STAR.

Il Comunicato Stampa del 11/07/2011:

“ DIASORIN S.P.A., GIÀ PROMOSSA NELL'INDICE FTSE MIB, CHIEDE, A TITOLO VOLONTARIO, L'ESCLUSIONE DAL SEGMENTO “STAR”

⁵⁷ Il segmento Star del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di:

- > Alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa;
- > Alta liquidità (35% minimo di flottante);
- > Corporate Governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli standard internazionali.

⁵⁸ Fonte www.mbres.it a cura della Direzione di Diasorin S.p.A

⁵⁹ Il segmento *Blue Chip* del mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle società appartenenti agli indici S&P/MIB e Midex e alle altre società che hanno una capitalizzazione superiore ad un miliardo di euro.

Saluggia, 11 luglio 2011 - In data odierna, DiaSorin S.p.A., recentemente promossa nell'indice FTSE MIB e perseguendo il migliore interesse della Società, ha avviato, d'intesa con Borsa Italiana, gli adempimenti richiesti per ottenere l'esclusione a titolo volontario dalla qualifica STAR, riconosciutale con decorrenza dal 19 luglio 2007, quale data iniziale di ammissione alle negoziazioni delle azioni ordinarie nei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

L'inserimento nell'indice FTSE MIB a partire dal 20 dicembre 2010 ha rappresentato per DiaSorin S.p.A. un chiaro riconoscimento dei successi conseguiti in termini di crescita e sviluppo nell'ultimo decennio, garantendone un ruolo di primaria importanza nel mercato azionario italiano, già evidenziato dall'appartenenza al segmento STAR.

In un'ottica di continuità, la Società rende noto di volere comunque mantenere il rispetto verso i principi di Corporate Governance ed i requisiti di trasparenza nella comunicazione di cui al segmento STAR, conservando i relativi standard di trasparenza e di governo societario a garanzia di tutti gli investitori e continuando ad osservare le procedure di Corporate Governance e le best practise ad oggi adottate. Conseguentemente all'uscita dal segmento STAR, la Società dismetterà l'impiego dello Specialist, con effetto dal 19 luglio 2011, quale data di scadenza dell'attuale mandato all'uopo conferito a Mediobanca S.p.A.”⁶⁰

6.7. Analisi Diasorin

Il capitale sociale di DiaSorin è oggi composto da 55.698.264 azioni⁶¹.

<i>Azionisti DiaSorin</i>	<i>% del capitale sociale</i>
FINDE S.S. (anche per tramite della IP s.r.l.)	43,79
Rosa Carlo (anche per tramite della Sarago s.r.l.)	8,45
Chen Menachem Even	4,48
Threadneedle Asset Management Holding Ltd	2,59
Mercato	40,69
Totale	100,00

L'azienda mostra una rischiosità inferiore alla media del mercato (beta minore di 1) che riflette la stabilità e anticiclicità del business in cui opera.

Negli ultimi 3 anni il titolo DiaSorin ha registrato una *performance* del 145,5% contro il -25,9% dell'indice FTSE Mib; l'andamento del triennio è stato quasi sempre crescente con una iniziale fase di stabilità (luglio 2008- gennaio 2009) seguita da una fase di forte crescita (gennaio 2009- giugno

⁶⁰ Comunicato stampa disponibile su www.diasorin.it

⁶¹ Fonte: *Assemblea ordinaria azionisti* del 28 aprile 2011.

2010) ed una nuova fase di stabilizzazione dei corsi (ultimi 12 mesi) caratterizzata però anche da una maggiore volatilità.

Dati Finanziari

	2008	Var %	2009	Var %	2010
Totale Ricavi	244,612	24,33 %	304,129	33,02%	404,547
MOL	85,618	43,24 %	122,640	36,26%	167,112
Ebitda margin	35,002		40,325		41,308
MO netto	70,790	48,95 %	105,442	38,01%	145,517
Ebit Margin	28,94		34,67		35,97
Risult. Ante Imp.	59,887	71,55 %	102,737	41,07%	144,932
Ebt Margin	24,48		33,78		35,83
Risultato Netto	37,459	87,00 %	70,047	29,08%	90,418
E-Margin	15,31		23,03		22,35
PFN (Cassa)	19,763	-156,83 %	-11,231	194,43 %	-33,067
Patrimonio Netto	154,147	41,33 %	217,855	45,02%	315,936
Capitale Investito	173,910	18,81 %	206,624	36,90%	282,869
ROE	24,30		32,15		28,62
ROCE	40,705		51,031		51,443

Commento ai dati di bilancio

Nel triennio 2008-2010 DiaSorin ha mostrato una crescita del fatturato del 65,4% mentre il margine operativo lordo è quasi raddoppiato a 167,1 milioni di Euro in presenza di margini in crescita di oltre 6 punti percentuali. Forte crescita anche per il risultato operativo (+105,6%) e il risultato netto (+141,4%). La redditività vede il raggiungimento di nuovi massimi per il ROI al 51,4% (+11 punti nel triennio) mentre il ROE si attesta al 28,6% dopo aver superato quota 32% nel 2009. Dal punto di vista patrimoniale si registra una disponibilità di cassa di circa 33 milioni (+53 milioni nel triennio)⁶².

⁶² *Analisi Diasorin* su www.evaluation.it

Ultimi Sviluppi : nel I trimestre 2011 i ricavi crescono del 28,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, il margine operativo lordo è di 50 milioni (+38,4%) e l'utile netto raggiunge i 28,5% in crescita del 45,9% sul I trimestre 2010

Nella comparazione con le principali aziende italiane quotate operanti nel settore farmaceutico - medicale DiaSorin risulta nella media sulla base del rapporto *Price/Earnings* (Prezzo Utili) mentre è quella più cara per quanto riguarda il *Price/Book Value* (Prezzo/Valore Contabile). Il rendimento da dividendi è nella fascia medio bassa (poco sotto l'1%).

Plus e Minus:

Opportunità : settore ad alta crescita, lancio di nuovi prodotti e possibile ingresso in nuovi segmenti

Rischi : dimensioni ancora limitate rispetto ai concorrenti a livello internazionale, possibile incremento della concorrenza

*Analisi titolo Diasorin:*⁶³



Secondo quanto riferito da Morgan Stanley⁶⁴, DiaSorin propone una crescita organica del 10/15% con alti margini, il gruppo tratta su una stima di *price/earning* 2010-2013 a un anno di 14,9 volte, con un tasso

⁶³ Da www.evaluation.it

⁶⁴ Su www.piazzaffari.info

aggregato annuo di crescita dell'utile per azione del 17%, contro le 18,5 volte dei rivali con un tasso aggregato annuo di crescita del 10%. Per il periodo 2011-2014 si stima un incremento dell'utile per azione di DiaSorin del 14%. Questo sta ad indicare che il titolo è quotato più o meno al prezzo giusto, a differenza dei *competitor* che vengono sopravvalutati sul mercato.

DiaSorin e *Screen service broadcasting technologies*, due aziende eccellenti del made in Italy e due modelli di Pmi globali: sono le società a cui Mediobanca ha consegnato i premi 2011 per le imprese dinamiche, a Diasorin per la classe senior e a *Screen service broadcasting technologies* (Ssbt) per la sezione *junior*⁶⁵. Il premio intende contribuire alla formazione dei dirigenti delle medie imprese indicando storie di successo di quelle società appartenenti al cosiddetto Quarto capitalismo.

⁶⁵ *Premi Mediobanca*, Il sole 24 ore, 2011, su www.screen.it

Conclusione

Quando un'azienda decide di crescere sa che vuole arrivare ad un certo livello di sviluppo ma non sa ne se riuscirà ad arrivare veramente ne come di preciso lo farà. Quando si prende questa decisione si inizia un lungo cammino.

Un cammino che può avere vari sentieri e la scelta difficile non sta nel decidere di intraprenderlo ma nello scegliere la strada giusta. Le strade sono tante e in questa tesi ho provato a spiegare brevemente i passi per ognuna delle strade approfondite. I modelli evolutivi dell'impresa suggeriscono un riferimento cartesiano entro cui collocare le traiettorie di crescita.

I modi per crescere sono molti di più rispetto a quelli studiati in questo lavoro e la prima grande scelta che un decisore è intrapreso a fare deve essere nell'analizzare quello che si è e si ha e scegliere il percorso da seguire tra i tanti possibili.

E solo dopo questo si deve iniziare a lavorare per far andare a buon fine il lavoro deciso. Cosa non facile vista la velocità con cui le cose cambiano nell'ambiente di oggi e quindi la difficoltà di prevedere il giusto avvenire.

Ogni impresa deve trovare una propria, originale traiettoria nello spazio tridimensionale dello sviluppo.

DiaSorin ha fatto tutto questo e lo ha fatto bene. I *manager* della società a cominciare dal primissimo, Umberto Rosa, che ha creduto nel suo sogno, non ha mai rinunciato e ha lottato per portare a buon fine il suo progetto e a continuare con tutti gli altri *manager* all'interno della società che non hanno mai lasciato questa e hanno sempre saputo fare le scelte giuste ma soprattutto nel momento giusto.

Cosa non facile in un settore come quello della diagnostica dove nulla è certo e nulla si può prevedere facilmente.

Ma DiaSorin è una delle tante prove che dimostra che tutto è possibile quando alla guida ci sono le persone giuste che fanno le cose per il bene della società e delle persone che lavorano al suo interno.

Lo hanno fatto fino ad oggi e sicuramente lo faranno anche in futuro. Le previsioni per questa società sono tutt'altro che positive e sicuramente ci sorprenderà ancora non molto lontano nel tempo.

Sicuramente si faranno ancora molte operazioni per far crescere ancora di più questa azienda perché lo spazio e le risorse per farlo ci sono.

BIBLIOGRAFIA:

ALBERTI FERNANDO, *La crescita delle PMI. Linee interne e linee esterne.*

Disponibile su: <http://idisk.mac.com/falberti-Public/MODULO%205B.pdf>

BERENSCHOT B., *Modelli di management. Idee e strumenti*, Pearson Italia S.p.a., 2005

BOWER JOSEPH L. , *Not All M&As Are Alike-and That Matters*, Harvard Business Review 79, no. 3 , 2001

CAMPAGNOLO D., COSTA G., *M&A e creazione di valore: l'importanza di intangibili e leadership*, Tinconzero (Online), 2008. Disponibile su: <http://www.tinconzero.info/home.asp?nr=87>

CLEMENTI MAURIZIO, LUSCHI GIOVANNI, TOM ALBERTO, *Le operazioni di leveraged buy out: aspetti legali, tributari e finanziari*, Ipsoa, 2006

CORTESI A., ALBERTI F. e SALVATO C., *Le piccole imprese. Struttura, gestione, percorsi evolutivi*, Ed. Carocci, Roma, 2004

CORTICELLI RENZO: *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè editore, 1986

FERRAIO MARIO CARLO, *Finanza per un'imprenditorialità diffusa*. In : *MANAGEMENT Buy out : strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa / a cura di Mario Carlo Ferrario*, Torino: ISEDI: Petrini, 1991

FONTANA FRANCO, STEFANO BOZZI, *Il ruolo delle stock options e degli altri strumenti a base azionaria*, Luiss University Press, 2008

FRANCIONE MARISA E GIANFRATE GIANFRANCO, *Questione di leadership. Intervista ai protagonisti del business italiano*, Etas Libri, Milano, 2008

FUBINI DAVIDE; PRICE COLLIN; ZOLLO MAURIZIO, *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, Egea, 2008

GARAVINI CHIARA, *La quotazione in borsa come fattore di sviluppo*, in *Lo sviluppo delle imprese tra opportunità e vincoli*, Università degli studi di Parma, a cura di GIUSEPPE GALASSI, Giuffrè Editori, Milano, 2001

GOLZIO LUIGI ENRICO, *Fusioni e acquisizioni tra imprese: Relazioni pericolose o virtuose?* Disponibile su:

http://www.ticonzero.info/articolo.asp?art_id=3243

GRANDINETTI ROBERTO – NASSIMBENI GUIDO, *La dimensione della crescita aziendale*, Franco Angeli, 2007

GREINER LARRY, *“Evolution and Revolution as Organizations Grow”*, Harvard Business Review, 1972

IRRERA MAURIZIO, *Profili di governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Giuffrè Editore, 2009

MONTEZZEMOLO LUCA CORDERO DI, *Ragionevolezza e flessibilità delle regole per sostenere la crescita delle imprese italiane attraverso la quotazione in borsa*. In *Imprese e investitori; Crescita, tutele, interessi* a cura di GIAN DOMENICO MOSCO e FRANCESCO VELLA, 318 Quaderni di giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, Roma, 2007

MYRON J. ROOMKIN, *Il manager Imprenditore o lavoratore dipendente*, Edizioni Progetti Manageriali s.r.l., Oxford University Press, 1990

PARALUPI A., *Ammissione a quotazione, emittenti quotati ed emittenti diffusi*. In: AMOROSINO SANDRO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè editore, Milano, 2008

PERRONE VINCENZO, *Fusioni e acquisizioni: istruzioni per l'uso*. Disponibile su: http://www.ticonzero.info/articolo.asp?art_id=3238

ROSSI ALESSANDRO, CAMPAGNOLO DIEGO, *Crescita e creazione di valore: istruzioni per l'uso*, No.110/2010. Disponibile su: <http://www.ticonzero.info/articolo/crescita-e-creazione-di-valore-istruzioni-per-l-uso/1736/>

STEFFENS, DAVIDSSON, JASON, *Performance Configuration Over Time: Implications for Growth – and Profit-Oriented Strategies*, prima pubblicazione online dell'articolo 2009

TALIENTO M., *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio. Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, Quaderni Monografici Rirea n.23, 2004

TARRINI, *Prima e dopo la quotazione*. In *Economia & giornalismo Guida ai segreti e ai nuovi profili della comunicazione economica*, a cura di PIERO MEUCCI e LUCA PAOLAZZI

TOMBESI FABIO, *Leadership e stili di management: Leaders si nasce o si diventa?* No. 101/2009. Disponibile su: http://www.ticonzero.info/wp-content/pdf/0101_People_Tombesi.pdf

TORRINI LEONARDO, *Prima e dopo la quotazione*. In *Economia e Giornalismo. Guida ai segreti e ai nuovi profili della comunicazione economica*, a cura di PIERO MEUCCI e LUCA PAOLAZZI, Il Sole 24ore, 2005

VESIN G. GIANFRATE, *L'impatto della riforma del Diritto Societario sulle operazioni di finanza straordinaria*, in *Economia & Management*, n.2. 2003

YUKL GARY, *Leadership in Organizations*, Prentice Hall, 2002

SITOGRAFIA:

Benefici e costi della quotazione, su : <http://www.piazzaffari.info/sbarco-in-borsa/benefici-e-costi-della-quotazione.html>

Guide alla quotazione, Borsa Italiana. Disponibile su:

<http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.htm>

La crescita (o sviluppo), su:

<http://www.pmifinance.it/show8781.html?page=4531>

La parte riguardante l'azienda:

Analisi Diasorin. Disponibile su:

<http://www.evaluation.it/downloads/titolodellasettimana/Analisi-borsa-Diasorin.pdf>

BERNACCHI ALDO, *Diasorin una storia di successo*, Firstonline, 2011.

Disponibile su: <http://www.firstonline.info/a/2011/06/03/diasorin-hi-tech-italiana-con-mentalita-usa-la-storia-di-un-successo/661a3910-1b1f-43bc-90e4-d72f93009393>

BOMBARDIERI ALESSANDRO, *Copertura Diasorin avviata da Morgan*

Stanley, 2011. Disponibile su: <http://www.piazzaffari.info/borsa-italiana/copertura-diasorin-avviata-da-morgan-stanley.html>

Comunicati stampa disponibili su: www.diasorin.com

Diasorin S.p.A., a cura della Direzione di Diasorin S.p.A. Disponibile su:

http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/DiaSorin.pdf

Finanza World; La comunità della finanza democratica. Disponibile su:

<http://www.finanzaworld.it/content/read/9795/diasorin-una-storia-di-successo>

IL SOLE 24 ORE, *Premi Mediobanca a Diasorin e Ssbt*, 2011. Disponibile su:

<http://www.screen.it/node/3331>

Prospetto informativo per la quotazione. Disponibile su:

http://www.diasorin.com/files/Investor%20Relations/Documenti%20societari/prospetto_Diasorin.pdf

Pubblicazioni AIFI, Premio Claudio Demattè. Disponibile su:

<http://www.aifi.it/IT/PDF/Pubblicazioni/Premio/Vincitori2005.pdf>

<http://www.aifi.it/IT/PDF/StorieSuccesso/CategoriaBuyOut2005.pdf>

Studi di ricerca:

L'impatto economico dei management leveraged buy-out. Research paper

A.I.F.I. , 2001. Disponibile su:

http://www.aifi.it/IT/PDF/Pubblicazioni/Collana/Quaderno_11.PDF

Il mercato italiano del buy out anno 2000-2001 : studio realizzato da un gruppo di ricerca dell'**Università Carlo Cattaneo** – LIUC con il supporto di

Deloitte & Touche Tohmatsu Corporate Finance. Disponibile su:

http://www.privateequitymonitor.it/attach/20060530_172550_230310_092523.pdf