

**Dipartimento di
Impresa e Management**

**Corso di Studi
Amministrazione, Finanza e Controllo – Aziendale**

**Titolo
Il Leveraged Buy-Out:
analisi ed effetti dell'operazione.
Il caso Seat Pagine Gialle S.p.a.**

Relatore

Chiar.mo Prof. Eugenio Pinto

Correlatore

Chiar.mo Prof. Riccardo Tiscini

**Candidato
Davide Palumbo
736011**

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Il Leveraged Buy-Out: analisi ed effetti dell'operazione. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.a.

Introduzione.....	5
1. Le operazioni straordinarie d'impresa.....	8
1.1. Cenni introduttivi.....	8
1.2. La cessione/acquisizione d'azienda.....	10
1.2.1. Inquadramento dell'operazione e disciplina normativa.....	10
1.2.2. Descrizione dell'operazione.....	13
1.3. La fusione.....	19
1.3.1. Inquadramento dell'operazione e disciplina normativa.....	19
1.3.2. Descrizione dell'operazione.....	31
2. Il Leveraged Buy-Out: caratteristiche e struttura dell'operazione.....	38
2.1. Descrizione dell'operazione e cenni storici.....	38
2.2. Presupposti ed attori di un'operazione di <i>Leveraged Buy-Out</i>.....	44
2.3. Identificazione della società <i>Target</i>.....	48
2.4. Caratteristiche e struttura del finanziamento.....	53
2.5. Costituzione di una <i>NewCo</i>, acquisizione ed incorporazione della <i>Target</i>.....	57
2.6. Ripianamento del debito.....	67
3. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.a.....	72
3.1. I due <i>Leveraged Buy-Out</i> che hanno coinvolto Seat.....	72
3.2. Effetti delle due operazioni a confronto.....	82
Conclusion.....	92
Bibliografia e Sitografia.....	95
Tabelle e Grafici.....	98
Ringraziamenti.....	100
Riassunto.....	102

INTRODUZIONE

Introduzione

Per la conclusione del mio percorso universitario, ho deciso di descrivere ed analizzare una fattispecie del mondo della finanza e, più nello specifico, del mondo della finanza straordinaria d'impresa, a mio avviso molto particolare ed allo stesso tempo affascinante, ovvero il cosiddetto *Leveraged Buy-Out* (LBO).

Stando alla definizione presente all'interno della sezione "Glossario Finanziario" del sito web di "Borsa Italiana", il *Leveraged Buy-Out* rappresenta l'acquisizione di un'azienda facendo ricorso in maggioranza all'indebitamento ed in minoranza ad una quota di capitale proprio; l'indebitamento, poi, sarà ripagato mediante l'utilizzo degli utili o dei flussi di cassa generati dall'azienda acquisita o mediante la dismissione di parti dell'attivo o di rami di business della stessa che non saranno ritenuti attinenti al cosiddetto *core business*. Generalmente, l'operazione di acquisto e di successiva fusione per incorporazione (motivo per cui spesso il *Leveraged Buy-Out* viene considerato un sinonimo del cosiddetto *Merger Leveraged Buy-Out*) avvengono mediante la costituzione di una nuova entità giuridica, denominata *NewCo*, che dapprima procederà all'acquisizione dell'azienda obiettivo, definita *Target*, per poi integrarla al proprio interno e trasferire alla stessa l'intero indebitamento, andando a sfruttare il cosiddetto effetto leva.

La particolarità di questo tipo di operazioni risiede nel fatto che esse devono avere ad oggetto società *Target* che hanno una solida struttura patrimoniale o che presentano molteplici aree in cui è possibile apportare dei miglioramenti, in virtù del fatto che le azioni delle medesime società saranno poi poste, da parte della *NewCo*, a garanzia dei finanziamenti ricevuti.

Sulla base di tali presupposti, è facile identificare una serie di *pro* e di *contro* relativi all'operazione.

Tra i *pro* troviamo sicuramente il fatto che l'operazione, nonostante l'elevato rischio alla stessa associato, rappresenta un importante motore di sviluppo per le società, essendo in grado di abbattere o quantomeno di ridurre le cosiddette barriere d'ingresso all'interno dei vari settori e semplificando l'immissione di capitali all'interno delle società, favorendo un incremento della liquidità e dell'efficienza delle stesse.

Tra i *contro*, invece, non si può non considerare il fatto che la concessione dei finanziamenti e quindi il buon esito dell'intera operazione si fondano su un processo di valutazione dell'azienda *Target* che, se viene svolto in modo corretto e razionale, può portare ottimi risultati, mentre se viene svolto in modo troppo superficiale, può produrre effetti negativi, quali ad esempio l'impossibilità per l'azienda di far fronte al rimborso del debito con successiva svalutazione o,

in casi estremi, fallimento della stessa e conseguente perdita dei capitali sia per gli azionisti che per i creditori.

Nel presente elaborato, il primo capitolo sarà dedicato alla descrizione delle operazioni straordinarie d'impresa, con particolare riguardo all'acquisizione ed alla fusione, entrambe utilizzate all'interno delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* o di *Merger Leveraged Buy-Out*; il secondo capitolo, invece, sarà dedicato alla descrizione ed all'analisi del *Leveraged Buy-Out*, delle diverse fasi che compongono l'operazione, delle parti coinvolte all'interno della stessa, delle diverse tipologie di *Buy-Out* esistenti e dei diversi metodi di valutazione d'azienda che possono essere utilizzati; il terzo capitolo, infine, sarà dedicato all'analisi del caso Seat Pagine Gialle S.p.a., azienda che nel corso degli anni è stata sottoposta a ben due operazioni di *Leveraged Buy-Out* che, come vedremo, hanno prodotto effetti differenti, andando in un certo qual modo a confermare tutti i *pro* e i *contro* dell'operazione precedentemente identificati.

CAPITOLO

1

1. Le operazioni straordinarie d'impresa

1.1. Cenni introduttivi

Le operazioni straordinarie d'impresa costituiscono una fattispecie molto particolare dell'ordinamento giuridico italiano e sono definite tali in quanto comportano modifiche sostanziali alla struttura e all'assetto delle società coinvolte. Esse possono essere deliberate solo dall'assemblea straordinaria dei soci e prevedono una procedura ben definita che comprende la redazione di particolari tipologie di atti, quali ad esempio gli atti di trasformazione, fusione, o scissione, le situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie pre e post operazione o relazioni di soggetti esperti aventi ad oggetto la congruità dei diversi progetti o dei rapporti di cambio.

Tra le operazioni straordinarie più importanti abbiamo:

- Il conferimento;
- La cessione/acquisizione d'azienda;
- La trasformazione;
- La fusione;
- La scissione.

Ciascuna di esse è originata da diversi presupposti e produce effetti differenti.

Il conferimento d'azienda è un'operazione mediante la quale un'azienda o una parte o ramo di essa vengono conferiti ad un soggetto giuridicamente diverso, che può essere già esistente o costituito *ad hoc* (*NewCo*), tramite il riconoscimento come contropartita di una quota di *equity* a favore del soggetto conferente. Diverse sono le grandezze che entrano in gioco in un'operazione di conferimento: il patrimonio netto contabile, di perizia e il valore di mercato del bene oggetto del conferimento, il capitale sociale della società conferitaria e il suo valore di mercato. Inoltre, a seconda del tipo di società conferitaria, a variare è anche la disciplina che regola tale operazione (si pensi ad esempio alla differenza tra il conferimento in una S.p.a. e quello in una s.r.l.¹).

La cessione d'azienda non è altro che un trasferimento a titolo oneroso di un'azienda o di un ramo di essa. Requisito fondamentale dell'operazione di cessione è l'autonomia, cioè la capacità del bene ceduto di provvedere ad uno scopo produttivo con i propri mezzi.

¹ Nelle S.p.a., è necessario innanzitutto una delibera del CdA della società conferente; segue poi una relazione di stima effettuata da un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società; infine, sono necessari dei controlli da parte degli amministratori della società conferitaria, effettuati entro 180 giorni dal conferimento, aventi ad oggetto la verifica della valutazione contenuta nella relazione di stima e una sua eventuale rettifica. Nelle s.r.l., invece, la disciplina è più semplificata: la relazione di stima è effettuata da parte di un esperto o di una società di revisione iscritti all'interno del registro dei revisori o nell'albo speciale e, in più, non sono richiesti i controlli di stima da parte degli amministratori

La trasformazione è un'operazione che comporta una modifica della forma giuridica di una società, lasciando tutti gli altri aspetti invariati, quali ad esempio l'attività o il soggetto economico. Essa, quindi, sostanzialmente non comporta l'estinzione o la creazione di un soggetto giuridico, bensì comporta una modifica all'atto costitutivo che però non va ad incidere sull'identità del soggetto titolare dei rapporti giuridici. La trasformazione può essere omogenea, se da un determinato tipo di società di persone o di capitali si passa ad un altro tipo di società di persone o di capitali, oppure eterogenea, se da un determinato tipo di società di persone o di capitali si passa ad un altro soggetto economico o viceversa. Infine, diversi possono essere i presupposti che conducono ad un'operazione di trasformazione. Essa può essere obbligatoria, quando c'è una riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale o quando una determinata forma giuridica è prevista per svolgere un determinato tipo di attività, o facoltativa, se ad esempio i soci vogliono essere sottoposti ad un differente regime di responsabilità o di tassazione oppure se si cerca di snellire la struttura di *Corporate Governance* di una società.

Fusione e Scissione, invece, sono due operazioni speculari dal punto di vista del procedimento che però producono effetti totalmente opposti: la fusione, infatti, determina l'unione di due o più società già esistenti o di nuova costituzione, mentre la scissione determina la divisione di una società con attribuzione delle quote di patrimonio scisse a favore di una o più società già esistenti o di nuova creazione. Da un punto di vista procedimentale, sono previste diverse fasi: la redazione del Progetto di fusione/scissione, della Situazione Patrimoniale e della Relazione che giustifichi da un punto di vista economico il Progetto e il rapporto di concambio di azioni o quote; la redazione del parere di congruità da parte di un soggetto esperto, terzo ed indipendente, avente ad oggetto il rapporto di cambio; la decisione di fusione/scissione, che consiste nell'approvazione del Progetto da parte dei soci riuniti in assemblea straordinaria; l'attuazione dell'operazione, che può avvenire solo dopo 60 giorni dall'ultimo degli adempimenti pubblicitari previsti, salvo che non ci sia il consenso di tutti i creditori, il rimborso dei dissenzienti o il deposito delle relative somme presso una banca; la successione a titolo universale in tutti i rapporti antecedenti l'operazione.

Cessione e Fusione saranno trattate in modo più specifico nei seguenti paragrafi, essendo le due operazioni che insieme portano all'esecuzione di un *Leveraged Buy-Out*.

La caratteristica che accomuna tutte le diverse tipologie di operazioni straordinarie è la presenza di un processo di valutazione, soprattutto del bene azienda, senza il quale l'operazione non può neanche essere avviata. Col passare degli anni si è assistito al passaggio da metodi di valutazione definiti analitico-patrimoniali a metodi di valutazione che mirano all'attualizzazione di componenti finanziarie (i flussi di cassa nel *Discounted Cash-Flow Model* o i dividendi nel *Dividend Discount Model*) o al confronto con altre imprese o con il mercato in generale (metodo dei Multipli). Queste due metodologie sono spesso utilizzate entrambe nel

processo di valutazione, una come metodologia principale (solitamente il *Discounted Cash-Flow Model*) e l'altra come metodologia di verifica o di controllo (solitamente il metodo dei multipli). Inoltre, a livello nazionale, è stato recentemente istituito l'Organismo Italiano di Valutazione² (OIV), che ha redatto i "Principi Italiani di Valutazione" (PIV), divenuti ormai delle vere e proprie *best practices* a cui ogni operatore fa riferimento nell'ambito di un processo di valutazione.

Il primo step compiuto in un processo di valutazione è costituito dall'andare ad individuare la tipologia e la finalità del lavoro da svolgere; diversi, infatti, sono gli *output* che dovranno essere prodotti, a seconda del fatto che si tratti ad esempio della valutazione di un'azienda nella sua interezza o del fornire un parere di congruità avente ad oggetto il rapporto di cambio che è stato calcolato. Dopo questa prima fase, si procede a formare ed analizzare la base informativa, costituita principalmente dagli andamenti storici e prospettici e dalle analisi aventi ad oggetto i principali fattori di rischio, il mercato e i punti di forza e di debolezza. Solo dopo aver ultimato nel migliore dei modi questa seconda fase si potrà procedere ad identificare il metodo di valutazione più idoneo che sarà poi utilizzato per giungere alla determinazione del valore finale.

1.2. La cessione/acquisizione d'azienda

1.2.1. Inquadramento dell'operazione e disciplina normativa

La cessione d'azienda è un negozio giuridico mediante il quale si attua il trasferimento, a titolo gratuito o oneroso, di un'azienda o di un ramo di essa, da un soggetto ad un altro. La cessione a titolo oneroso tramite il pagamento di un corrispettivo è inquadrata come un vero e proprio atto di compravendita; essa è, quindi, un contratto consensuale, poiché necessita del consenso di entrambe le parti, ed è soprattutto un contratto che produce effetti reali ai sensi dell'articolo 1376 c.c., trasferendo la titolarità del bene azienda dal soggetto cedente al soggetto cessionario. Di conseguenza, come per ogni altro contratto, i requisiti della cessione consistono nel consenso, nella causa, nella forma e nell'oggetto.

Per comprendere meglio l'operazione di cessione è importante avere ben chiara la definizione di azienda ed imprenditore. L'azienda, ai sensi dell'articolo 2555 c.c., non è altro che "*il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*".

² Costituito nel novembre 2011, l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) persegue 3 principali obiettivi:

- a) Predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali;
- b) Partecipare al dibattito internazionale degli esperti di valutazione dando voce alle migliori professionalità del nostro Paese;
- c) Divenire un riferimento per il legislatore nazionale.

L'imprenditore, ai sensi dell'articolo 2082 c.c., è colui che *“esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine di produrre o scambiare beni e servizi”*.

Queste definizioni di azienda ed imprenditore sono quelle che definiscono rispettivamente l'oggetto della cessione e il soggetto cedente, il quale, di comune accordo con il cessionario, concorda l'effettiva attuazione dell'operazione. La cessione, però, non deve necessariamente avere ad oggetto un'azienda nella sua interezza; sono infatti state considerate cessioni anche le ipotesi in cui si è concretizzato un trasferimento in cui è stata esclusa la successione nei contratti, nei crediti e nei debiti aziendali (effetti naturali del contratto ma non essenziali), in cui non è stato rilevato avviamento (cessione afferente un'azienda in perdita) o ipotesi in cui è stata trasferita solo una parte o ramo di un'azienda, autonomamente funzionante, e cioè in grado di provvedere ad uno scopo produttivo con mezzi funzionali ed organizzativi propri. Non è invece inquadrabile come cessione il trasferimento della sola licenza commerciale, da considerarsi illecito e conseguentemente nullo a causa della sua contrarietà alle norme imperative (la licenza è indisponibile da parte del soggetto cedente essendo un provvedimento autorizzativo della Pubblica Amministrazione). Sono inoltre considerate equiparabili alla cessione d'azienda tutte le operazioni aventi ad oggetto la cessione dell'intero capitale sociale o di una sua quota di maggioranza della società che possiede l'azienda *Target*³.

La disciplina relativa all'operazione di cessione d'azienda è contenuta all'interno degli articoli 2556 e successivi del Codice Civile.

L'articolo 2556 c.c. stabilisce che *“per le imprese soggette a registrazione i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto, salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto”*.

Il contratto o atto di cessione deve quindi essere redatto sotto forma di atto pubblico o di scrittura privata autenticata, dovrà essere depositato entro 30 giorni a cura del notaio presso il registro delle imprese e dovranno essere comunicate le generalità dei contraenti, il prezzo pattuito e i dati identificativi dell'azienda. In genere, antecedentemente all'atto di cessione, viene anche stipulato un contratto preliminare, nella fase in cui le parti effettuano tra loro delle trattative. In tal caso, l'oggetto del contratto non è il trasferimento dell'azienda, poiché questo effettivamente non si concretizza, bensì l'impegno a trasferire la stessa, trattandosi quindi sostanzialmente di un contratto di natura obbligatoria, che può o meno prevedere il pagamento al soggetto cedente di una somma di denaro a titolo di caparra confirmatoria e di una a titolo di acconto sul prezzo di cessione. La caparra costituisce una vera e propria forma di garanzia poiché, qualora l'operazione non dovesse avere esito positivo per un fatto imputabile al

³ Intesa in questo caso come l'azienda oggetto dell'operazione di cessione

compratore, il potenziale venditore ha il diritto di trattenerla e di restituire solo l'eventuale acconto che gli è stato versato; se invece l'operazione non si conclude per un fatto imputabile al venditore, il potenziale acquirente ha diritto alla restituzione di un importo che è pari al doppio della caparra e alla restituzione dell'eventuale acconto versato.

L'articolo 2557 c.c. prevede per il soggetto cedente il divieto di concorrenza, cioè il divieto di intraprendere un'attività che per oggetto, ubicazione o altre attività sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta e quindi a determinare la perdita dell'avviamento a discapito del soggetto cessionario. Questo divieto ha una durata di cinque anni, se non è concordato diversamente tra le parti. Tuttavia, è possibile concordare una durata soltanto inferiore rispetto al termine previsto dalla legge. In ultimo, qualora dovesse esserci una violazione del divieto di concorrenza, è possibile, lato acquirente, richiedere un risarcimento del danno subito, avviare un'azione inibitoria al fine di ottenere la cessazione della condotta vietata o, in casi estremi, ottenere la risoluzione del contratto per inadempienza significativa della controparte.

L'articolo 2558 c.c. è invece quello dedicato alla successione contrattuale e stabilisce che il soggetto compratore subentra in tutti i contratti facenti capo al venditore ed aventi solamente ad oggetto l'esercizio dell'impresa, non anche i contratti di carattere personale. Sono tuttavia previste due ipotesi in cui il soggetto terzo ha la possibilità di recedere dal contratto:

- qualora sussista una giusta causa di recesso;
- qualora la decisione dovesse essere presa entro tre mesi dalla notizia del trasferimento dell'azienda.

In entrambi i casi il soggetto terzo recedente avrà diritto ad un eventuale risarcimento del danno da parte del soggetto cedente.

Solitamente, il recesso opera in modo irretroattivo, essendo valido solo per il futuro e non andando a colpire il rapporto al momento della cessione dell'azienda, ma non è di facile determinazione quello che è il concetto di "giusta causa": generalmente, per giusta causa si intende un pregiudizio arrecato al soggetto terzo, derivante dall'atto di cessione, ad esempio il fatto che il contratto, se il cessionario all'epoca fosse stato la controparte, sarebbe stato stipulato a condizioni differenti.

L'articolo 2559 c.c. disciplina la posizione dei crediti antecedenti la cessione. In virtù di tale articolo, il soggetto acquirente diviene titolare di tutti i crediti facenti capo al soggetto alienante a partire dal momento in cui l'atto di cessione viene iscritto all'interno del registro delle imprese. Il debitore, quindi, sarà obbligato nei confronti dell'acquirente, a meno che non paghi in buona fede all'alienante e venga così liberato dall'obbligo.

La disciplina in materia di successione dei crediti può essere quindi riassunta in tre punti principali:

- il trasferimento è totale ed automatico in caso di operazione di cessione d'azienda;

- il trasferimento produce efficacia nei confronti dei terzi solo dopo che l'atto di cessione è stato iscritto all'interno del registro delle imprese;
- salvo diversa pattuizione, il trasferimento è effettuato "pro soluto", quindi con l'assenza di garanzie prestate dal soggetto cedente.

Situazione differente, invece, per quanto riguarda la successione nei debiti. Ai sensi del primo comma dell'articolo 2560 c.c., il soggetto cedente non è liberato dall'obbligo fin quando non avrà avuto il consenso da parte dei creditori. Tale norma è stata prevista totalmente a favore del creditore, per evitare che con la cessione e il conseguente cambio di debitore si verifichi una riduzione delle garanzie, dovuta ad esempio alla minor consistenza patrimoniale del soggetto subentrante e quindi ad una sua maggiore solvibilità.

Il secondo comma del suddetto articolo disciplina invece i debiti nell'ottica del soggetto acquirente, specificando che egli è obbligato a risponderne qualora questi siano inerenti all'azienda, siano riconducibili ad una data antecedente alla cessione e risultino dalle scritture contabili obbligatorie; sono fatti salvi i debiti che non rispettano tali requisiti e che sono stati espressamente accollati da parte dell'acquirente.

Per ragioni di ulteriore completezza, è quindi necessario che il soggetto acquirente conosca la precisa entità dei debiti dell'azienda e che questi siano precisamente elencati all'interno dell'atto di cessione, perché solo in tal caso, unitamente al consenso da parte dei creditori, il loro trasferimento diverrà efficace.

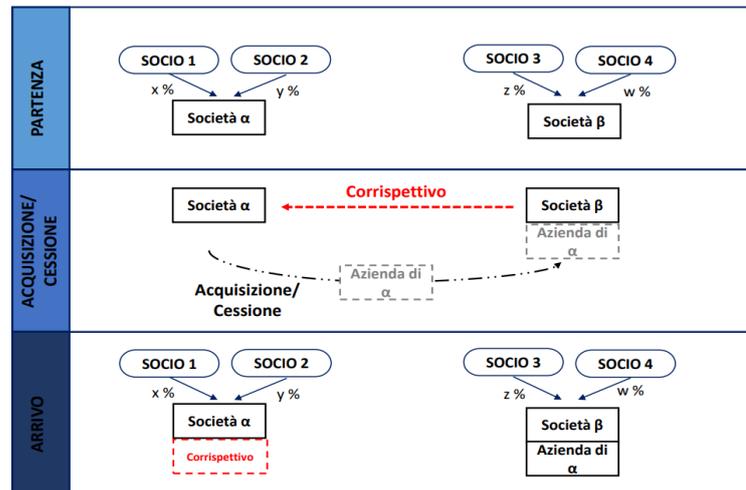
Una particolare categoria di debiti, però, è disciplinata in modo differente: i debiti da lavoro dipendente. In questo caso, l'articolo 2112 c.c. ha stabilito che, in caso di cessione d'azienda, i rapporti di lavoro devono essere trattati in un modo ben preciso:

- il lavoratore vedrà il proprio contratto continuare anche con il soggetto acquirente e conserverà tutti i diritti derivanti dall'anzianità raggiunta;
- il soggetto cedente sarà obbligato a rispondere in solido con l'acquirente per tutti i crediti che il dipendente vantava al momento della cessione.

Inoltre, è stato anche stabilito che non è più prevista la possibilità di rescindere dal contratto di lavoro, che l'acquirente deve applicare i trattamenti economici previsti dai contratti collettivi nazionali fino alla loro scadenza e che l'operazione di cessione non costituisce causa di licenziamento, andando quindi a tutelare ulteriormente il lavoratore.

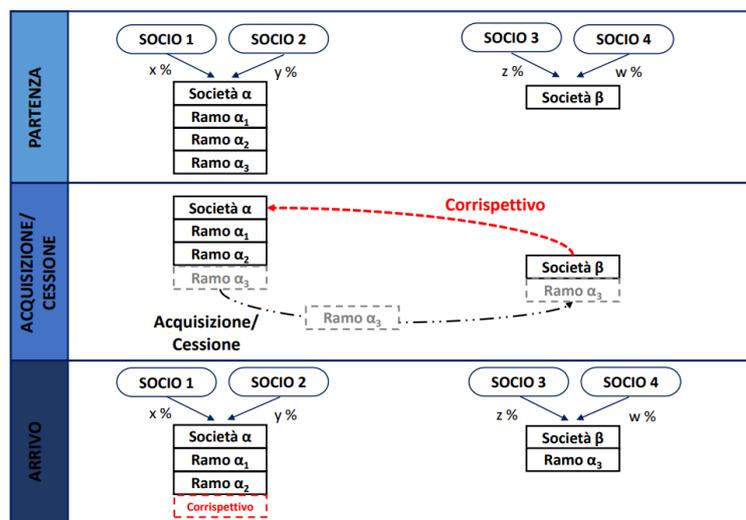
1.2.2. Descrizione dell'operazione

1. Cessione/Acquisizione Totale



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

2. Cessione/Acquisizione Parziale



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

Come si può evincere dai due schemi sopra riportati, sono due gli elementi principali che necessitano di valutazione in un'operazione di cessione: l'azienda in sé, descritta precedentemente, e il corrispettivo pagato dal soggetto acquirente, mediante il quale si ottiene il trasferimento della proprietà dell'azienda o di un ramo di essa.

La determinazione del corrispettivo non è definita in maniera fissa all'interno dell'atto di cessione, in quanto i soggetti tendono a rimandarla ad un successivo accertamento, posteriore alla stipula dell'atto, fissando, talvolta, all'interno di esso solo delle clausole che dovranno poi essere applicate e rispettate. La previsione di tali clausole è volta a tutelare *a posteriori* diverse esigenze delle controparti: una prima esigenza è costituita dal fatto che il corrispettivo, rispecchiando in un certo qual modo la situazione patrimoniale dell'azienda ceduta, possa variare dal momento di stipula dell'accordo (*signing*) al momento di chiusura dell'operazione (*closing*), in virtù del dinamismo dell'azienda stessa (clausole di aggiustamento del prezzo); la

seconda esigenza è legata al fatto che le parti possono concordare che il corrispettivo sia determinato sulla base di elementi futuri ed incerti (clausole di prezzo determinabile).

Tra le clausole di aggiustamento del prezzo possiamo distinguere quelle che prevedono un particolare meccanismo di aggiustamento e quelle che invece non lo prevedono. Nel secondo caso, quindi, il corrispettivo indicato nell'atto di cessione sarà determinato in maniera fissa, creando per il soggetto acquirente una situazione di rischio legata al fatto che il valore dell'azienda possa diminuire; a sua tutela però, il legislatore ha previsto il divieto per il soggetto cedente di porre in essere fattispecie che possano determinare una riduzione del valore dell'azienda, quali ad esempio operazioni straordinarie o obbligazioni che impattano negativamente sull'impresa. Nel primo caso, invece, l'aggiustamento del prezzo è solitamente correlato ad una variazione della situazione patrimoniale dell'azienda; da qui la necessità di indicare all'interno dell'atto i criteri di determinazione della nuova situazione patrimoniale e le poste contabili che dovranno essere prese in considerazione per calcolare la variazione del corrispettivo. Inoltre, dovranno essere anche indicati dei meccanismi di valutazione dell'eventuale rettifica ed i soggetti a cui fa capo l'attività di risoluzione di eventuali controversie che potrebbero sorgere.

Tra le clausole di prezzo determinabile, invece, possiamo fare riferimento a quelle clausole legate ad eventi futuri ed incerti, quali ad esempio l'esito di un determinato progetto o il raggiungimento di un determinato livello di fatturato. In questo caso, dovranno essere indicati all'interno dell'atto diversi elementi: la disciplina da attuare e il termine entro il quale la rideterminazione del prezzo dovrà essere effettuata, le modalità di risoluzione delle controversie e l'eventuale ricorso ad un arbitratore ed infine la previsione di idonee garanzie che dovranno essere eventualmente prestate da entrambe le parti.

In particolari casi, inoltre, il corrispettivo di un'operazione di cessione può anche essere negativo, cioè versato dal soggetto cedente al soggetto cessionario unitamente al trasferimento della proprietà dell'azienda. Questa ipotesi non è usuale ed è legata a quelle aziende in stato di crisi che oltre ad avere un patrimonio netto negativo generano continuamente perdite anziché utili (cd. *Badwill*)

Più in generale, rifacendoci alla disciplina civilistica in materia di contratti, è possibile concludere che il corrispettivo (che rappresenta il prezzo dell'operazione) dovrà quindi essere determinato o almeno determinabile, pena la nullità dell'atto.

Analizzati i due elementi fondamentali dell'operazione di cessione/acquisizione, è possibile individuare tre diverse tipologie di tale operazione e molteplici finalità legate ad essa, sia lato cedente che lato acquirente.

Le tre tipologie di operazione di cessione/acquisizione sono:

- L'acquisizione orizzontale, che porta all'integrazione di due aziende che operano sulla stessa linea di business e quindi sullo stesso livello del processo produttivo; l'obiettivo può essere il conseguimento di economie di scala da parte dell'acquirente, determinato dall'incremento dei volumi di produzione che può portare ad una riduzione del costo unitario;
- L'acquisizione verticale, che porta all'integrazione di due aziende che operano su due linee di business differenti e che quindi si trovano su due livelli differenti del processo produttivo; l'obiettivo può essere l'andare ad attuare una strategia di integrazione verticale da parte del compratore, estendendo il proprio controllo a monte o a valle del processo produttivo e facilitando le attività di gestione e di coordinamento. Questo tipo di acquisizione, però, sta venendo sempre più rimpiazzato dall'outsourcing⁴, in quanto più conveniente in termini economici ed organizzativi;
- L'acquisizione conglomerale, che porta all'integrazione di due aziende che operano in settori differenti; l'obiettivo può essere quello di attuare una strategia di espansione, andando ad effettuare una combinazione di risorse che sono tra di loro complementari.

Per quanto riguarda le finalità dell'operazione, lato acquirente abbiamo finalità di tipo strategico-operativo, come la volontà di attuare delle strategie di integrazione orizzontale o verticale o la volontà di acquisire *know how*⁵ o risorse che sarebbero altrimenti irreperibili, finalità di tipo concorrenziale, come la volontà di eliminare ed integrare un concorrente, e finalità di tipo fiscale, come la volontà di compensare delle perdite fiscali inutilizzate con degli utili fiscali dell'azienda che viene appunto acquisita. Lato cedente, invece, abbiamo finalità di tipo strategico-operativo, come la volontà di realizzare l'avviamento o la necessità di eliminare le inefficienze attraverso la dismissione di interi rami d'azienda, oppure altre tipologie di finalità, come l'essere in presenza di un'offerta irrinunciabile o il dover superare una situazione di crisi.

Analizzando l'operazione da un punto di vista economico-contabile, bisogna distinguere tra gli adempimenti previsti per il soggetto cedente e quelli previsti per il soggetto acquirente.

Dal lato del soggetto cedente è necessario innanzitutto redigere delle scritture di assestamento per determinare la competenza dei costi e dei ricavi relativi alla parte di esercizio che è già trascorsa. Si procederà poi con:

- Lo storno di attività e passività trasferibili, come i costi di impianto, il cui controvalore sarà imputato a conto economico;

⁴ Trad: Esternalizzazione. Consiste nel ricorso, da parte di imprese o di enti pubblici, ad altre imprese per lo svolgimento di alcune parti dei propri processi di produzione o di alcune fasi dei processi di supporto.

⁵ Insieme di saperi e abilità, competenze ed esperienze necessari per svolgere bene determinate attività all'interno di settori industriali e commerciali.

- Lo storno di attività e passività cedute con la rilevazione della plusvalenza da cessione, risultato della formula:

Prezzo di cessione - Somma algebrica dei valori contabili di attività e passività cedute

Si procederà poi con la riscossione del corrispettivo pattuito, che potrà essere immediata o dilazionata.

In seguito, ci sarà la riscossione o l'estinzione di eventuali crediti o debiti che non sono stati ceduti e la dismissione o assegnazione dei beni patrimoniali non rientranti nell'accordo.

Il tutto per andare infine a determinare il reddito del periodo antecedente all'operazione di cessione, che diverrà poi di proprietà dell'unico imprenditore, nel caso di impresa individuale, o che sarà ripartito tra i soci, nel caso di società, in proporzione delle rispettive quote di partecipazione, a seguito dell'imputazione a "Patrimonio Netto".

Dal lato del soggetto acquirente, invece, occorre innanzitutto considerare se tale soggetto stia già esercitando un'attività imprenditoriale o se comincerà a seguito dell'acquisizione. Nel primo caso sarà necessario registrare in contabilità tutte le attività e le passività acquisite, iscrivendo come contropartita l'uscita di denaro o il debito derivante dall'eventuale pagamento dilazionato. Nel secondo caso si dovrà provvedere alla redazione delle scritture di costituzione, nel caso ad esempio di acquisizione da parte di una *NewCo*.

Il valore da attribuire alle attività e passività che sono oggetto di acquisizione sarà ricavato dal bilancio di cessione, redatto dal soggetto cedente, in aggiunta all'eventuale valore da attribuire all'avviamento, dato dalla differenza positiva tra il corrispettivo pagato per l'acquisizione e il valore contabile di attività e passività. L'acquirente potrà quindi iscrivere in contabilità le attività e le passività maggiorate della rispettiva quota di plusvalenza, e quindi al loro valore corrente, o potrà registrare la differenza alla voce "Avviamento", che potrà poi essere anche oggetto di ammortamento. Inoltre, non è infrequente l'ipotesi in cui ad essere ceduta è un'azienda in perdita o avente chiari problemi organizzativi e gestionali. In tal caso, non si parlerà di avviamento o "*Goodwill*" ma di avviamento negativo o "*Badwill*", dato dalla differenza negativa tra il corrispettivo pagato per l'acquisizione e il valore contabile di attività e passività.

Il trattamento contabile riservato all'avviamento, quando questo deriva da aggregazioni aziendali e quindi ad esempio da un'operazione di acquisizione, è disciplinato dal principio contabile internazionale IFRS 3⁶, che disciplina le *Business Combinations*.

⁶ IFRS sta per International Financial Reporting Standard, e fa riferimento ai principi contabili internazionali che sono stati emanati da parte dell'International Accounting Standard Board (IASB), allo scopo di uniformare la redazione delle scritture contabili di tutte le imprese residenti negli stati che hanno aderito a tali principi.

Tale principio prevede, per la contabilizzazione delle aggregazioni aziendali, l'applicazione del cosiddetto metodo dell'acquisizione, costituito da tre fasi fondamentali:

- Identificazione del soggetto acquirente e determinazione della data di acquisizione;
- Determinazione del corrispettivo, del valore di attività, passività e di eventuali interessenze delle minoranze;
- Determinazione dell'avviamento o del provento in caso di avviamento negativo.

Per quanto riguarda la prima fase, per soggetto acquirente si intende l'entità che ottiene il controllo di una o più entità aziendali distinte e, nel caso in cui l'identificazione dovesse risultare difficile, sono previsti una serie di elementi da considerare, quali ad esempio il trasferimento di somme di denaro o le dimensioni di un'azienda. Per data di acquisizione, invece, si intende la data in cui il controllo viene effettivamente trasferito, determinando l'applicazione del principio contabile IFRS 3.

La seconda fase ha ad oggetto la determinazione del corrispettivo, che deve essere pari alla somma del *fair value* delle attività trasferite dall'acquirente, delle passività sostenute e di tutti gli strumenti rappresentativi di capitale appositamente emessi per attuare l'acquisizione, e la determinazione del valore delle attività, delle passività e dell'eventuale interessenza delle minoranze facenti capo all'acquisita e il cui controllo è stato appunto trasferito. Per la determinazione del valore delle attività e delle passività, vige l'obbligo, stabilito dallo standard, di iscrivere tutte quelle che sono separatamente identificabili, stando alle disposizioni dettate del *Conceptual Framework*⁷, andando ad applicare le relative discipline di riferimento (es. IAS 38 per le attività immateriali).

Per quanto riguarda la determinazione del valore dell'eventuale interessenza delle minoranze, l'IFRS 3 stabilisce che questa deve essere pari al valore delle attività nette iscritte di pertinenza dei soci di minoranza e deve essere rilevata in bilancio nella sezione del Patrimonio Netto. La ragione dell'esistenza di questa ulteriore componente è da ricondursi sostanzialmente al fatto che, anche se le attività acquisite sono iscritte per intero, il corrispettivo pagato può fare in realtà riferimento ad una percentuale di diritti inferiori rispetto alla totalità dei benefici economici che ne possono derivare.

La terza ed ultima fase, che può essere forse considerata la più importante, è quella che prevede la determinazione e contabilizzazione del *Goodwill* o del *Badwill*.

Per la sua determinazione è applicato il metodo residuale, prevedendo che non gli sia attribuito direttamente un *fair value* ma che questo sia uguale alla differenza tra il corrispettivo dell'operazione, versato dall'acquirente, a cui vanno sommate eventuali interessenze delle minoranze determinate secondo le metodologie ammesse, e il valore attuale di attività e

⁷ Revisionato per l'ultima volta nel 2018, il *Conceptual Framework* è il documento che illustra i concetti di base a cui è ispirato un bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

passività che sono state separatamente identificate, come illustrato nella fase precedente. In caso di Badwill, invece, lo standard stabilisce che l'acquirente effettui una rivalutazione di tutte le componenti del calcolo, in quanto potrebbe essere occorsa una sopravvalutazione delle attività, una omissione o sottovalutazione delle passività identificabili o ancora una sottovalutazione delle componenti del costo dell'operazione. In caso di ulteriore eccedenza negativa, anche a seguito del riesame, il principio dispone che l'acquirente rilevi immediatamente a conto economico tale importo.

Infine, è stabilito che il processo di applicazione del metodo dell'acquisizione sia completato entro 12 mesi dalla data dell'operazione. Ciò allo scopo di permettere al soggetto acquirente di acquisire una maggiore conoscenza delle attività e delle passività acquisite, in modo da effettuare una più ragionata allocazione del loro valore. Se però, entro la chiusura dell'esercizio, l'acquirente può effettuare la contabilizzazione dell'acquisizione solo in maniera provvisoria, egli si impegna a darne una dettagliata informativa nel primo bilancio, a finalizzarla entro la finestra temporale ammessa ed eventualmente a rilevare o rettificare il *fair value* di attività o passività, a rettificare l'eventuale Goodwill o Badwill che è stato contabilizzato e a presentare le informazioni comparative per i precedenti esercizi, come se la contabilizzazione fosse stata completata in corrispondenza della data di acquisizione.

1.3. La fusione

1.3.1. Inquadramento dell'operazione e disciplina normativa

La fusione è un'operazione di carattere straordinario che fa crescere l'impresa in termini di dimensioni, permettendole conseguentemente di realizzare delle economie di scala o di efficientare i processi organizzativi e gestionali. Questo tipo di crescita, definito come "esterna", è da considerarsi differente rispetto ai casi di crescita interna dell'azienda, che avvengono attraverso il potenziamento graduale dell'apparato produttivo e di ricerca (crescita "interna").

La differenza principale con l'operazione di acquisizione/cessione è data dal fatto che, mentre per quest'ultima si effettua uno scambio denaro-azienda, per la fusione la contropartita è invece costituita da titoli azionari o più in generale da equity.

L'operazione di fusione è disciplinata dagli articoli 2501 e successivi del Codice Civile, come risulta dalle diverse modifiche apportate a tale disciplina, partendo dal D. Lgs. 16 Gennaio 1991 n. 22 fino ad arrivare al D. Lgs. 17 Gennaio 2003 n. 6.

Il primo comma dell'articolo 2501 c.c. definisce le diverse tipologie di fusione, distinguendo tra fusione per unione o "in senso stretto", fusione per incorporazione, fusione omogenea e fusione eterogenea, mentre il secondo comma stabilisce che tra le società partecipanti alla fusione non possono esserci quelle società in stato di liquidazione che abbiano già cominciato la distribuzione dell'attivo.

L'articolo 2501-bis c.c. è stato appositamente introdotto con la riforma del diritto societario e disciplina la fattispecie dei *Leveraged Buy-Out* (LBO), che sarà trattata più nello specifico nel prossimo capitolo.

Gli articoli 2501-ter, quarter, quinquies e sexies c.c. disciplinano rispettivamente il progetto di fusione, la situazione patrimoniale, la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti, cioè una serie di documenti fondamentali senza i quali l'operazione di fusione non può essere impostata e conclusa.

Nello specifico, l'articolo 2501-ter c.c. stabilisce il contenuto del progetto di fusione, indicando una serie di elementi (nn. 1-8) che devono risultare da esso:

- Il tipo, la denominazione e la sede di tutte le società partecipanti alla fusione;
- L'atto costitutivo della nuova società, nel caso di fusione per unione, o della società incorporante, nel caso di fusione per incorporazione;
- Il rapporto di cambio e l'eventuale conguaglio in denaro;
- Le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società risultante dalla fusione;
- La data a partire dalla quale le suddette azioni o quote parteciperanno agli utili;
- La data a partire dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società risultante dalla fusione;
- Il trattamento riservato ai possessori di titoli diversi dalle azioni o a particolari categorie di soci;
- I vantaggi eventualmente proposti agli amministratori delle società partecipanti alla fusione.

Uno degli elementi che sicuramente merita maggiore attenzione è il rapporto di cambio, che indica il numero di azioni della società risultante dalla fusione che saranno assegnate a ciascun socio per ogni azione delle società partecipanti posseduta. A tal proposito, il secondo comma dell'articolo prevede la possibilità di assegnare un conguaglio in denaro che non dovrà però essere maggiore del 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate.

L'articolo 2501-quarter c.c. stabilisce che gli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione devono redigere la situazione patrimoniale delle stesse riferita ad una data non anteriore a 120 giorni dal giorno in cui il progetto di fusione è stato depositato presso la sede delle società o pubblicato sul sito internet delle medesime. Per la redazione di tale situazione patrimoniale il legislatore ha stabilito che possono essere applicate le disposizioni dell'articolo

2423 c.c. e la funzione principale di tale documento è quella di fornire ai soci e ai creditori sociali tutte le informazioni necessarie al fine di valutare al meglio l'operazione e la sua fattibilità. Il secondo comma dell'articolo 2501-quarter stabilisce, invece, che la situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio d'esercizio nel momento in cui il progetto di fusione è stato depositato presso la sede sociale non oltre sei mesi dopo la chiusura del precedente esercizio. Inoltre, sono previsti dei casi particolari in cui la situazione patrimoniale può essere omessa da parte dell'organo amministrativo:

- Il caso di fusione per incorporazione di società possedute al 100%, di cui all'articolo 2505 c.c.;
- Il caso di altre fattispecie di fusione, ad esempio la fusione anomala inversa;
- Il caso di fusione per incorporazione di una società posseduta per almeno il 90% delle azioni o quote;
- Il caso in cui ci sia un'espressa rinuncia da parte degli esercenti del diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione;
- Il caso in cui alla fusione partecipino una o più società di cui non sia ancora stato approvato il primo bilancio d'esercizio, come indicato dalla Commissione del Notariato di Milano.

L'articolo 2501-quinquies c.c. prevede l'obbligo per gli amministratori di redigere una relazione di accompagnamento al progetto che sarà poi presentata all'assemblea dei soci e che dovrà al proprio interno:

- Illustrare e giustificare le ragioni giuridico-economiche che hanno condotto all'operazione di fusione;
- Indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio, evidenziando in particolar modo la correttezza dei metodi di determinazione del valore economico delle società partecipanti alla fusione e il modo in cui tali metodi hanno influito sulla determinazione del rapporto di cambio stesso;
- Descrivere le eventuali difficoltà riscontrate in fase di determinazione del rapporto di cambio;
- Segnalare ai soci e agli altri organi amministrativi delle altre società le eventuali modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è stato depositato e la data in cui la decisione di fusione è stata approvata in sede di assemblea straordinaria, come previsto dal terzo comma dell'articolo 2501-quinquies.

Come per la situazione patrimoniale, anche la relazione dell'organo amministrativo può essere omessa nel caso in cui ci sia una espressa rinuncia da parte degli esercenti del diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione.

L'articolo 2501-sexies c.c. disciplina la relazione che deve essere redatta da un soggetto esperto indipendente e che deve contenere un parere motivato in merito alla congruità del rapporto di cambio, al metodo o ai metodi utilizzati per la sua determinazione e alle eventuali difficoltà riscontrate nel corso del processo.

Il terzo comma dell'articolo specifica quali soggetti possono ricoprire tale ruolo e le modalità con cui sono nominati:

- Generalmente, l'esperto sarà scelto tra i revisori contabili o tra le società di revisione iscritti nell'apposito albo;
- Se la società risultante dalla fusione è una società per azioni o una società in accomandita per azioni, l'esperto sarà nominato dal tribunale del luogo in cui ha sede tale società;
- La nomina compete alla società stessa, nel caso in cui questa sia differente dalle due tipologie sopra citate;
- L'esperto sarà una società di revisione se la società è quotata all'interno di mercati regolamentati.

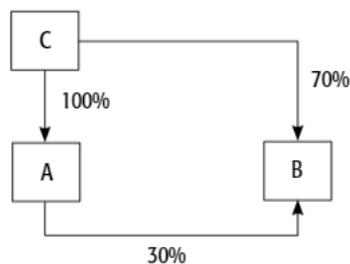
Il sesto comma dell'articolo, invece, disciplina le responsabilità dell'esperto, specificando che egli risponde dei danni causati alle società partecipanti, ai soci e ai terzi e che si applicano le sanzioni previste dall'articolo 64 cod. proc. civ. previste per il consulente tecnico del giudice⁸. In particolare, inoltre, la sentenza n 15025 del 21 Luglio della Corte di Cassazione ha stabilito che il risarcimento per il socio danneggiato, derivante da un'errata valutazione del rapporto di cambio, non può essere semplicemente pari alla differenza tra il valore di un elemento dell'attivo determinato dagli amministratori e lo stesso determinato a seguito di consulenza tecnica. È stato infatti previsto che si debba procedere tramite mediazione del rapporto di cambio tra le azioni dell'incorporante e dell'incorporata, rivalutando entrambe le società e fissando dei rapporti matematici relativi.

Infine, l'ottavo comma dell'articolo specifica il caso in cui la relazione dell'esperto non è necessaria, cioè quando si è in presenza di rinuncia unanime da parte di tutti gli esercenti del diritto di voto delle società partecipanti alla fusione. Ci sono invece casi in cui la relazione dell'esperto non è richiesta, ad esempio:

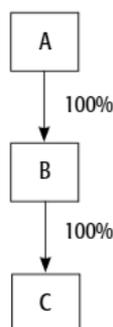
- La fusione di due o più società interamente possedute da una terza società o da un unico soggetto;

⁸ L'articolo prevede per "il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell'esecuzione degli atti che gli sono richiesti" l'arresto fino ad un anno o l'ammenda fino a 10329 euro o l'applicazione dell'articolo 35 del Codice Penale che prevede la sospensione dell'esercizio della professione

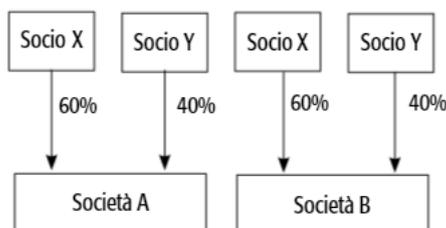
- La fusione di due società, una delle quali interamente posseduta da una terza e l'altra posseduta per una parte dalla terza e per l'altra parte dall'altra società partecipante alla fusione;



- La fusione di tre o più società interamente possedute a cascata;



- La fusione di due o più società in cui partecipano gli stessi soci, secondo le stesse percentuali ed i medesimi diritti;



- La fusione cosiddetta “inversa”, cioè quella in cui la controllante viene incorporata nella controllata posseduta al 100%.

L'articolo 2501-septies c.c. definisce una serie di obblighi pubblicitari che devono essere osservati da parte di tutte le società partecipanti alla fusione. Nello specifico, è previsto l'obbligo di depositare in copia presso la sede delle società partecipanti o di pubblicare sul sito internet delle stesse, almeno trenta giorni prima dell'assemblea e finché la fusione non sia stata deliberata, i seguenti documenti:

- Il progetto di fusione, unitamente alle relazioni redatte dagli amministratori e dagli esperti, ai sensi degli articoli 2501-ter, quinquies e sexies;

- I bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, comprensivi della relazione degli amministratori, del collegio sindacale e della relazione di certificazione, quando quest'ultima è prevista dalla normativa;
- Le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione di cui all'articolo 2501-quarter.

Inoltre, per i soci delle società interessate alla fusione, è previsto anche il diritto di prendere visione dei sopra citati documenti o di richiederne una copia cartacea o telematica. In ogni caso, però, la società non è tenuta a fornire copia di tali documenti quando non richiesta, purché abbia pubblicato gli stessi sul sito internet della società e quest'ultimo consenta di effettuarne liberamente la copia o la stampa. Da notare che il termine di trenta giorni deve essere rispettato considerando il deposito dell'ultimo documento.

L'articolo 2502 c.c. è dedicato all'approvazione della decisione di fusione da parte dei soci e prevede due diverse tipologie di quorum relative alle due diverse tipologie di società: nelle società di persone, infatti, il quorum deliberativo è pari alla maggioranza dei soci calcolata sulla base della partecipazione di ciascuno agli utili, fatta salva la facoltà di recedere dalla società per il socio dissenziente, mentre, per le società di capitali, la decisione è di competenza dell'assemblea straordinaria e sono quindi previsti i quorum deliberativi per la modificazione dell'atto costitutivo e dello statuto⁹.

L'articolo 2502-bis c.c. disciplina gli obblighi pubblicitari relativi alla delibera di approvazione della decisione di fusione, specificando che quest'ultima, unitamente a tutti i documenti previsti dall'articolo 2501-septies (progetto di fusione, bilanci degli ultimi tre esercizi, relazione degli amministratori e degli esperti e situazione patrimoniale delle società partecipanti), deve essere depositata per l'iscrizione all'interno del registro delle imprese entro 30 giorni dall'approvazione.

È inoltre prevista una disciplina relativa all'impugnazione della delibera di fusione, trattata all'interno dell'articolo 2377 c.c. Quest'ultimo stabilisce che i soci assenti, dissenzienti o astenuti, il collegio sindacale e il consiglio di sorveglianza possono impugnare le delibere assembleari, purché queste siano contrarie a norme di legge o di statuto. È quindi possibile esercitare tale azione di impugnativa allorquando sussista un vizio formale, in quanto la fusione è un'operazione espressamente prevista e disciplinata da norme di legge.

⁹ Ai sensi degli articoli 2368 e 2369 c.c., l'assemblea straordinaria dei soci in sede di prima convocazione prevede come quorum costitutivo e deliberativo più della metà del capitale sociale, salvo che lo statuto non disponga diversamente; in sede di seconda e di successive convocazioni, il quorum costitutivo è pari ad oltre un terzo del capitale sociale mentre il quorum deliberativo è pari ad almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea. È fatta eccezione per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, per le quali possono essere previste una terza ed ulteriori convocazioni, nelle quali il quorum costitutivo è pari ad almeno il quinto del capitale sociale ed il quorum deliberativo è pari ad almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

Inoltre, ai sensi dell'articolo 2437 c.c., è previsto, per gli azionisti dissenzienti dalle delibere di società quotate in mercati regolamentati, il diritto di recesso, esercitabile nel momento in cui a seguito della fusione gli sono assegnate delle azioni non quotate.

Gli articoli 2503 e 2503-bis c.c. disciplinano rispettivamente l'opposizione dei creditori e degli obbligazionisti.

In particolare, l'articolo 2503 c.c. stabilisce che la fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2502-bis, salva l'ipotesi in cui ci sia il consenso da parte di tutti i creditori, il rimborso dei creditori dissenzienti o il deposito delle relative somme presso una banca e salva l'ipotesi in cui la società di revisione che ha redatto la relazione ex articolo 2501-sexies sia unica per tutte le società partecipanti alla fusione e asseveri che, in virtù della situazione patrimoniale delle società partecipanti alla fusione, non siano necessarie ulteriori garanzie a tutela dei suddetti creditori. In tutte le altre ipotesi, invece, in cui non si siano verificate le suddette condizioni, i creditori entro il termine dei sessanta giorni possono fare opposizione, ai sensi dell'articolo 2445 c.c.¹⁰

Inoltre, bisogna distinguere i creditori che sono autorizzati ad esprimere il loro giudizio sulla fusione, cioè tutti quelli anteriori all'iscrizione o pubblicazione del progetto di fusione, e i creditori che sono invece autorizzati ad esprimere il loro assenso, che può essere anche successivo, purché sia precedente all'atto di fusione.

Con particolare riferimento al deposito delle relative somme presso una banca, occorre ricordare che: i creditori possono comunque opporsi all'operazione chiedendo di essere pagati immediatamente ai sensi dell'articolo 2503 c.c.; il denaro deve rimanere depositato presso l'istituto di credito per l'intera durata del termine di sessanta giorni entro i quali i creditori possono esercitare il diritto di opposizione ad essi riconosciuto; il deposito può anche essere cumulativo, purché sia tenuto un elenco nominativo dei creditori.

Disciplina specifica ed anche leggermente differente è invece prevista per gli obbligazionisti, ai sensi dell'articolo 2503-bis. Essi, in quanto creditori, possono esercitare diritto di opposizione ex articolo 2503 c.c., salva l'ipotesi in cui la fusione sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

In aggiunta a tale disposizione, è prevista, a favore dei possessori di obbligazioni convertibili, la possibilità di richiederne la conversione almeno novanta giorni prima dell'iscrizione del progetto di fusione ed entro trenta giorni dalla data di pubblicazione di uno specifico avviso all'interno della Gazzetta Ufficiale. Per gli obbligazionisti che decidono invece di non esercitare

¹⁰ L'articolo 2445 c.c., quarto comma, stabilisce che può essere disposta la continuazione dell'operazione nonostante l'opposizione, qualora il tribunale ritenga infondato il pregiudizio per i creditori o ritenga che la società abbia prestato idonee garanzie.

la facoltà di conversione, l'articolo stabilisce che ad essi debbano essere riconosciuti diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione.

Atto di fusione, effetti della stessa e criteri di assegnazione di azioni o quote sono invece disciplinati rispettivamente dagli articoli 2504, 2504-bis, ter e quarter c.c.

L'articolo 2504 c.c. stabilisce innanzitutto che la fusione deve risultare da un atto pubblico. Quest'ultimo, che prende il nome di atto di fusione, deve essere redatto una volta decorso il termine dei sessanta giorni, purché non vi sia stata opposizione da parte dei creditori. Quanto agli obblighi pubblicitari, il secondo comma dell'articolo prevede che il deposito dell'atto di fusione, presso l'ufficio del registro delle imprese dei luoghi in cui è posta la sede di tutte le società partecipanti e della società risultante dalla fusione, compete al notaio, se all'operazione partecipano società di capitali o se la società risultante è una società di capitali, o all'organo amministrativo della società risultante dalla fusione, se a quest'ultima vi partecipano solo società di persone. Il terzo ed ultimo comma dell'articolo, invece, precisa che il deposito relativo alla società risultante dalla fusione, per ragioni di efficacia, non può essere precedente rispetto al deposito relativo a tutte le altre società partecipanti.

Merita particolare attenzione anche la legge 27 dicembre 2017 n.205, che ha modificato la disciplina in tema di atto pubblico informatico, stabilendo che non è più sufficiente la firma digitale per gli atti di fusione.

A seguito del deposito dell'atto di fusione, è inoltre previsto un obbligo, a carico del notaio, di registrare lo stesso presso l'Ufficio del registro entro venti giorni dalla data dell'atto stesso ed occorre effettuare anche tutte le necessarie comunicazioni agli uffici fiscali e previdenziali, a clienti, fornitori ed istituti bancari ecc. In ultimo ma non per importanza, si procederà ad annullare le azioni delle società partecipanti alla fusione e ad emettere quelle della società risultante.

L'articolo 2504-bis c.c. disciplina gli effetti della fusione nei confronti dei terzi e stabilisce al primo comma che la società risultante dalla fusione assume tutti i diritti e gli obblighi delle società partecipanti, proseguendo anche in tutti i loro rapporti, processuali e no, anteriori alla fusione. Tale efficacia si ha a partire dall'ultima iscrizione prevista all'interno dell'articolo 2504 c.c., ad eccezione della fusione per incorporazione, per la quale può anche essere eventualmente concordata una data successiva. Per quanto riguarda invece i numeri 5 e 6 dell'articolo 2501-ter c.c., cioè la data dalla quale le azioni o quote partecipano agli utili e la data dalla quale le operazioni delle società partecipanti sono imputate al bilancio della società risultante, il terzo comma dell'articolo 2504-bis c.c. stabilisce che queste possono essere anche anteriori rispetto alla data in cui la fusione diviene efficace nei confronti dei terzi.

Il quarto comma dell'articolo è invece dedicato al primo bilancio post fusione e stabilisce che le attività e le passività devono essere iscritte ai valori che risultano dalle scritture contabili alla

data di efficacia della fusione. Stabilisce inoltre che l'eventuale disavanzo può essere imputato, se possibile, alle componenti dell'attivo e del passivo e per la differenza ad avviamento, ai sensi dell'articolo 2426 n. 6 c.c.¹¹

In aggiunta a tali disposizioni, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, è previsto l'obbligo di allegare alla nota integrativa tutti i prospetti contabili che indicano i valori attribuiti alle attività e passività delle società che hanno partecipato alla fusione, unitamente alla relazione dell'esperto ex articolo 2501-sexies. Nell'ipotesi in cui, invece che un disavanzo, ci sia un avanzo da fusione, quest'ultimo deve essere imputato a "Patrimonio Netto" oppure alla voce "Fondi rischi ed oneri", qualora dovesse derivare da perdite o risultati sfavorevoli attesi. Il quinto ed ultimo comma, infine, stabilisce che, nel caso in cui la società risultante sia una società di capitali, i soci precedentemente illimitatamente responsabili restano soggetti a tale regime di responsabilità per tutte le obbligazioni delle rispettive società antecedenti all'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2504 c.c., fatta salva l'ipotesi in cui i creditori abbiano prestato il loro consenso.

L'articolo 2504-ter c.c. prevede un divieto di assegnazione di azioni o quote a carico della società risultante dalla fusione o incorporante. Per comprendere tale divieto, bisogna innanzitutto considerare il fatto che, per attuare definitivamente la fusione, ci dovrà essere la creazione di una nuova società con un nuovo capitale sociale oppure l'aumento di capitale sociale da parte dell'incorporante; questi nuovi capitali dovranno poi essere assegnati ai soci delle società partecipanti in virtù del rapporto di cambio che è stato determinato ed è in questa fase che il divieto ex articolo 2504-ter c.c. interviene: esso, infatti, prescrive che la società risultante dalla fusione o quella incorporante non possono assegnare alle società partecipanti azioni o quote in sostituzione di quelle già possedute dalle società medesime (o dalla società incorporante nel caso di fusione per incorporazione), anche per mezzo di società fiduciarie o di interposta persona. Nello specifico, l'articolo fa riferimento alle azioni o quote delle società incorporate possedute dall'incorporante oppure alle azioni proprie possedute dalle stesse società incorporate o partecipanti alla fusione.

Infine, l'articolo 2504-quarter c.c., dedicato all'invalidità della fusione, stabilisce che quest'ultima non può essere pronunciata una volta che sono state portate a termine tutte le iscrizioni dell'atto di fusione previste dall'articolo 2504 c.c.

È però possibile, per i soci ed i terzi danneggiati dalla fusione, richiedere il risarcimento del danno. Quindi, si può dedurre che tale tutela prevista dal legislatore sia di carattere "ex post". Gli eventuali soci o terzi danneggiati non potranno quindi richiedere la nullità della fusione, ma potranno quanto meno richiedere un risarcimento del danno sia nei confronti delle società

¹¹ L'articolo afferma che "l'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso del collegio sindacale, ove esistente, se acquisito a titolo oneroso e nei limiti del costo per esso sostenuto".

partecipanti che dei loro amministratori. Situazione differente, invece, quella relativa alle azioni risarcitorie nei confronti dell'esperto o degli esperti, per le quali è stato già trattato precedentemente l'articolo 2501-quinquies c.c.

L'ultima sezione della disciplina normativa dedicata all'operazione di fusione è quella relativa alle incorporazioni di società interamente possedute o possedute al novanta per cento (articoli 2505 e 2505-bis c.c.) ed alle ultime disposizioni di carattere generale (articoli 2505-ter e quarter c.c.).

L'articolo 2505 c.c. regola l'incorporazione delle società interamente possedute prevedendo minori adempimenti a carico dell'incorporante. In particolare, per questa tipologia di fusioni, solitamente definite "anomale", una serie di disposizioni non sono applicate:

- Per quanto riguarda il progetto di fusione, non è necessario dare indicazione dei numeri 3, 4 e 5 dell'articolo 2501-ter c.c., aventi ad oggetto rispettivamente il rapporto di concambio e l'eventuale conguaglio in denaro, la modalità di assegnazione delle azioni o quote dell'incorporante e la data dalla quale le azioni o quote assegnate a seguito della fusione parteciperanno agli utili;
- Relativamente agli articoli 2501-quinquies e sexies c.c., non occorre redigere la relazione degli amministratori e dell'esperto, in quanto non richieste.

Considerando le particolari circostanze, appare chiaro il motivo per cui tali adempimenti non sono necessari; l'incorporante, infatti, possiede già tutte le azioni o quote dell'incorporata, le quali saranno semplicemente soggette ad annullamento a seguito della conclusione dell'operazione.

Questa procedura semplificata può anche essere utilizzata nel caso in cui l'incorporante non possieda ancora l'incorporata al 100%, a condizione che nel progetto di fusione sia esplicitamente indicata la volontà dell'incorporante di effettuare l'acquisizione e che tale acquisizione avvenga in una data anteriore alla delibera di fusione.

Il secondo comma dell'articolo, invece, prevede delle semplificazioni procedurali relative alla delibera di fusione, stabilendo che quest'ultima, se previsto dall'atto costitutivo o dallo statuto, possa risultare da un atto pubblico redatto dagli organi amministrativi, purché siano rispettate le disposizioni dell'articolo 2501-ter commi 3 e 4 c.c. per tutte le società (termini di tempo relativi al deposito per l'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese del luogo in cui hanno sede le società o alla pubblicazione sul sito internet delle stesse) e le disposizioni dell'articolo 2501-septies comma 1 n. 1 e 2 c.c. per la sola società incorporante (deposito del progetto di fusione e degli ultimi tre bilanci presso la sede sociale).

Per evitare che questa semplificazione procedurale conducesse ad un abuso da parte degli organi amministrativi, il legislatore ha previsto la possibilità di esercitare diritto di opposizione, per i soci che rappresentino almeno il cinque per cento del capitale sociale, tramite un'apposita

domanda indirizzata alla società entro otto giorni dalla data in cui è stato pubblicato o depositato il progetto di fusione.

La finalità dell'esercizio di tale diritto è chiedere che la decisione di fusione sia presa per vie "normali", andando ad applicare la normale disciplina in materia di decisione di fusione, ai sensi dell'articolo 2502 c.c.

Con riferimento a tale diritto di opposizione, inoltre, l'Assonime (con il Caso n. 10/2010 del 13 dicembre 2010) ha previsto la possibilità di derogare il termine di 30 giorni (15 nel caso di fusioni in cui il capitale delle società non è espresso in forma azionaria) che deve intercorrere dall'iscrizione del progetto di fusione all'approvazione della relativa delibera nei due modi indicati di seguito:

- Nei primi otto giorni successivi all'iscrizione del progetto di fusione, se i soci che rappresentano almeno il 95% del capitale sociale hanno espressamente rinunciato all'esercizio del diritto di opposizione;
- A partire dal nono giorno successivo all'iscrizione del progetto di fusione, qualora il suddetto diritto di opposizione non sia stato esercitato entro i termini previsti dalla legge.

In generale, però, occorre ricordare che i suddetti termini non si possono applicare alle fusioni in cui partecipano società quotate nei mercati regolamentati.

Nel caso di incorporazione di una società posseduta al novanta per cento, disciplinato dall'articolo 2505-bis c.c., sono previste le stesse semplificazioni procedurali analizzate nel caso di incorporazione di società interamente posseduta, relativamente alla situazione patrimoniale ed alle relazioni degli amministratori e dell'esperto, ma in aggiunta deve essere riconosciuto ai soci di minoranza la possibilità di richiedere l'acquisto della propria quota partecipativa per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso¹².

Tuttavia, anche se la relazione dell'esperto non è richiesta, il progetto di fusione dovrà comunque indicare il rapporto di cambio che è stato determinato e l'eventuale aumento di capitale sociale necessario per assicurare il concambio, nonché l'impegno rivolto agli altri soci di acquistare le azioni o quote dei soci di minoranza ad un prezzo determinato secondo i criteri indicati al primo comma dell'articolo 2505-bis c.c. ed un termine entro il quale tale diritto potrà essere esercitato.

Al secondo comma dell'articolo è indicata una disposizione analoga a quella contenuta nell'articolo precedente (2505 c.c.) che stabilisce che la decisione di fusione possa risultare da un atto pubblico redatto dall'organo amministrativo della società incorporante, purché siano rispettate le disposizioni relative al deposito del progetto di fusione, degli ultimi tre bilanci e delle situazioni patrimoniali (articolo 2501-septies c.c.) e le disposizioni relative al deposito per

¹² Articolo 2437-ter c.c. per le Società per Azioni e per le Società in accomandita per azioni, articolo 2473 c.c. per le Società a Responsabilità Limitata e articolo 2289 c.c. per le società di persone.

l'iscrizione o alla pubblicazione del progetto di fusione per la società incorporante (articolo 2501-ter c.c.), da effettuarsi almeno un mese prima della data prevista per la decisione di fusione da parte della società incorporata.

Il terzo comma dell'articolo, invece, stabilisce che, in tema di richiesta di delibera in sede assembleare, alla fusione per incorporazione di una società posseduta al novanta per cento si applichino le disposizioni previste in materia di incorporazione di società interamente possedute (articolo 2505 c.c. comma 3).

L'articolo 2505-ter c.c. stabilisce che per tutte le iscrizioni nel registro delle imprese previste dagli articoli 2501-ter, 2502-bis e 2504 c.c. conseguono gli effetti previsti dall'articolo 2448 c.c. In particolare, quest'ultimo stabilisce che gli atti per i quali è prevista l'iscrizione all'interno del registro delle imprese sono opponibili ai terzi solo dopo tale pubblicazione, salvo che la società non dimostri che i terzi ne siano a conoscenza. Al secondo comma, invece, l'articolo stabilisce che, relativamente alle operazioni compiute entro il quindicesimo giorno dalla pubblicazione, gli atti non sono opponibili ai terzi che riescano a dimostrare la loro effettiva impossibilità di venirne conoscenza.

Infine, l'articolo 2505-quarter c.c., introdotto con la riforma del diritto societario, disciplina le fusioni in cui non sono coinvolte società il cui capitale è rappresentato da azioni, prevedendo per tali operazioni una disciplina semplificata.

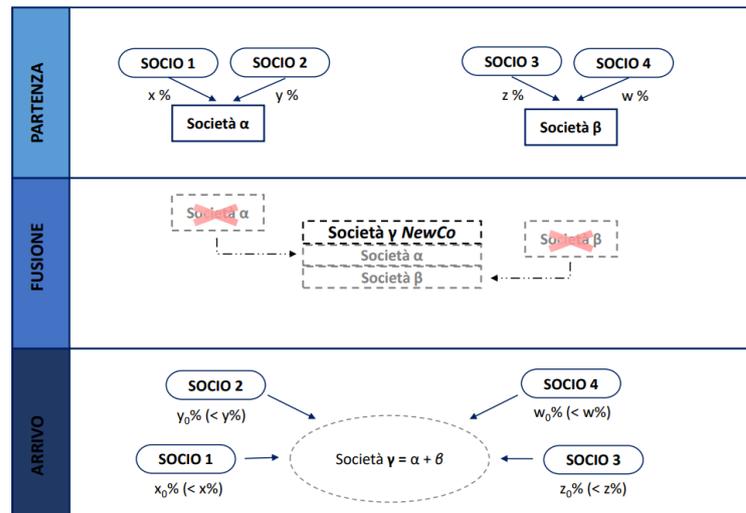
Nello specifico non sono soggette ad applicazione le disposizioni:

- Di cui all'articolo 2501 comma 2 c.c., che esclude la possibilità di partecipare alle fusioni per le società in liquidazione che abbiano già cominciato la distribuzione degli utili;
- Di cui all'articolo 2501-ter comma 2 c.c., che prevede che il conguaglio non sia superiore al 10 per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate;
- Di cui all'articolo 2501-sexies, per quanto riguarda la relazione dell'esperto sul concambio, che può essere omessa previo consenso di tutti i soci delle società partecipanti alla fusione;
- Di cui all'articolo 2501-ter comma 4 c.c., relativamente al termine di 30 giorni che deve intercorrere tra l'iscrizione del progetto di fusione e la decisione, ridotto a 15 giorni;
- Di cui all'articolo 2501-septies comma 1 c.c., per quanto riguarda il termine di 30 giorni antecedenti alla data di decisione di fusione per il deposito degli atti, ridotto a 15 giorni;
- Di cui all'articolo 2503 comma 1 c.c., relativamente al termine di due mesi dall'iscrizione dell'atto di fusione per l'esercizio del diritto di opposizione da parte dei creditori, ridotto ad un mese.

1.3.2. Descrizione dell'operazione

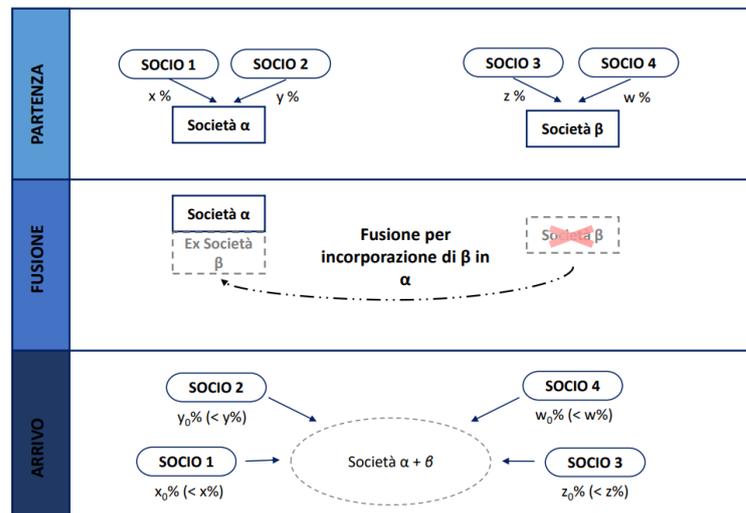
Come specificato all'interno dell'articolo 2501 c.c., la fusione può avvenire secondo due diverse modalità:

3. Fusione per unione



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

4. Fusione per incorporazione



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

Nella fusione per unione, come mostrato in tabella 3, le due o più società partecipanti alla fusione (α e β) si estinguono dando vita ad una nuova società (γ). Di conseguenza, l'estinzione comporterà l'annullamento di tutte le partecipazioni possedute dai soci delle società partecipanti ed il successivo riconoscimento di una nuova partecipazione al capitale della società di nuova creazione (*NewCo*) risultante dalla fusione, la quale, quindi, non deterrà azioni proprie.

Situazione differente, invece, per quanto riguarda la fusione per incorporazione, come mostrato in tabella 4: in questo caso si estingue solamente la società incorporata (β) che entrerà a far parte della società incorporante (α), la quale a sua volta riconoscerà una partecipazione a favore dei nuovi soci a seguito dell'incremento del capitale sociale.

Per questa tipologia di fusione sono previste due particolarità: la prima particolarità è il divieto sancito dall'articolo 2504-ter circa l'assegnazione ai soci delle società incorporate di una partecipazione sostitutiva delle azioni di suddette società possedute dalle stesse e dalla incorporante. Le eventuali azioni delle società incorporate possedute dalla società incorporanda così come quelle possedute dalle società incorporate stesse saranno quindi annullate; la seconda particolarità è costituita dalla deroga ai limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie. In tal caso, non si dovrà osservare il limite quantitativo previsto dagli articoli 2357 e 2357-bis c.c., pari al 20% del capitale sociale, degli utili distribuibili e delle riserve disponibili. Le azioni dell'incorporanda, quindi, eventualmente possedute dalle incorporate o dall'incorporanda stessa sotto forma di azioni proprie, non saranno annullate ma l'eventuale eccedenza dovrà essere alienata entro un anno oppure annullata con conseguente riduzione del Capitale Sociale.



In base alle diverse tipologie di società che partecipano alla fusione, è possibile inoltre distinguere due categorie di fusione: omogenea ed eterogenea.

La fusione omogenea si ha nel caso in cui vi partecipino tutte società dello stesso tipo (società di persone con società di persone e società di capitali con società di capitali); la fusione eterogenea, invece, si ha nel caso in cui vi partecipino società di tipo diverso (ad esempio l'unione tra società di persone e di capitali).

Come l'acquisizione, anche la fusione rappresenta una delle fattispecie inquadrabili come *Business Combination*, definita dallo IASB all'interno del principio contabile internazionale IFRS3, e cioè "una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più business". In particolare, la fusione determina il raggruppamento dei singoli capitali delle società partecipanti e la confluenza dei rispettivi soci in un'unica struttura organizzativa.

Tra gli obiettivi che si intende perseguire con un'operazione di fusione c'è sicuramente l'ottenimento di un beneficio economico dato dal maggior valore che si prospetta per il nuovo sistema aziendale, che può essere il risultato di una molteplicità di fattori determinanti, quali ad esempio:

- Strategie di crescita, che possono permettere la realizzazione di economie di scala;
- Strategie di mantenimento, che portano ad un'ottimizzazione dei processi aziendali;
- Strategie finanziarie, ad esempio i *Leveraged Buy-Out*, che permettono di sfruttare l'effetto leva incorporando imprese con forte liquidità;
- Strategie legate ad obiettivi extra-economici, che possono portare ad una diversificazione dell'investimento inizialmente effettuato dagli azionisti.

Molteplici sono anche le motivazioni che possono indurre ad effettuare un'operazione di fusione, anch'esse legate alle diverse tipologie di strategie che possono essere attuate:

- Motivazioni di carattere generale, ad esempio l'ottenimento di una posizione dominante;
- Motivazioni di carattere commerciale, ad esempio il rafforzamento della propria presenza sul mercato o la volontà di efficientare i processi di distribuzione e vendita;
- Motivazioni di carattere industriale, tecnologico o logistico, ad esempio l'acquisizione di know how o il raggiungimento di economie di scala;
- Motivazioni di carattere finanziario, ad esempio l'accentramento della liquidità con una conseguente compensazione dei debiti;
- Motivazioni di carattere amministrativo, ad esempio l'ottimizzazione dello sfruttamento delle risorse umane e tecnologiche con conseguente riduzione dei costi;
- Motivazioni di carattere fiscale, ad esempio la possibilità di usufruire della deducibilità di eventuali perdite allo scopo di ridurre il reddito imponibile.

Da un'operazione di fusione possono essere generati due diversi tipi di differenze, derivanti da tre diverse operazioni di fusione: la differenza da concambio, che può essere generata in caso di fusione per unione o in caso di fusione per incorporazione in cui l'incorporante non detiene partecipazioni nell'incorporata, e la differenza da annullamento, che può essere generata in caso di fusione per incorporazione in cui l'incorporante detiene il 100% dell'incorporata. C'è poi un caso particolare, che può generare sia differenze da annullamento che da concambio, ed è il

caso della fusione per incorporazione in cui l'incorporante detiene una partecipazione nell'incorporata inferiore al 100%.

Innanzitutto, occorre definire queste due diverse tipologie di differenza:

- La differenza da concambio è data dalla differenza positiva (disavanzo) o negativa (avanzo) tra l'incremento del capitale sociale dell'incorporante o della *NewCo* e la corrispondente quota di patrimonio netto contabile della società incorporata o delle società partecipanti alla fusione;
- La differenza da annullamento, invece, è data dalla differenza positiva (disavanzo) o negativa (avanzo) tra il valore della partecipazione risultante dall'attivo della società incorporanda ed il corrispondente valore contabile risultante dal passivo della società incorporata.

Per concludere, bisogna analizzare i diversi trattamenti contabili che sono stati riservati alle due tipologie di differenze.

Per quanto riguarda il disavanzo da annullamento, questo, per prima cosa, deve essere imputato ad un riadeguamento a valori correnti dell'attivo e del passivo, in quanto può essere appunto determinato da un loro valore espresso diversamente. Qualora il suddetto disavanzo dovesse emergere anche a seguito del riadeguamento dei valori dell'attivo e del passivo, significherà che esso potrà dipendere da quattro diversi fattori:

- Presenza di un avviamento, ed in tal caso sarà imputato alla voce "Avviamento";
- Presenza di perdite d'esercizio subite dalla partecipata ma che non sono state ritenute idonee a comportare una svalutazione della partecipazione;
- Presenza di un eccessivo costo pagato per l'acquisizione della partecipazione, dovuto a fattori extra economici oppure ad un allora maggior potere contrattuale esercitato dal venditore;
- La presenza di rivalutazioni della partecipazione, per effetto di leggi speciali, che non hanno comportato un adeguamento del valore dei beni della partecipata.

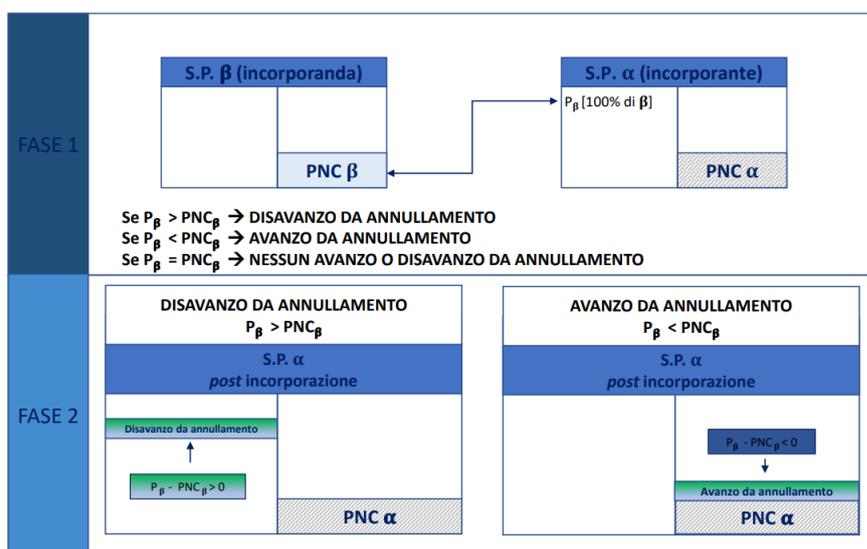
Nel secondo e nel terzo caso il disavanzo deve essere eliminato riducendo il patrimonio netto post fusione mediante l'utilizzo di una o più riserve. Qualora, però, questo non fosse possibile, bisognerà iscrivere una perdita nel conto economico dell'esercizio in cui la fusione si è conclusa.

L'avanzo da annullamento, invece, può anch'esso dipendere da quattro diversi fattori:

- L'ipotesi in cui il valore della partecipazione è inferiore poiché valutato al costo originario che non è mai stato rivalutato, ed in questo caso l'avanzo sarà iscritto tra le riserve di capitale;

- L'ipotesi di una sopravvalutazione del patrimonio netto della società incorporata, ed in tal caso si dovrà procedere ad una sua rivalutazione e ad un adeguamento dei valori delle attività e passività;
- L'ipotesi in cui sono previste delle perdite attese, ed in tal caso l'avanzo sarà considerato un vero e proprio avviamento negativo o badwill e dovrà essere iscritto all'interno di un fondo rischi ed oneri;
- La presenza di rivalutazioni della partecipazione, per effetto di leggi speciali, che non hanno comportato un adeguamento del valore dei beni della partecipata.

5. Avanzo/Disavanzo da Annullamento



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

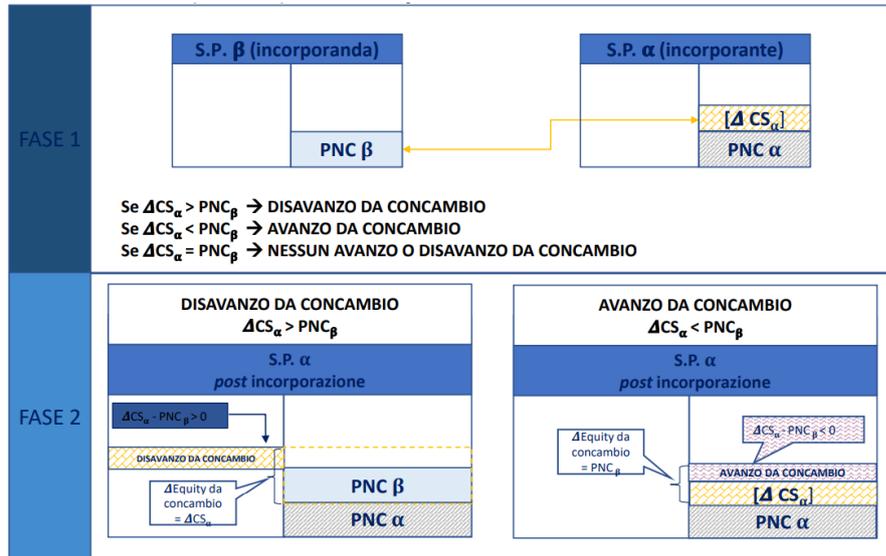
Relativamente al disavanzo da concambio, sono due le ipotesi da considerare:

- L'ipotesi in cui esso abbia una natura puramente casuale, ed in tal caso si dovrà procedere alla sua eliminazione attraverso l'utilizzo di una o più riserve disponibili o attraverso l'iscrizione di una perdita nel conto economico dell'esercizio;
- L'ipotesi in cui esso derivi da un rapporto di concambio determinato tramite un negoziato tra parti indipendenti, ed in tal caso si potrà imputare ad aumento dei valori dell'attivo oppure ad avviamento.

Infine, anche per quanto riguarda l'avanzo da concambio, le ipotesi da considerare sono due:

- L'ipotesi in cui esso dipenda da un cosiddetto "buon affare", ed in tal caso dovrà essere imputato ad un'apposita voce di Patrimonio Netto, identificabile come una riserva assimilabile alla riserva sovrapprezzo azioni;
- L'ipotesi in cui sia dovuto alla previsione di perdite future o di risultati economici sfavorevoli, ed in tal caso costituirà a tutti gli effetti un vero e proprio avviamento negativo o badwill e dovrà essere imputato all'interno della voce "Fondi rischi ed oneri".

6. Avanzo/Disavanzo da Concambio



Fonte: materiale didattico Prof. Pinto

CAPITOLO

2

2. Il Leveraged Buy-Out: caratteristiche e struttura dell'operazione

2.1. Descrizione dell'operazione e cenni storici

Il *Leveraged Buy-Out* (LBO) è una fattispecie disciplinata all'interno dell'ordinamento giuridico italiano dall'articolo 2501-bis c.c. Essa fa riferimento all'acquisizione di un'azienda mediante una combinazione di debito (in maggioranza) ed *equity* (in minoranza).

Per poter analizzare al meglio questo tipo di operazione molto particolare, occorre innanzitutto introdurre il concetto di leva finanziaria, che rappresenta il rapporto tra l'indebitamento finanziario ed il capitale proprio di un'impresa, ed analizzare i suoi possibili effetti (positivi, negativi o nulli). A tale scopo, bisogna descrivere diverse grandezze ed analizzare soprattutto la relazione finanziaria che intercorre tra le stesse: il *Return on Equity* (ROE), il *Return on Investment* (ROI) ed il *Return on Debt*.

Il *Return on Equity* rappresenta il tasso di redditività del capitale proprio ed è il risultato della seguente formula:

$$ROE = \frac{\text{Utile dell'esercizio}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Il *Return on Investment*, invece, rappresenta il tasso di redditività del capitale investito ed è il risultato della seguente formula:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo (EBIT)}}{\text{Totale Impieghi}}$$

Il *Return on Debt*, infine, rappresenta il tasso di interesse che l'azienda paga sull'indebitamento finanziario.

Tra queste tre grandezze intercorre un'importante relazione che, secondo il teorema di Modigliani-Miller, serve a comprendere quale sarà l'effetto della leva finanziaria sul ROE ed è la seguente:

$$ROE = [ROI + (ROI - ROD) * (\text{Debiti Finanziari}/\text{Capitale Proprio})] * (1 - T)$$

L'elemento fondamentale della relazione è costituito dalla differenza tra il ROI ed il ROD, definita anche *spread*, che sarà poi moltiplicata per il rapporto tra indebitamento finanziario e capitale proprio, rappresentante, appunto, la leva finanziaria.

Lo *spread* non rappresenta altro che la differenza tra il tasso di rendimento del capitale investito ed il tasso di interesse pagato dall'azienda sull'indebitamento finanziario, quindi si può facilmente intuire che quanto più tale differenza sarà maggiore di zero, tanto più conveniente sarà per l'impresa ricorrere all'indebitamento quale forma di finanziamento. Quest'incremento dell'indebitamento genererà un conseguente incremento della leva finanziaria che a sua volta, moltiplicata per lo *spread*, produrrà effetti positivi sul ROE, cioè il tasso di rendimento del capitale proprio.

Se, invece, lo *spread* dovesse essere negativo, con un tasso di interesse maggiore del tasso di rendimento del capitale investito, all'azienda non converrà fare ricorso all'indebitamento quale forma di finanziamento e quindi ci sarà una riduzione della leva finanziaria.

L'ultima ipotesi è quella in cui lo *spread* è pari a zero, quindi il caso in cui il tasso di rendimento ed il tasso di interesse si equivalgono. In questo caso l'effetto della leva finanziaria si può definire nullo e per l'azienda è indifferente ricorrere al finanziamento mediante mezzi propri o di terzi.

Da un punto di vista storico, il primo *Leveraged Buy-Out* c'è stato nel 1901 quando J. P. Morgan acquisì la Carnegie Steel Company per 480 milioni di dollari. Da allora c'è stato un susseguirsi sempre crescente di operazioni di questo tipo fino ad arrivare agli anni '70 ed '80 in cui si è imposto all'attenzione del pubblico.

Il periodo di tempo di riferimento è tutt'altro che casuale se si considera l'affermazione negli Stati Uniti intorno agli anni '60 del cosiddetto "*going private*", del quale tali operazioni possono essere considerate come una vera e propria evoluzione. Esse, infatti, avevano l'obiettivo di trasformare in *private corporations* le cosiddette *public corporations*, concentrando la proprietà di queste ultime nelle mani di un ristretto numero di investitori, in modo da prevenire il rischio di un takeover. Dopo un periodo di forte crescita, negli anni '90 il mercato americano dei *Leveraged Buy-Out* subì una brusca frenata a causa di una serie di fattori, tra cui alcuni scandali connessi all'*insider trading* da parte dei finanziatori, la riduzione del valore delle attività aziendali dovuta alle difficoltà economiche del periodo o l'introduzione all'interno del sistema giuridico statunitense di una nuova disciplina finalizzata a regolare le cosiddette "*High Leveraged Transactions*" (HLT), cioè quelle operazioni nelle quali era prevista la concessione di un finanziamento a fronte di un'immissione di capitale proprio pari ad almeno il 25% dell'investimento. Ben presto la tecnica del LBO sbarcò anche nel continente europeo, partendo dalla Gran Bretagna e diffondendosi gradualmente in tutti gli altri stati. In particolare, in Italia uno dei primi e più importanti *Leveraged Buy-Out* risale alla fine degli anni '80, quando

Olivetti, un forte esponente del settore dell'IT, lanciò un'Offerta Pubblica di Acquisto e di Scambio (OPAS) su Telecom, allora leader del settore delle telecomunicazioni.

Dopo un generale periodo di assestamento verificatosi intorno agli anni '90, c'è stato un nuovo periodo di crescita internazionale fino a giungere al triennio 2007-2009, durante il quale le operazioni di LBO sono crollate vertiginosamente, da 581 a 18 miliardi di dollari, a causa della riduzione della propensione ad erogare prestiti o della riduzione della liquidità, entrambe dovute alla crisi finanziaria del periodo. In seguito, nello scenario post-crisi, i LBO hanno pian piano riacquisito la loro importanza nel mondo della finanza ed in particolar modo nel mondo del private equity. Basti pensare che in Italia, ad esempio, nel 2012, circa il 64% dei capitali investiti era rappresentato da operazioni di *Leveraged Buy-Out*, per un aumento dell'8% rispetto all'anno precedente.

Un fattore molto importante che può aiutare a comprendere il perché della grande diffusione delle operazioni di LBO è il fatto che esse molto spesso, anche in periodi di forte carenza di liquidità o di difficoltà ad accedere ai finanziamenti, rappresentano l'unico modo che ha un investitore per ottenere le risorse necessarie per effettuare un investimento, anche in virtù della sua finalità principale che è quella di incrementare il valore dell'attività acquisita attraverso una gestione diretta e mirata della stessa.

Esistono diverse tipologie di operazioni di *Leveraged Buy-Out*, principalmente distinte sulla base dei soggetti promotori, ferma restando la rilevanza economica e strategica del ricorso all'indebitamento:

- LBO Istituzionale (*turnaround buy-out*): si ha nel momento in cui uno o più fondi o investitori istituzionali individuano una società in vendita e la acquisiscono. Diverse tipologie di imprese possono riguardare questo tipo di LBO, ad esempio quelle che sono intenzionate ad uscire da un determinato business o quelle in cui il proprietario ha deciso di ritirarsi e non ci sono i presupposti per attuare un semplice ricambio generazionale. Talvolta l'operazione può anche avere ad oggetto un'impresa in crisi che gli investitori hanno intenzione di ristrutturare e di rivalorizzare. I LBO Istituzionali sono generalmente operazioni di breve periodo, condotte principalmente da fondi di private equity specializzati, che hanno l'obiettivo di massimizzare il *capital gain*¹³;
- *Management Buy-Out* (MBO): in questo caso il soggetto che studia e finanzia l'operazione è il management dell'azienda stessa. Quest'ultimo, quindi, guida l'acquisizione dell'azienda e i suoi attuali componenti diventano dei veri e propri imprenditori al termine dell'operazione. Qualora invece i componenti del management dell'azienda dovessero essere contemporaneamente acquirenti e venditori si è in

¹³ Il Capital Gain può essere definito come il guadagno in conto capitale, risultato della differenza tra il prezzo d'acquisto ed il prezzo di vendita di un determinato asset.

- presenza di un cosiddetto *Owner Buy-Out* (OBO). Un fattore che molto spesso è alla base della riuscita di un'operazione di MBO è proprio il fatto che è il management ad essere interessato all'acquisizione, poiché ciò costituirà una vera e propria garanzia circa la qualità della gestione futura dell'impresa;
- *Management Buy-In* (MBI): è il caso in cui un management team esterno all'azienda conduce l'acquisizione della stessa e possono verificarsi due ipotesi differenti: una prima in cui il management individua un'azienda, inquadra l'operazione ed usufruisce di un investitore istituzionale per perfezionarla oppure una seconda in cui l'azienda è individuata da un fondo di Buy-Out che si rivolgerà poi ad un management team esterno capace di assicurargli una certa qualità della gestione una volta conclusa l'operazione. L'operazione ha di solito come orizzonte temporale 4/5 anni, in virtù del fatto che l'obiettivo principale è massimizzare il tasso di rendimento della partecipazione prima di cederla. A volte può anche verificarsi l'ipotesi in cui ai manager esterni si uniscano anche alcuni manager interni alla società ed in tal caso si parlerà di *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO);
 - *Leveraged Build-UP* (LBU): è un'operazione mediante la quale si vuole acquisire un'azienda strategica (definita *Platform company*) allo scopo di acquisire, attraverso la stessa, diverse realtà, con l'obiettivo di consolidare la propria posizione all'interno del settore, incrementare le performance aziendali ed usufruire delle economie di scala. Si ha quindi l'unione di aziende differenti ma collegate tra di loro, allo scopo di andare a sfruttare tutte le sinergie, anche attraverso la leva finanziaria;
 - *Employee Buy-Out*: è un'operazione conclusa dai dipendenti della società *Target* ed è molto diffusa negli Stati Uniti a causa della presenza di una politica fiscale favorevole e di un sostanzioso intervento da parte dei fondi pensionistici in qualità di operatori finanziari. L'obiettivo principale è quello di rilanciare imprese in difficoltà senza andare ad intaccare il livello occupazionale delle stesse;
 - *Family Buy-Out*: è un'operazione che ha l'obiettivo di agevolare il ricambio generazionale all'interno di un'impresa o di liquidare i soci non più interessati all'attività senza però procedere ad una frammentazione dell'azienda stessa. È l'ipotesi in cui, quindi, i membri della famiglia intenzionati a rimanere in attività liquidano gli altri membri non più interessati acquisendo le relative quote partecipative mediante l'impiego, in prevalenza, di capitale di terzi;
 - *Corporate Buy-Out*: in questo caso il LBO viene effettuato tra imprese dello stesso gruppo con lo scopo di riorganizzare l'assetto patrimoniale, perseguire strategie di crescita ed assicurare continuità aziendale, sempre cercando di mantenere un accettabile rapporto tra capitale proprio e di terzi;

- *Fiscal Buy-Out*: è un'operazione posta in essere allo scopo di usufruire di vantaggi fiscali ed avente finalità prevalentemente elusive, ragione per cui all'interno dell'ordinamento italiano non può essere ammessa in virtù dell'articolo 1344 c.c.¹⁴;
- *Secondary Buy-In*: è l'ipotesi in cui la società *Target* oggetto dell'acquisizione è già stata precedentemente acquisita attraverso un altro tipo di operazione di *Leveraged Buy-Out*;
- *Leveraged Recapitalization o Leveraged Cash-Out (LCO)*: in questo caso, l'operazione non è posta in essere allo scopo di acquisire la società *Target*, bensì allo scopo di distribuirne la potenziale liquidità tra il socio di controllo e gli altri soci. La struttura di tale operazione è quella classica del *Merger Leveraged Buy-Out (MLBO)*, prevedendo, quindi, la creazione di una *NewCo*, che procederà all'acquisizione della partecipazione della società *Target* mediante indebitamento presso terzi, ed il ripagamento di tale debito, usufruendo dei flussi di cassa della società *Target* a seguito della fusione per incorporazione. Tale operazione può anche essere conclusa mediante l'utilizzo della cosiddetta "Struttura delle due *NewCo*" o della cosiddetta "Struttura del Conferimento", mediante la quale il socio di controllo conferisce la propria partecipazione all'interno della *NewCo* per poi effettuare una distribuzione della riserva sovrapprezzo azioni a seguito di fusione inversa della *Target* all'interno della società veicolo, che in questo caso costituisce il soggetto conferitario;
- *Public to Private*: è un'operazione mediante la quale si vuole effettuare il *delisting* di una società, concentrando le azioni fino a quel momento negoziate all'interno dei mercati nelle mani di uno o più soci al di fuori del mercato. Il presupposto fondante dell'operazione, quindi, è il fatto che la società *Target* sia una società quotata, che sarà in seguito acquisita da una *NewCo* mediante il lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria finanziata interamente o quasi da capitale di terzi. Solo a seguito dell'eventuale esito favorevole dell'OPA, però, si potrà procedere al *delisting* delle azioni ai sensi dell'articolo 2.5.1¹⁵ del Regolamento di Borsa o si potrà procedere con la fusione per incorporazione della *Target*.

Una classica operazione di *Leveraged Buy-Out* si compone di diverse fasi:

- La prima fase è sicuramente l'identificazione della società *Target* che sarà poi oggetto dell'acquisizione e della successiva fusione per incorporazione;

¹⁴ L'articolo 1344 c.c. stabilisce che la causa di un contratto è da considerarsi illecita quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa, che nel caso di riferimento corrisponde alla normativa fiscale italiana.

¹⁵ L'articolo 2.5.1 stabilisce che Borsa Italiana può disporre la sospensione dalle negoziazioni di un determinato strumento finanziario oppure, nel caso di *delisting*, la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni dello stesso, nel caso in cui dovesse reputare che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.

- La seconda fase è la costituzione di una *NewCo*, denominata anche *Special Purpose Vehicle* (SPV), per mezzo della quale si andrà ad acquisire la società *Target*;
- La terza fase è l'ottenimento di un finanziamento da parte della *NewCo* per una quota che varia dal 65% al 90% dell'investimento totale da effettuare;
- La quarta fase è l'acquisizione delle azioni o quote della società *Target* da parte della *NewCo*;
- La quinta fase è la fusione per incorporazione della società *Target* all'interno della *NewCo*;
- La sesta ed ultima fase è il ripianamento del debito mediante l'utilizzo dei *cash-flows* generati dall'attività aziendale della società *Target* o mediante la dismissione di attività non più funzionali all'esercizio dell'impresa.

Di solito, l'obiettivo principale di un'operazione di LBO è quello di mantenere la società *Target* per un periodo relativamente breve, che va dai 4 ai 7 anni, per poi rivenderla cercando di realizzare un elevato tasso di rendimento sull'iniziale investimento in capitale proprio effettuato; per perseguire tale scopo, il compratore, solitamente definito *sponsor*, può attuare una serie di strategie, ad esempio incrementare le vendite e i guadagni attraverso il miglioramento dei processi aziendali o ripagare i debiti sfruttando i flussi di cassa generati dalla società acquisita. Il tutto per poi rivendere tale società nel momento a lui più favorevole.

Partendo dalle caratteristiche principali di un LBO, si può intuire che esso dipenda da una serie di fattori, quali ad esempio la disponibilità di fondi, l'economicità dei prestiti o lo sviluppo dei mercati azionari. Fattori, quindi, che in periodi di sviluppo economico sono presenti in abbondanza ed in periodi di crisi scarseggiano, ragione per cui si può comprendere il perché i *Leveraged Buy-Out* si siano sviluppati ad ondate nel corso del tempo.

Sulla base dei recenti sviluppi, il mercato dei LBO sembra che stia seguendo tre importanti *trends*:

- Una maggiore attenzione allo sviluppo ed al miglioramento dell'impresa sul piano dei processi e dell'organizzazione, considerati come elementi alla base della creazione di valore attraverso la leva finanziaria. Le società di private equity, quindi, si stanno principalmente differenziando sulla base delle qualità e delle capacità del management;
- Una maggiore specializzazione industriale da parte delle società di private equity, in virtù delle sempre maggiori e sempre più specifiche competenze richieste allo scopo di apportare miglioramenti efficaci alle società acquisite;
- Una maggiore diversificazione dei ricavi da parte delle società di private equity, che hanno anche cominciato a fornire servizi di consulenza alle loro aziende in portafoglio.

Infine, per quanto riguarda le particolarità previste dalla disciplina civilistica, l'articolo 2501-bis c.c. stabilisce che:

- All'interno del progetto di fusione deve essere data indicazione di tutte le risorse finanziarie previste per il ripagamento del debito della società risultante dalla fusione;
- La relazione degli amministratori, oltre che contenere le ragioni giuridico-economiche che giustificano l'operazione, dovrà anche contenere un piano economico e finanziario che indichi l'origine delle risorse finanziarie ed una serie di obiettivi prefissati;
- La relazione dell'esperto, oltre che argomentare la congruità del rapporto di cambio, dovrà anche attestare la ragionevolezza di quanto indicato all'interno del progetto di fusione, con particolare riferimento alle risorse finanziarie individuate;
- È necessario allegare al progetto di fusione una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società *Target* o della società acquirente;
- In ultimo, alle diverse fattispecie di *Leveraged Buy-Out* non si applicano le disposizioni previste dagli articoli 2505 e 2505-bis c.c. in tema di incorporazione di società possedute interamente o al novanta per cento.

2.2. Presupposti ed attori di un'operazione di *Leveraged Buy-Out*

Per individuare correttamente i presupposti di un'operazione di LBO occorre innanzitutto partire da quello che è il suo obiettivo principale, cioè massimizzare il tasso di rendimento calcolato sull'iniziale investimento in *equity* effettuato dal cosiddetto *sponsor*. Partendo da quest'obiettivo, è possibile individuare quali presupposti di un'operazione di LBO:

- La disponibilità di flussi di cassa;
- La presenza di margini di miglioramento;
- La presenza di margini di sviluppo;
- La presenza di differenti opportunità d'uscita dall'investimento.

Per quanto riguarda il primo dei presupposti, ovvero la disponibilità di flussi di cassa, questo forse rappresenta il più importante in assoluto, in quanto i flussi di cassa che la società *Target* sarà in grado di generare costituiranno la prima garanzia di ripagamento del debito e degli interessi sullo stesso calcolati; il secondo dei presupposti è invece costituito dalla possibilità di apportare dei miglioramenti alla società acquisita, impattando in particolar modo sulle sue performance operative e finanziarie. Il tutto con l'obiettivo di incrementare i flussi di cassa, utilizzati per ripagare il debito, ma soprattutto il valore dell'azienda, in prospettiva di una vendita futura che permetta di realizzare un discreto guadagno. Come descritto precedentemente, considerando le ultime tendenze, le società di private equity in particolare o gli investitori più in generale si stanno specializzando sempre di più in specifici settori industriali, costruendo connessioni con fonti di ricavi sempre maggiori o sfruttando la loro

esperienza per accedere a canali di distribuzione sempre migliori che permetteranno di far crescere in fretta il valore dell'azienda; il terzo presupposto è costituito dalla presenza all'interno del settore di appartenenza della *Target* di margini di sviluppo, per tali intendendo tutti quei fattori che possono comportare un accrescimento del valore dell'azienda e quindi, di conseguenza, una buona riuscita dell'operazione; il quarto ed ultimo dei presupposti fa invece riferimento alla presenza di differenti opportunità di uscita da un determinato investimento effettuato, quali ad esempio:

- La vendita strategica ad un acquirente che può ottenere vantaggi dall'acquisizione dell'azienda;
- La vendita ad un'altra società di private equity che ha un obiettivo differente e che può aiutare l'azienda a crescere ulteriormente;
- Un'*Initial Public Offering* (IPO), mediante la quale l'azienda, nel momento in cui la stessa sia pronta e si trovi nella giusta fase del suo ciclo di vita, sarà venduta all'interno del mercato dei capitali;
- La ricapitalizzazione dei dividendi, che consiste nel contrarre un nuovo prestito allo scopo di distribuire i dividendi agli investitori.

Occorre, inoltre, considerare anche i diversi vantaggi e i rischi derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria.

Un primo vantaggio è sicuramente il fatto che le operazioni di *Leveraged Buy-Out* richiedono un investimento relativamente basso in termini di capitale proprio (circa il 10/20% dell'investimento totale) rendendo quindi alla portata dell'investitore anche investimenti molto corposi oppure offrendogli l'opportunità di creare un portafoglio ben diversificato con un limitato apporto di equity.

Un secondo vantaggio è dato dal fatto che il rischio di perdere risorse proprie è limitato alla sola quota di *Equity* che è stata investita, soprattutto se si considera che l'investimento è garantito in prevalenza dagli *asset* dell'azienda acquisita.

Un terzo ed ultimo vantaggio è invece costituito dal fatto che la presenza in maggioranza di capitale di debito comporta il relativo pagamento degli interessi che potranno poi essere portati a deduzione dal reddito ante imposte. Ciò si traduce, quindi, in un risparmio sulle imposte da pagare che contribuisce ad incrementare i flussi di cassa generati dall'azienda.

Dal lato dei rischi, invece, quello maggiore e forse anche singolare, considerando la natura dell'operazione, è il rischio di default. In periodi di crisi in cui l'azienda non è più in grado di generare profitti, il ripagamento dei debiti e dei relativi interessi può costituire un problema di enorme portata. I creditori, infatti, in caso di fallimento o di bancarotta, per recuperare i propri fondi potranno avvalersi anche dell'*equity* apportato dagli investitori, lasciando questi ultimi a mani vuote.

Si può quindi convenire al diretto rapporto esistente tra i periodi di sviluppo e di crisi di un'impresa ed i vantaggi e i rischi legati all'utilizzo della leva finanziaria. In periodi di sviluppo, infatti, la leva finanziaria permette di sfruttare al massimo le potenzialità dell'azienda, pur avendo investito al suo interno una quota di capitale relativamente bassa. In periodi di crisi, invece, la leva finanziaria può condurre l'impresa in un circolo vizioso che nella maggior parte dei casi conduce ad un incremento spropositato dei debiti ed al fallimento.

Infine, per quanto riguarda gli attori o più in generale i differenti stakeholders che intervengono in un'operazione di *Leveraged Buy-Out*, è possibile identificare 11 diversi gruppi, ciascuno con obiettivi ed attività svolte differenti:

- I venditori o i precedenti azionisti, i quali sono intenzionati a vendere l'azienda al maggior prezzo possibile allo scopo di massimizzare il loro rendimento. Essi, quindi, offrono l'azienda ad una serie di potenziali compratori o vengono ingaggiati da società di private equity o banche d'investimento. L'intento principale, ovviamente, è quello di attirare quanti più compratori possibili al fine di scatenare una vera e propria asta che nella migliore delle ipotesi può portare ad una lievitazione del prezzo delle partecipazioni;
- Le banche d'investimento lato venditore, che offrono ai precedenti azionisti attività di consulenza specializzata, di intermediazione nella fase di vendita dell'azienda o di negoziazione con i compratori. Gli obiettivi comprendono l'assicurarsi che l'operazione si concluda con esito positivo, il massimizzare le commissioni dovute dai venditori e dagli acquirenti e l'instaurare delle basi per futuri rapporti commerciali con i soggetti acquirenti;
- I creditori della società *Target* già presenti prima dell'operazione, i quali non incidono direttamente sull'esito dell'operazione ma sono comunque interessati ad essa e soprattutto alle condizioni alle quali viene conclusa. Il motivo è principalmente da ricondursi all'aumento del rischio di credito dovuto all'incremento della leva finanziaria che non è a sua volta compensato da un incremento del tasso di rendimento;
- Il management della società *Target* prima dell'operazione, i cui obiettivi dipendono molto dal tipo dell'operazione stessa: nel caso di Management Buy-Out, i managers investono parte del loro capitale in un'azienda di cui hanno profonda conoscenza e quindi l'obiettivo è quello di incrementare il loro rendimento trasformandosi da managers ad imprenditori; nel caso di Management Buy-In, c'è un team di management esterno che subentra e quindi l'obiettivo è cercare di bloccare l'operazione o quantomeno di concordare una corposa buonuscita; nel caso di Buy-In Management Buy-Out, infine, in virtù della combinazione tra il vecchio ed un nuovo team di management, l'obiettivo è sempre quello di massimizzare i rendimenti ma, dato

- l'ingresso in azienda di un nuovo CEO, il management pre operazione finisce per trasformarsi in management di secondo livello;
- Le società di Private Equity, i nuovi azionisti o più in generale i cosiddetti *sponsor*, i quali sono gli unici stakeholders coinvolti in tutte le fasi dell'operazione. Essi, infatti, svolgono un ruolo attivo nella ricerca della società *Target*, nella costituzione della *NewCo*, nell'ottenimento dei finanziamenti, nell'acquisizione ed incorporazione della *Target* e soprattutto nella valorizzazione di quest'ultima, allo scopo di massimizzare le performance e di conseguenza il tasso di rendimento in fase di dismissione;
 - Le banche d'investimento lato compratore, che offrono diverse tipologie di servizi in diverse fasi dell'operazione. Esse hanno gli stessi obiettivi delle banche d'investimento lato venditore, con particolare riguardo alla massimizzazione delle commissioni ma soprattutto alla costruzione di solide basi sulle quali instaurare relazioni commerciali future. Nello specifico, nella fase di ricerca mettono a disposizione della clientela una vasta gamma di competenze e soprattutto di relazioni; nelle fasi successive, invece, si occupano principalmente di intermediare la negoziazione delle azioni, di garantire e validare il business plan della *Target* e di approvarne la struttura finanziaria risultante a seguito dell'operazione. Infine, si occupano di supportare il nuovo management della società post operazione ed eventualmente di assisterlo durante la fase di dismissione dell'investimento;
 - Le banche e i creditori post operazione, i quali hanno l'obiettivo di identificare il miglior investimento in cui immettere il loro capitale, offrendo agli investitori svariate tipologie di finanziamenti e concordando personalmente tutte le garanzie ritenute necessarie a compensare il rischio di credito derivante dallo sfruttamento di un'elevata leva finanziaria;
 - Gli obbligazionisti post operazione, i quali hanno l'obiettivo di massimizzare il cosiddetto "*risk-adjusted return*", cioè il tasso che misura l'efficienza nella creazione di valore in funzione del rischio. Sono tipicamente costituiti da fondi pensione e fondi comuni di investimento;
 - Il management post operazione, il quale, data la presenza di molteplici incentivi, tra cui ad esempio le stock options, ha gli interessi allineati con quelli dell'investitore o della società di Private Equity. L'obiettivo è quindi quello di massimizzare il valore dell'azienda allo scopo di ottenere cospicui bonus sulla remunerazione e, non ultimo, di dimostrare il proprio valore. Il perseguimento di tali obiettivi avviene mediante l'attuazione di strategie di crescita nonché attraverso la gestione e la realizzazione di molteplici progetti. Infine, il management risulta essere molto coinvolto anche nella fase di dismissione dell'investimento;

- Gli impiegati, i quali non svolgono un ruolo attivo nelle diverse fasi dell'operazione, ad eccezione del cosiddetto *Employee Buy-Out*, ma sono interessati in particolar modo alle modalità di attuazione delle strategie di crescita, poiché talvolta possono prevedere anche l'ottimizzazione o la riduzione dei costi e quindi del personale stesso in termini di forza lavoro. In altri casi, invece, l'attuazione della strategia prevede semplicemente un potenziamento delle conoscenze e delle abilità della forza lavoro allo scopo di incrementarne la produttività. In questo caso, quindi, gli impiegati rappresentano il primo step del processo di crescita avviato dalla conclusione dell'operazione di *Leveraged Buy-Out*;
- In ultimo ma non per importanza, il Governo e le autorità regolatrici, che non sono direttamente coinvolti nelle fasi dell'operazione ma che ne influenzano in modo diretto o indiretto l'esito. Gli interessi principali relativamente alle operazioni di LBO riguardano gli effetti delle stesse in termini di occupazione, tasse e di importanza strategica a livello industriale e commerciale.

2.3. Identificazione della società *Target*

L'identificazione della società *Target* rappresenta la fase iniziale di un'operazione di *Leveraged Buy-Out* ed è quella in cui, di solito, intervengono le grandi banche di investimento. Esse, infatti, cercano di creare dei collegamenti tra i soggetti venditori ed i potenziali compratori, proponendo a questi ultimi importanti aziende in vendita sul mercato e divenendo quindi dei veri e propri consulenti di queste attività di acquisizione e fusione. I potenziali compratori possono essere distinti in due principali categorie: gli acquirenti individuali, che di solito sono alla ricerca di aziende di dimensioni non troppo grandi attive in settori da essi conosciuti, e le società specializzate in operazioni di LBO, che definiscono delle politiche di investimento molto chiare e specifiche. Esse spesso prevedono diversi criteri circa la dimensione, il settore ed il posizionamento geografico delle aziende: in particolare, la dimensione deve essere definita dall'indice di *turnover* o dall'EBITDA, il settore può essere generico e definito più nello specifico, mentre il posizionamento geografico, anche sulla base delle dimensioni, può fare riferimento a singoli stati o regioni di essi ma anche ad interi continenti.

Nonostante ci sia questa differenza di criteri utilizzati dalle diverse tipologie di potenziali acquirenti, è comunque possibile individuare un'azienda *Target* ideale per le operazioni di LBO in generale, sulla base di una serie di criteri fondamentali:

- Capacità di generare flussi di cassa;
- Possibilità di migliorare i processi operativi;

- Presenza di opportunità di crescita;
- Presenza di un basso livello di indebitamento;
- Basso fabbisogno di Working Capital giornaliero;
- Presenza di *asset* che possono costituire garanzie reali;
- Presenza di trasparenza informativa;
- Presenza di un'adeguata componente personale.

Per quanto riguarda la capacità di generare flussi di cassa, questo costituisce sicuramente uno dei criteri più importanti, in virtù dell'elevata leva finanziaria sfruttata dagli investitori. Tali flussi devono essere in particolar modo cospicui e soprattutto stabili, così da assicurare in ogni momento all'azienda disponibilità liquide sufficienti per far fronte all'indebitamento contratto. Di solito, le aziende capaci di offrire flussi di cassa di questo tipo rispettano quattro criteri: 1) essere delle aziende già affermate; 2) operare in mercati maturi; 3) operare in settori o segmenti di mercato con concorrenza limitata se non del tutto assente; 4) operare in settori in cui la domanda di beni è stabile ed in un certo qual modo prevedibile. Sulla base di questi criteri, si può intuire come le catene di store specializzati con un forte brand alle spalle ed una solida clientela siano uno dei *Target* più ambiti per un'operazione di LBO.

Inoltre, prima dell'acquisizione, le società specializzate in operazioni di LBO o i soggetti incaricati della consulenza (di solito le banche d'investimento) usano dei modelli finanziari allo scopo di attuare i cosiddetti "*stress test*". L'obiettivo è quello di testare la sensibilità dei flussi di cassa alle variazioni di molteplici fattori, quali ad esempio la domanda di beni, e di verificare l'effettiva capacità della *Target* di distribuire dividendi anche in condizioni di difficoltà.

La possibilità di migliorare i processi operativi è invece tipica di quelle imprese che possono essere definite "dormienti", cioè quelle in cui il management non è ancora stato in grado di sfruttarne a pieno le potenzialità. L'investitore, quindi, individua diverse aree in cui è possibile apportare dei miglioramenti, ad esempio la *supply chain* o l'organizzazione in generale, e cerca di sfruttarle a suo vantaggio come strumenti mediante i quali incrementare la produttività e di conseguenza il valore dell'azienda. Tutto ciò sarà però possibile solo nel caso in cui il management dell'azienda sarà sufficientemente incentivato, ad esempio mediante l'introduzione di bonus sulla remunerazione, creando, quindi, un allineamento tra gli interessi dello stesso e quelli dell'investitore.

Per quanto riguarda le opportunità di crescita, quest'ultima può essere di due tipologie: interna o esterna.

La crescita interna può essere attuata in diversi modi: attraverso l'aggiunta di nuovi prodotti o servizi, il miglioramento di quelli già esistenti o l'implementazione di nuove strategie di marketing, mirate ad esempio a colpire nuovi segmenti di mercato. Questo tipo di crescita è in qualche modo collegata con il punto precedente relativo alla possibilità di migliorare i processi

organizzativi ed operativi. Infatti, nel momento in cui esistono dei cosiddetti potenziali latenti o dormienti all'interno di un'azienda, ci sono tutti i presupposti per poter attuare una strategia di crescita interna che permetterebbe all'azienda di incrementare in autonomia il proprio valore. Una modalità comune e molto diffusa di attuare una strategia di crescita interna è costituita dall'indirizzare i prodotti e servizi offerti dall'impresa a nuove categorie di clienti mediante l'apertura di nuovi punti vendita o l'aggiunta di nuovi canali di distribuzione. Un esempio di crescita interna di successo è costituito da Burger King, a seguito dell'ingresso in società di 3G Capital. La strategia attuata dal nuovo CEO nominato dall'investitore portò ad un incremento dell'affluenza all'interno dei locali mediante la semplificazione dei menu, la modifica di alcuni recipienti e l'introduzione di nuovi cibi e bevande. Tutte azioni che hanno portato ad un incremento dell'efficacia e dell'efficienza dei processi produttivi ed organizzativi all'interno dell'impresa.

La crescita esterna, invece, consiste nel creare valore tramite l'acquisizione di altre aziende, attuando una strategia di espansione. Le acquisizioni sono ovviamente mirate e condotte sulla base di diversi fattori, uno su tutti la presenza di sinergie. Se queste ultime, infatti, sono correttamente individuate e sfruttate, possono permettere all'azienda di crescere e di incrementare il proprio valore in modo molto rapido e senza la necessità di possedere particolari tipologie di competenze, in quanto le stesse sono già possedute dalle altre aziende che saranno poi acquisite. Un esempio recente di crescita esterna è nuovamente costituito da Burger King, che nel 2014 annunciò di voler acquisire la Tim Hortons Inc., allo scopo di incrementarne il valore e di favorirne lo sviluppo e l'espansione internazionale utilizzando il *know-how* posseduto dalla stessa Burger King. L'annuncio passò tutt'altro che inosservato all'interno dei mercati finanziari, generando un incremento del valore della società di 2 miliardi di dollari, passando da 9,5 ad 11,5 miliardi di dollari.

La presenza di un basso livello di indebitamento è un altro requisito fondamentale che porta a scegliere un'azienda piuttosto che un'altra, in virtù dell'elevato livello di debito che la stessa dovrà ripagare a seguito della conclusione dell'operazione.

Di conseguenza, si tende a scartare tutte quelle aziende operanti in settori in cui sono presenti elevate barriere in ingresso costituite principalmente da elevati fabbisogni di capitale oppure quelle aziende che necessitano di un rinnovamento delle ormai obsolete linee di produzione. Nell'andare a valutare l'esposizione debitoria della *Target*, quindi, gli acquirenti dovranno valutare il fatto che i flussi di cassa, oltre che essere sufficienti a compensare l'utilizzo di un'elevata leva finanziaria, dovranno essere sufficienti a far fronte all'esposizione debitoria già presente prima ancora di effettuare l'operazione, benché la stessa, come già accennato, non sia troppo elevata. Allo stesso modo procederanno anche le banche e i futuri creditori, effettuando una serie di calcoli mediante i quali saranno in grado di comprendere se la leva finanziaria totale

risultante dall'operazione sia sostenibile nel lungo periodo, sulla base di indicatori quali l'EBITDA o l'EBIT.

Partendo da queste considerazioni, quindi, si possono escludere, quali settori di appartenenza della società *Target*, tutti quei settori che richiedono costantemente grandi investimenti, ad esempio il settore automobilistico o dell'industria aeronautica. In virtù di questi loro elevati costi di base, anche un lieve calo dei ricavi può condurre a delle perdite operative che possono causare la mancata distribuzione dei dividendi.

Un altro requisito di cui deve essere in possesso la società *Target* è l'avere un basso fabbisogno di *Working Capital*, per tale intendendosi l'ammontare di disponibilità liquide di cui l'azienda necessita per poter regolarmente operare giorno per giorno. Esso può essere finanziato secondo due diverse modalità: 1) mediante la conservazione della liquidità a lungo termine (tramite l'utilizzo di debito o Equity); 2) mediante l'utilizzo di scoperti bancari o di passività a breve termine. Il *Working Capital* è il risultato della seguente formula:

$$\textit{Working Capital} = \textit{Accounts Receivables} + \textit{Inventory} - \textit{Accounts Payables}$$

Esiste, inoltre, un rapporto di diretta proporzionalità tra il fabbisogno giornaliero dell'azienda ed il *Working Capital*, tale per cui quanto più elevato sarà quest'ultimo tanto più elevato sarà il fabbisogno.

Di conseguenza, le banche sono solitamente titubanti nel finanziare un'impresa che ha un elevato *Working Capital*, poiché esso tende a mettere la stessa sotto pressione, inducendo i creditori a non incorrere in queste tipologie di rischio. L'altra faccia della medaglia comprende invece quelle imprese che hanno un *Working Capital* negativo, cioè un indicatore attestante il fatto che il ciclo operativo dell'impresa non necessita di essere finanziato ma, al contrario, genera liquidità. È questo il caso di quei business in cui i fornitori sono pagati in modo dilazionato ed i clienti pagano al momento della ricezione del bene o servizio oppure quei business in cui sono previsti dei bassi livelli di inventario.

Tuttavia, un costante fabbisogno di capitale, invece che essere visto esclusivamente come un fattore negativo, può anche essere visto, secondo un'accezione più positiva, come una possibile area di miglioramento della società *Target*, quando però è dovuto ad inefficienze operative del management. In questo caso, quindi, invece che essere un elemento bloccante per l'operazione, si può considerare un importante fattore che può condurre ad un esito positivo della stessa.

La presenza di *asset* che possono essere utilizzati per costituire delle garanzie reali fa invece riferimento al fatto che l'azienda possieda *asset* che potrebbero essere definiti "autonomi", qualora il valore degli stessi sia in qualche modo scollegato dal valore dell'azienda (ad esempio uffici o magazzini). In questo modo, il loro valore sarà lo stesso sia in caso di azienda proficua

che in caso di insolvenza, costituendo un'importante garanzia per l'investitore ma soprattutto per le banche ed i creditori.

La presenza di trasparenza informativa si riferisce al fatto che non devono esserci asimmetrie informative tra il venditore e l'acquirente. Quest'ultimo, quindi, deve essere in possesso di un insieme completo di informazioni che potrà verificare al fine di evitare spiacevoli sorprese una volta conclusa l'operazione. I grandi acquirenti svolgono questa fase di verifica usufruendo dell'aiuto di diverse categorie di consulenti:

- Un consulente finanziario, il cui ruolo è quello di aiutare l'acquirente a valutare la società *Target* e quello di coordinare l'interazione tra tutte le altre tipologie di consulenti;
- Un consulente commerciale, specializzato in ambito strategico, il cui ruolo è quello di confermare il potenziale commerciale della società mediante lo studio delle dinamiche del mercato;
- Un consulente tecnico, specializzato nel settore di appartenenza della società, il cui ruolo è quello di certificare che la società possieda tutti i requisiti necessari per operare nel settore, garantendo determinati standard qualitativi, e quello di individuare tutti i possibili rischi connessi, cercando di associargli anche un relativo costo;
- Un consulente legale, il cui ruolo è quello di individuare ed applicare la corretta disciplina prevista nell'ambito delle operazioni di LBO;
- Una società di audit, il cui ruolo è quello di analizzare le scritture contabili della società *Target*;
- Un consulente fiscale, infine, il cui ruolo è quello di inquadrare l'operazione sotto l'omonimo punto di vista.

Di solito, il ricorso ai consulenti è direttamente proporzionale alle dimensioni dell'operazione ed in ogni caso è previsto che il venditore rilasci una garanzia circa la sua responsabilità riguardo alle conseguenze delle azioni poste in essere quando era ancora proprietario della società *Target*.

L'ultimo dei criteri fondamentali è la presenza di un'adeguata componente personale, sia lato management che lato lavoratori. Lato management, infatti, risulta essere molto più conveniente per gli investitori avere un team già consolidato in virtù della sua maggiore conoscenza dell'azienda ma soprattutto in virtù delle enormi difficoltà da fronteggiare in caso di una sua rifondazione. Una delle scelte più difficili da compiere lato investitore, però, è individuare i manager che a seguito dell'operazione diventeranno gli azionisti della società *Target*. Ciò, infatti, può costituire un'arma a doppio taglio: da un lato, se i manager che diventeranno azionisti sono troppi, si corre il rischio di far sentire non sufficientemente incentivati quelli che esercitano una maggiore influenza sull'azienda causando una loro uscita dalla stessa; dall'altro,

se i manager che diventeranno azionisti sono troppo pochi, si corre il rischio di far sorgere tensioni tra questi ultimi e coloro i quali non sono divenuti azionisti, producendo un impatto negativo sull'azienda e sulle sue performance.

Così come per il top management, è importante instaurare un cambio di mentalità anche lato lavoratori, i quali dovranno sentirsi parte integrante del processo che sta per coinvolgere la società e che sta per proiettarla verso nuovi orizzonti di crescita. Infatti, non si può non considerare come la mentalità dei lavoratori e soprattutto la costante attenzione verso i dettagli costituiscano dei veri e propri fattori di successo e di guadagno per qualsiasi impresa, oltre che per quelle oggetto di operazioni di LBO.

2.4. Caratteristiche e struttura del finanziamento

Il criterio principale su cui si fonda la determinazione del finanziamento in un'operazione di LBO è l'EBITDA, essendo la leva finanziaria, infatti, espressa come multiplo di quest'ultimo. In aggiunta, però, bisogna considerare che assume una certa rilevanza anche il periodo storico in cui il finanziamento viene contratto (ad esempio, le operazioni strutturate post crisi del 2007 hanno un coefficiente di leva finanziaria sicuramente inferiore rispetto alle operazioni strutturate nel periodo antecedente alla crisi). L'utilizzo della metrica calcolata sulla base dell'EBITDA (x4 o x5 di solito) serve principalmente ai creditori per confrontare le varie operazioni. L'ultimo dei fattori da considerare è l'indebitamento della società *Target*, che andrà poi sommato all'indebitamento della *NewCo*, ed insieme, al netto delle disponibilità liquide della società *Target*, costituiranno l'indebitamento totale generato dall'operazione.

Per quanto riguarda, invece, la struttura del finanziamento, essa dipende da due fattori: le dimensioni della società *Target* e la locazione geografica dell'investimento.

Relativamente al primo dei due fattori, per le operazioni di piccola taglia il finanziamento è solitamente strutturato in una tranche concessa in prestito da piccoli gruppi di creditori, mentre per le operazioni di medio-grande taglia il finanziamento può essere suddiviso in più tranches, di cui una prioritaria ad un tasso d'interesse più basso, denominata tranche Senior, ed una o più tranches non prioritarie ad un tasso di interesse più elevato, denominate tranches Junior.

Relativamente al secondo dei due fattori, la differenza risiede principalmente nel fatto che gli strumenti di finanziamento sono leggermente differenti tra l'Europa e gli Stati Uniti. In Europa, infatti, le banche costituiscono ancora una parte attiva del mercato dei capitali di debito, ad eccezione della Gran Bretagna, il cui mercato è maggiormente simile a quello degli Stati Uniti, principalmente dominato dai fondi di debito.

La forma classica con cui viene concesso il finanziamento è quella del prestito a termine, anche detto prestito senior, generalmente prioritario rispetto ad altre tranches di debito e garantito con un pegno sulle azioni della società *Target* e della *NewCo*. Esso, per le operazioni medio-grandi, può essere a sua volta suddiviso in più tranches: un Prestito a Termine A, generalmente ammortizzato e della durata da 5 a 7 anni; un Prestito a Termine B, cioè un finanziamento bullet¹⁶ a tasso fisso e della durata massima di 7 anni circa; un Prestito a Termine C, molto più raro, che consiste in un finanziamento bullet di durata maggiore rispetto al Prestito a Termine B. Queste eventuali tranches in cui potrebbe essere suddiviso il prestito Senior hanno la stessa priorità ed un diverso tasso di interesse. Il finanziamento bullet B, infatti, essendo più rischioso, prevede il pagamento di un tasso di interesse più elevato rispetto al Prestito a Termine A, mentre il finanziamento bullet C prevede il pagamento di un tasso di interesse ancora più elevato in virtù della sua maggiore durata rispetto al Prestito a Termine B. Talvolta, può essere previsto anche il solo Prestito a Termine B, senza la necessità di prevedere anche un Prestito a Termine A. In questo caso, quindi, l'intero finanziamento sarà un finanziamento bullet e questa è una tipologia molto ambita dai cosiddetti *sponsor* delle operazioni di LBO in quanto non prevedrebbe il pagamento delle quote capitale, bensì solo quelle delle quote di interessi, andando a produrre un effetto positivo sui flussi di cassa generati dalla società ed un conseguente incremento del Tasso Interno di Rendimento (TIR).

La struttura del prestito Senior dipende principalmente dalle dimensioni dell'operazione.

Per le piccole operazioni, di solito finanziate da piccoli creditori che lavorano congiuntamente con gli *sponsor*, la definizione e la strutturazione del finanziamento sono definite "*club deal*" e il finanziamento consiste in un finanziamento Senior in unica tranche erogato a favore della *NewCo*. Per le grandi operazioni, invece, il finanziamento è strutturato mediante sottoscrizione, per tale intendendo il fatto che i creditori dapprima strutturano ed erogano il finanziamento e poi lo vendono in tutto o in parte ad altri creditori. In questo caso, essendo la sottoscrizione utilizzata per le operazioni che richiedono finanziamenti di elevato ammontare, il processo di negoziazione e strutturazione risulta molto semplificato e di minore durata ma richiede un costo maggiore da pagare ai sottoscrittori, in virtù dell'attività di negoziazione svolta dagli stessi. Una volta terminata la negoziazione, la vendita non avviene solo nei confronti di altre banche ma anche nei confronti di investitori non bancari specializzati in operazioni ad elevata leva finanziaria. Questi ultimi sono di molto aumentati in tempi recenti in virtù della sempre più stringente regolamentazione che colpisce l'attività bancaria, in particolar modo riguardo agli *asset* ad alto rischio quali i *Leveraged Buy-Out*, ai quali non viene sempre attribuito un coefficiente dalle agenzie di rating. Sulla base di questo presupposto, quindi, c'è stata anche

¹⁶ È una particolare tipologia di finanziamento che prevede per l'intera durata del piano di ammortamento il pagamento di sole rate di interessi ed al termine del periodo il rimborso totale del capitale concesso come finanziamento.

una modifica dell'attività in generale svolta dalle banche, che consiste nell'intervenire solamente durante la fase di negoziazione e di strutturazione del debito per poi venderlo ad altri investitori, ad eccezioni di casi particolari in cui si tratta di piccole operazioni o di operazioni di alto profilo strategico. Di conseguenza, il crescente numero di investitori non bancari ha invece comportato il sempre più frequente ricorso a finanziamenti bullet, a causa della loro elevata disponibilità di capitali e della non necessità di investirli in modo costante.

Per quanto riguarda le garanzie, queste consistono in una forma di protezione legale per i soggetti creditori e possono prevedere per i debitori degli obblighi di fare o non fare oltre che l'applicazione di svariate tipologie di sanzioni legate al loro mancato rispetto.

È possibile identificare tre tipologie di garanzie: affermative, negative e finanziarie.

Le garanzie affermative consistono in una serie di obblighi di fare per il soggetto debitore, ad esempio la condivisione con il creditore delle scritture contabili; le garanzie negative, invece, consistono in una serie di obblighi di non fare, ad esempio il divieto di contrarre nuovi finanziamenti senza prima aver ottenuto il consenso di tutti i creditori; le garanzie finanziarie, infine, spesso incluse tra le garanzie affermative o negative, consistono nell'obbligo per il debitore di mantenere e garantire un certo livello di performance finanziaria, ad esempio mantenere il rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA al di sotto di un certo valore predeterminato.

Un'ulteriore componente del finanziamento è costituita dagli eventi di default, cioè quegli eventi al verificarsi dei quali il creditore ha il diritto di richiedere l'intero pagamento anticipato al debitore. Essi sono puntualmente elencati all'interno della documentazione e non comprendono soltanto lo stato di insolvenza o la bancarotta della *NewCo*, ma possono anche comprendere, ad esempio, il mancato rispetto degli obblighi stabiliti all'interno delle garanzie. Inoltre, in aggiunta al debito contratto dalla *NewCo*, la società *Target* necessita anche di fondi per condurre la propria attività. Qualora dovessero essere presenti altre linee di credito antecedentemente all'operazione, l'investitore le rinegozierà allo scopo di allineare tutti i creditori, così da eliminare o da non creare eventuali conflitti d'interessi. Tra le principali linee di credito troviamo:

- La "*Revolving credit facility*", che può essere utilizzata dall'azienda per soddisfare l'eventuale fabbisogno giornaliero di Working Capital;
- La "*CAPEX facility*", che può essere utilizzata dall'azienda per effettuare degli investimenti o per rinnovare le proprie attrezzature o la linea produttiva in generale;
- L' "*acquisition facility*", che può essere utilizzata da parte della società *Target* per attuare una strategia di Build-Up, finalizzata a far crescere l'azienda in termini dimensionali mediante l'acquisizione di altre aziende.

Tutte queste linee di credito, di solito, sono fornite da parte delle banche che hanno già preso parte alla fase di strutturazione del finanziamento oppure da altre banche che intrattenevano rapporti con la società antecedentemente all'operazione.

Analizzato il finanziamento cosiddetto senior, rimborsato prioritariamente, procediamo ora con l'analisi del finanziamento secondario, definito anche junior, di solito non presente nelle piccole operazioni di LBO. Esso è presente nelle operazioni di LBO medio-grandi e comprende i finanziamenti subordinati, i finanziamenti mezzanini e gli High Yield Bond.

Per quanto riguarda i finanziamenti subordinati, la differenza principale rispetto al finanziamento senior risiede nel fatto che i creditori junior, pur vantando un uguale diritto alla restituzione del capitale rispetto ai creditori prioritari, dovranno attendere che questi ultimi, in caso di insolvenza, siano stati totalmente rimborsati mediante la vendita degli *asset* pignorati.

Il finanziamento mezzanino, invece, costituisce una forma di finanziamento ibrida, prevedendo un mix di capitale proprio e di capitale di debito, ed è molto utile poiché permette di non incrementare eccessivamente il profilo di rischio dei creditori. Esso è un finanziamento bullet che prevede la combinazione di diversi fattori, quali il pagamento di interessi ed il riconoscimento di diritti o di garanzie aventi ad oggetto il capitale proprio dell'azienda (che può essere eventualmente utilizzato anche come sostituto del contante per il pagamento degli interessi).

Infine, ci sono gli *High Yield Bond*, definiti anche "*Junk Bonds*", che possono essere emessi dalla *NewCo* o da un'ulteriore SPV creata ad hoc e che si posiziona tra lo *sponsor* e la *NewCo*. Essi, a differenza dei finanziamenti mezzanini, non prevedono il riconoscimento di diritti aventi ad oggetto il capitale di rischio ma prevedono soltanto il pagamento di un elevato tasso di interesse e rientrano all'interno della categoria dei cosiddetti "*non investment grade*", per quanto riguarda il loro rating¹⁷.

Un'altra forma di finanziamento per un'operazione di LBO è costituita dal cosiddetto Debito Unitranche, cioè un finanziamento unico che non prevede la distinzione tra senior e junior, molto utilizzato nelle operazioni di LBO di media taglia. In questo caso, quindi, lo *sponsor* si preoccuperà di negoziare solamente un finanziamento, strutturato creando un misto tra finanziamento senior e junior analizzati precedentemente, avente una durata di 5 anni e che comprende un finanziamento non ammortizzato combinato con alcuni elementi del finanziamento mezzanino, quali ad esempio il pagamento degli interessi in contanti o il riconoscimento di diritti o di garanzie aventi ad oggetto il capitale di rischio dell'azienda. Questa particolare tipologia di finanziamento di solito non è concessa dalle banche ma da fondi di debito specializzati, gestiti da società di investimento che talvolta possono anche gestire i

¹⁷ Stando ai ratings delle principali agenzie (S&P, Moody's e Fitch) che vanno da AAA a D, la categoria dei "*non-investment grade*" comprende tutti quei bond ai quali viene attribuito un rating pari a BB+ o inferiore.

fondi di private equity che ricoprono il ruolo di *sponsor* nelle operazioni di LBO. In questo caso, però, allo scopo di evitare conflitti d'interessi, per una società che gestisce sia un fondo di debito che di private equity, è consigliabile non investire all'interno di un'azienda sia nel ruolo di *sponsor* che di creditore.

Di recente, inoltre, è stata anche introdotta una suddivisione del debito Unitranche in debito senior e junior, con l'ingresso all'interno dell'operazione anche delle banche, che di solito si occupano di finanziare il debito senior ad un tasso di interesse inferiore. La restante parte, costituita dal debito junior, è invece finanziata dai fondi di debito ad un tasso di interesse più elevato. Questa nuova tipologia viene definita Unitranche Biforcata e, nonostante la suddivisione, è importante sottolineare che entrambi i finanziamenti sono comunque negoziati all'interno di un unico accordo con la *NewCo* mentre i pagamenti sono discussi all'interno di un accordo stipulato tra le banche e i fondi di debito. Il debito Unitranche Biforcato è stato introdotto per conferire alle banche un ruolo più attivo all'interno delle operazioni. Esse, infatti, venivano coinvolte solo per la negoziazione di ulteriori linee di credito nei confronti della società *Target* (strumenti considerati poco redditizi visto il loro ridotto ammontare). In questo modo, invece, gli viene concessa la possibilità di emettere un finanziamento senior a favore della *Target*, incrementando quindi il rendimento dell'operazione ed invogliando la banca ad effettuare l'investimento.

2.5. Costituzione di una *NewCo*, acquisizione ed incorporazione della *Target*

Di queste tre operazioni, due risultano più semplificate in quanto a procedure e tempistiche (costituzione della *NewCo* ed incorporazione della *Target*), mentre una risulta essere leggermente più articolata (acquisizione della *Target*).

La costituzione di una *NewCo*, anche definita *Special Purpose Vehicle* (SPV), rappresenta la prima e forse la più semplice fase di un'operazione di LBO, in quanto consiste nella creazione da parte degli *sponsor* di una nuova società che mediante l'utilizzo di finanziamenti, analizzati nel paragrafo precedente, procederà poi all'acquisizione ed all'incorporazione della società *Target*. La particolarità delle *NewCo* create ad hoc per le operazioni di LBO risiede nel fatto che esse sono costituite mediante l'utilizzo in minoranza di *equity* ed in maggioranza di capitale di debito, come analizzato in precedenza, proprio allo scopo di andare a sfruttare a pieno tutti i vantaggi derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria.

Come la costituzione di una *NewCo*, anche l'incorporazione della *Target* rappresenta un'operazione sostanzialmente semplice e ciò è dovuto al fatto che la società *Target* è incorporata all'interno della *NewCo*, che a sua volta è già in possesso della maggioranza del

capitale della *Target* al momento della fusione (cosiddetto controllo di diritto). Quindi, l'esito positivo dell'operazione non è sostanzialmente in discussione, dipendendo dalla sola volontà dei soci di maggioranza della *Target* che sono costituiti dagli *sponsor* stessi che hanno finanziato fino a quel momento l'operazione.

Quella che invece risulta essere un'operazione molto più complicata è l'acquisizione della società *Target*.

Il processo di acquisizione, infatti, dipende dalle dimensioni dell'azienda e dalle strategie dell'investitore e dei venditori. Di solito, un consulente in operazioni di M&A¹⁸ viene assunto dai soci della società *Target* allo scopo di indirizzare al meglio l'operazione, identificare potenziali soggetti compratori ed assicurare il prezzo massimo di vendita. Il tutto basato su un calendario di scadenze predeterminato che ha lo scopo principale di mettere pressione ai soggetti acquirenti e di invogliarli a presentare fin da subito la loro offerta migliore. Tuttavia, non tutte le società possono essere vendute in modo semplice ed attraverso il procedimento appena descritto. Ad esempio, ci sono società i cui soci non vogliono che la loro volontà di vendere sia condivisa per non intaccare i profitti della società stessa, oppure ci sono le piccole aziende che sono anch'esse difficili da vendere in virtù della difficoltà riscontrata nell'individuare investitori individuali che possano essere interessati ad esse e che siano disposti ad acquistarle ad un prezzo congruo.

La prima fase del processo di acquisizione consiste nel condurre delle analisi preliminari mediante le quali gli investitori decidono se effettuare o meno l'investimento. Il primo step dell'analisi preliminare è compiuto dal consulente dei soggetti venditori, quando presente. Egli, infatti, procede con l'invio di una breve presentazione dell'azienda, del suo settore di appartenenza, dei suoi risultati storici e delle sue potenziali possibilità di crescita. Il secondo step, invece, consiste nella sottoscrizione da parte di potenziali acquirenti di un cosiddetto "Accordo di *non-Disclosure*", attraverso il quale i venditori si impegnano a condividere documentazioni contenenti informazioni sensibili riguardo all'azienda (ad esempio profitti, margini, analisi di mercato molto dettagliate o informazioni sui dipendenti) ed i potenziali acquirenti si impegnano a non condividere queste informazioni con nessuno e ad usarle solo ed esclusivamente per condurre al meglio tutte le valutazioni che ritengono necessarie. Talvolta, tra la documentazione possono essere inclusi anche futuri business plan o particolari documenti preparati appositamente dai consulenti lato venditore, ad esempio dei report relativi all'impatto ambientale delle operazioni condotte dall'azienda.

¹⁸ Merger and Acquisition.

Qualora, a seguito di questa analisi preliminare, i potenziali acquirenti dovessero ritenere l'azienda congrua rispetto a quelli che sono i loro criteri di investimento, anch'essi potranno procedere con l'assunzione dei loro consulenti finanziari, commerciali, strategici o fiscali.

Si procede poi, di solito, con l'organizzazione di un incontro tra il management dell'azienda *Target* ed i potenziali acquirenti, avente lo scopo di permettere a questi ultimi di conoscere meglio l'azienda e chi la conduce. A volte, per le operazioni di grandi dimensioni, a questi meeting partecipano anche i creditori più attivi e conosciuti nel mercato dei LBO, così da permettergli di conoscere meglio l'azienda e di avviare le attività di analisi in anticipo.

Terminata la prima fase del processo di acquisizione, si procede con la seconda, cioè la fase di valutazione, effettuata sulla base delle analisi preliminari appena descritte.

Per effettuare la valutazione dell'azienda *Target*, di solito, possono essere utilizzate due diverse tipologie di metodi: i metodi assoluti e i metodi relativi. I metodi assoluti si basano sul concetto di valore, che a sua volta può essere definito come una grandezza stimata attraverso delle previsioni, mentre i metodi relativi si basano sul concetto di prezzo, cioè un dato non calcolato ma espresso direttamente dal mercato. I metodi assoluti sono tre e sono il metodo reddituale, il metodo finanziario ed il metodo misto patrimoniale-reddituale. I metodi relativi, invece, comprendono i metodi di mercato ed il metodo dei multipli, molto più utilizzato. Inoltre, si tende ad utilizzare entrambe le tipologie in modo complementare per la valutazione di un'azienda. Di solito, infatti, i metodi assoluti si utilizzano come metodi di valutazione veri e propri ed i metodi relativi, in particolare quello dei multipli, come metodi di controllo circa la correttezza e la veridicità dei valori ottenuti.

Per quanto riguarda il metodo reddituale, esso è finalizzato a calcolare il valore di un'azienda sulla base delle capacità della stessa di generare flussi di reddito. Il procedimento consiste nell'attualizzare i flussi di reddito attesi ad un congruo tasso di valutazione, calcolato sulla base dell'orizzonte temporale considerato e del profilo di rischio dell'azienda.

Inoltre, è possibile calcolare due diverse tipologie di valori: il valore economico ed il valore potenziale del capitale. Il valore economico del capitale si rifà ad una capacità di reddito che è già stata dimostrata o che è raggiungibile con ragionevole probabilità e si utilizza una proiezione futura dei flussi di reddito storici; il valore potenziale del capitale, invece, si rifà a capacità di reddito non ancora raggiunte che devono essere attuate sulla base di diverse assunzioni; in questo secondo caso, quindi, i flussi di reddito proiettati al futuro possono anche essere disattesi o superati.

È anche importante analizzare la prospettiva sulla base della quale viene effettuata la valutazione, considerando l'*Equity Side* e l'*Asset Side*. Nel caso dell'*Equity Side*, il valore attuale risultante dalla formula è il cosiddetto *Equity Value*, cioè il valore della partecipazione dei soci all'interno dell'azienda; in questo caso, il tasso di attualizzazione da utilizzare è il *cost*

of *Equity* (indicato con *ke*) mentre i flussi da attualizzare sono rappresentati dai flussi di reddito generati dall'impresa, considerando anche l'indebitamento e, di conseguenza, il saldo tra oneri finanziari attivi e passivi. Le formule da utilizzare sono di quattro tipi e sono le seguenti:

Formule della rendita perpetua

Reddito medio atteso (*R*) costante
$$W = \frac{R}{ke}$$

Reddito medio atteso (*R*) crescente ad un tasso *g* (Modello di *Gordon*)
$$W = R * \frac{1 + g}{ke - g}$$

Formule della durata limitata

Reddito medio atteso (*R*) per *n* anni
$$W = R * a_{n-ke}^{19}$$

Redditi puntuali attesi (*R_i*) per *n* anni
$$W = \sum_{i=1}^n R_i * v^i$$
²⁰

Redditi puntuali attesi (*R_i*) per *m* anni;
Reddito medio atteso (*R*) da *m+1* ad *n*
$$W = \sum_{i=1}^m R_i * v^i + \sum_{i=m+1}^n R * v^i$$

Formula a due stadi

Uno stadio di previsione analitica per *n* anni;
uno stadio di previsione sintetica²¹
$$W = \sum_{i=1}^n R_i * v^i + TV * v^n$$

Formula a tre stadi

Uno stadio di previsione analitica per *m* anni;
uno stadio con reddito medio atteso (*R*) da *m+1* ad *n*;
uno stadio di previsione sintetica
$$W = \sum_{i=1}^m R_i * v^i + \sum_{i=m+1}^n R * v^i + TV * v^n$$

Nel caso dell'*Asset Side*, invece, il valore attuale risultante dalla formula è il cosiddetto *Enterprise Value*, cioè il valore dell'impresa nella sua totalità, a cui si dovrà poi sottrarre il valore attuale della *Net Financial Position* (NFP), cioè l'indebitamento netto dell'azienda, allo

¹⁹ Formula dell'*annuity*, mediante la quale si esprime il valore attuale di una rendita unitaria costante per *n* anni al tasso *ke*.

²⁰ Fattore di attualizzazione, pari a $[1 / (1+i)^n]$, in cui *i* rappresenta il tasso di attualizzazione utilizzato ed *n* rappresenta l'anno di riferimento.

²¹ La previsione sintetica prevede, mediante l'utilizzo della formula della rendita perpetua con flusso costante o crescente al tasso *g*, il calcolo del *Terminal Value* (TV), cioè il valore finale dell'azienda, da attualizzare dall'anno *n* all'anno 0.

scopo di ottenere l'*Equity Value*. In questo caso, per il calcolo dei flussi attesi non si dovranno considerare oneri finanziari attivi e passivi, per il calcolo del *Terminal Value* si dovrà utilizzare il “*Net Operating Profit After Taxes*” (NOPAT) ed il tasso di attualizzazione da utilizzare sarà il “*Weighted Average Cost of Capital*” (WACC), calcolato come media ponderata tra il costo dell'*equity* ed il costo del capitale di debito in virtù delle relative percentuali di composizione delle fonti di finanziamento. Anche in questo caso le formule da utilizzare sono di quattro tipi e sono le seguenti:

Formule della rendita perpetua

Reddito medio atteso (R) costante
$$W = \frac{R}{WACC} - NFP$$

Reddito medio atteso (R) crescente ad un tasso g (Modello di *Gordon*)
$$W = R * \frac{1 + g}{WACC - g} - NFP$$

Formule della durata limitata

Reddito medio atteso (R) per n anni
$$W = R * a_{n-WACC} - NFP$$

Redditi puntuali attesi (R_i) per n anni
$$W = \sum_{i=1}^n R_i * v^i - NFP$$

Redditi puntuali attesi (R_i) per m anni;
Reddito medio atteso (R) da $m+1$ ad n
$$W = \sum_{i=1}^m R_i * v^i + \sum_{i=m+1}^n R * v^i - NFP$$

Formula a due stadi

Uno stadio di previsione analitica per n anni;
uno stadio di previsione sintetica
$$W = \sum_{i=1}^n R_i * v^i + TV * v^n - NFP$$

Formula a tre stadi

Uno stadio di previsione analitica per m anni;
uno stadio con reddito medio atteso (R) da $m+1$ ad n ;
uno stadio di previsione sintetica
$$W = \sum_{i=1}^m R_i * v^i + \sum_{i=m+1}^n R * v^i + TV * v^n - NFP$$

Nel metodo finanziario, il valore dell'azienda è calcolato sulla base della sua capacità di generare flussi di cassa futuri, che possono essere classificati in tre diverse categorie:

- I flussi di cassa operativi, derivanti dall'attività operativa svolta dall'azienda, comprendente acquisizione, produzione e vendita di beni e servizi;

- I flussi di cassa di investimento, derivanti dalle attività di acquisto e vendita di immobilizzazioni e di attività non immobilizzate;
- I flussi di cassa di finanziamento, derivanti dalle operazioni di ottenimento e di rimborso di disponibilità liquide mediante capitale di debito o di rischio.

Dalla somma algebrica delle tre categorie di flussi risulterà il cosiddetto “*Free Cash Flow*”, cioè il flusso di cassa, positivo o negativo, generato dall’azienda nel corso dell’esercizio, che rappresenterà sostanzialmente la variazione delle disponibilità liquide intervenuta dall’esercizio precedente a quello corrente.

Il punto di forza di questa metodologia è costituito dal fatto che essa è dotata di maggiore oggettività rispetto al metodo reddituale, poiché non vengono considerate voci di ricavo o di costo non aventi natura monetaria ma vengono considerati solo ed esclusivamente i flussi di cassa effettivi generati dalla gestione. Tuttavia, il modello finanziario presenta una serie di limiti che necessitano dell’applicazione di correttivi per permettere al metodo di funzionare correttamente: un primo limite è costituito dal fatto che si tende ad utilizzare tassi di crescita tanto più elevati quanto maggiori saranno gli investimenti dell’azienda; a contare quindi non è il “come” ma il “quanto” l’azienda investe; un secondo limite è costituito dal fatto che si tende a sovrastimare i tassi di crescita impliciti dei flussi di cassa utilizzati per la stima del *Terminal Value*; un terzo limite è costituito dal fatto che si tende a sottostimare gli investimenti idonei a sostenere quello che è il tasso di crescita dei flussi di cassa ipotizzato.

Per tali motivi, il metodo finanziario necessita di una serie di correttivi: un primo correttivo è costituito dall’incremento del costo del capitale utilizzato per attualizzare i flussi di cassa, allo scopo di ricomprendere al suo interno anche tutti i rischi derivanti dalla stima dei flussi di cassa stessi; un secondo correttivo è costituito dall’utilizzo dei flussi di reddito invece dei flussi di cassa per la stima del *Terminal Value*; un terzo correttivo è costituito dall’utilizzo di più stadi per l’applicazione del metodo, così da ridurre il peso del *Terminal Value* sulla valutazione complessiva dell’azienda.

Come per il metodo reddituale, anche per il metodo finanziario è possibile valutare l’azienda secondo una prospettiva *Equity Side*, che permette direttamente di calcolare l’*Equity Value* utilizzando i “*Cash Flow to Equity*” (*CFE*), oppure secondo una prospettiva *Asset Side*, che permette di calcolare l’*Enterprise Value* utilizzando i cosiddetti “*Unlevered Cash Flow*” (*UCF*).

Per l’attualizzazione dei flussi, nella prima prospettiva si dovrà utilizzare il costo dell’*Equity* (k_e) mentre nella seconda prospettiva il *Weighted Average Cost of Capital* (*WACC*).

La differenza principale con il metodo reddituale risiede nel fatto che bisogna considerare anche un tasso di reinvestimento dei flussi di cassa (*IR*) necessario per garantire un certo livello di tasso di crescita (*g*) degli stessi.

Nella prospettiva *Asset Side*, le formule utilizzate possono essere suddivise in due categorie: una formula che prevede la stima sintetica di tutti i flussi di cassa *Unlevered* e l'utilizzo del modello di *Gordon*, ed è la seguente:

$$W = \frac{UCF_0 * (1 + g) * (1 - IR)}{WACC - g}$$

una formula che prevede la stima analitica dei flussi di cassa *Unlevered* e il calcolo del *Terminal Value*, ed è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n UCF_t * v^t + \frac{UCF_n * (1 + g_{n+1}) * (1 - IR)}{(WACC - g)} * v^n$$

Analogamente, nella prospettiva *Equity Side* le formule utilizzate possono essere suddivise in due categorie, con l'unica differenza costituita dall'utilizzo dei "Cash Flow to Equity" (CFE) e del costo dell'*Equity* (*ke*):

una formula che prevede la stima sintetica di tutti i flussi di cassa cosiddetti *Levered* e l'utilizzo del modello di *Gordon*, ed è la seguente:

$$W = \frac{CFE_0 * (1 + g) * (1 - IR)}{(ke - g)}$$

una formula che prevede la stima analitica dei flussi di cassa *Levered* e il calcolo del *Terminal Value*, ed è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n CFE_t * v^t + \frac{CFE_n * (1 + g_{n+1}) * (1 - IR)}{(ke - g)} * v^n$$

Per quanto riguarda, infine, il metodo misto patrimoniale-reddituale, quest'ultimo rappresenta una sintesi dei metodi patrimoniale e reddituale che cerca di colmare le lacune di entrambi. Se da un lato, infatti, il metodo patrimoniale non si preoccupa della redditività futura dell'azienda, dall'altro, il metodo reddituale non si preoccupa della consistenza patrimoniale della stessa. L'obiettivo, quindi, è quello di offrire una valutazione dell'azienda basata sul suo reddito e sul suo patrimonio.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale più diffuso è il cosiddetto metodo con stima autonoma del *Goodwill*, che prevede la semplice somma tra due addendi: il Capitale Netto Rettificato,

esplicitato a valori correnti, ed il *Goodwill*, inteso come il valore attuale del reddito differenziale che l'azienda è in grado di generare in n anni.

Nell'applicazione di tale metodo, quindi, il reddito prospettico può essere suddiviso in due diversi elementi che lo compongono: il reddito equo ed il sovrareddito o sottoreddito.

Il reddito equo rappresenta il reddito ritenuto idoneo a remunerare il rischio sostenuto dagli investitori a titolo di capitale di rischio, potrebbe avere una durata illimitata ed è il risultato della seguente formula:

$$R_{equo} = K (\text{Capitale investito}) * i (\text{Costo del Capitale})$$

Il sovrareddito o sottoreddito, invece, rappresenta la differenza positiva o negativa tra il reddito prospettico ed il reddito equo calcolato, ha una durata limitata ed è il risultato della seguente formula:

$$S = R - R_{equo} \rightarrow \text{sovrareddito se } R > R_{equo}, \text{ sottoreddito se } R < R_{equo}$$

Per quanto riguarda le formule utilizzate, queste possono essere di tre tipologie:

una che prevede l'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, ed è la seguente:

$$W = K + S * a_{n-r}$$

una che prevede l'attualizzazione dei redditi differenziali di anno in anno calcolati per n anni, ed è la seguente:

$$W = K + \sum_{t=1}^n S_t * v^t$$

Un'ultima che prevede l'attualizzazione illimitata del reddito differenziale medio, utilizzando la formula della rendita perpetua, ed è la seguente:

$$W = K + \frac{S}{r}$$

Per quanto riguarda il metodo dei multipli, come già anticipato, esso appartiene alla categoria dei metodi relativi e, a differenza dei tre metodi assoluti sopra citati, stima il valore di un'azienda basandosi sui prezzi di trasferimento di transazioni aventi ad oggetto società che

possono essere considerate comparabili, in termini di dimensioni o altro, all'azienda che necessita di valutazione. Tuttavia, bisogna considerare una serie di proprietà fondamentali che un multiplo deve rispettare per poter essere considerato tale: la normalità, cioè il fatto che il multiplo riporti grandezze che siano ragionevoli; l'ordinabilità, cioè il fatto che i multipli devono poter essere ordinati sulla base delle opportunità future di creazione di valore delle aziende, a parità di risultati storici delle stesse; la cosiddetta proprietà "mean reverting", in base alla quale il multiplo, se la relazione tra la grandezza al denominatore ed il prezzo è molto stretta, si stabilizzerà nel tempo; la convergenza verso la relazione fondamentale, che comporta il fatto che la normalizzazione del multiplo si può raggiungere attraverso l'aggiustamento del prezzo.

Più in generale, un multiplo si può definire come il rapporto tra il prezzo del capitale di un'azienda (P), ad esempio l'*Enterprise Value*, ed una qualsiasi grandezza esplicativa riferita all'azienda stessa (G), ad esempio l'EBITDA. Quindi, esso risulterà dalla seguente formula:

$$\text{Multiplo} = \frac{P}{G}$$

Nell'andare ad applicare il metodo dei multipli, bisogna tener conto di due approcci differenti: l'approccio delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili.

Nell'approccio delle società comparabili, si prende in considerazione un gruppo di società che sono ritenute comparabili con l'azienda che necessita di una valutazione e si calcolano i multipli di queste ultime sulla base dei prezzi indicati all'interno dei mercati borsistici, allo scopo di valutare l'azienda obiettivo. Le fasi fondamentali di questo approccio sono quattro:

- La prima fase è la scelta delle società comparabili. Essa si basa su una serie di criteri, quali ad esempio le dimensioni, l'appartenenza allo stesso settore, il profilo di rischio, la fase del ciclo di vita in cui l'azienda si trova al momento, il modello di business adottato o il sistema di Corporate Governance utilizzato;
- La seconda fase è la scelta dei multipli. In questo caso è importante distinguere i Multipli di Capitale ed i Multipli dell'Attivo. Per i Multipli di Capitale, il numeratore è costituito dalla quotazione in borsa delle azioni o dalla capitalizzazione in borsa mentre il denominatore può essere costituito da diverse grandezze, ad esempio gli utili netti, i *Cash Flow to Equity*, il *Book Value* o i dividendi. In questo caso, però, i risultati sono da intendersi post interessi. Per i Multipli dell'Attivo, invece, il numeratore è costituito dall'*Enterprise Value* mentre il denominatore può essere costituito da diverse grandezze, ad esempio l'EBIT, l'EBITDA o il NOPAT. In questo secondo caso, i risultati sono da considerarsi ante interessi.

Tra i multipli più utilizzati troviamo sicuramente il *P/E (Price / Earnings)*, poiché molto semplice da calcolare ma allo stesso tempo molto utile per comprendere informazioni circa la crescita o il rischio di un'azienda, ed il *EV/EBIT* o *EV/EBITDA*, cioè i cosiddetti moltiplicatori degli utili lordi, poiché permettono di neutralizzare le politiche finanziarie, fiscali e di bilancio;

- La terza fase è la scelta di dati affidabili. Essa consiste nell'andare a selezionare tutte le banche dati più sicure ed affidabili allo scopo di estrarre da queste ultime dati capaci di produrre degli indicatori attendibili e veritieri;
- La quarta ed ultima fase è quella delle elaborazioni e delle scelte finali. In questa fase, l'obiettivo è condurre due diversi tipi di analisi: quantitativa e qualitativa. Nell'analisi quantitativa si effettua una proiezione al futuro dei risultati della società obiettivo e delle società ritenute comparabili, allo scopo di identificare eventuali divergenze e di apportare, quindi, eventuali aggiustamenti alla valutazione ottenuta. Nell'analisi qualitativa, invece, l'obiettivo è la rimozione di eventuali risultati troppo fuori margine, così da prendere in considerazione solo quelli più omogenei, ovviamente cercando di non restringere il campione di società comparabili in modo troppo eccessivo.

Nell'approccio delle transazioni comparabili l'obiettivo è utilizzare i prezzi di negoziazione del controllo o di pacchetti azionari che ne garantiscano lo stesso di società comparabili. Basandosi su delle vere e proprie transazioni, i multipli, in questo caso, prendono il nome di "*deal multiples*". Tra i principali vantaggi relativi a questo approccio c'è sicuramente il fatto che esso tende ad escludere apprezzamenti soggettivi ed eventuali aggiustamenti di valore, oltre che essere facilmente comprensibile anche da parte dei non esperti in materia. Dal lato degli svantaggi, però, troviamo il limitato numero di casi comparabili che possono essere presi in considerazione ed una generale carenza di informazioni condivise circa le operazioni di compravendita effettuate.

Per concludere, è importante considerare che, per l'applicazione di tale approccio, le fasi da seguire sono pressoché le stesse analizzate in precedenza, con l'aggiunta di una fase preliminare di raccolta di tutte le informazioni disponibili riguardanti tutte le transazioni aventi ad oggetto società che possono essere considerate comparabili.

Sulla base delle caratteristiche dei vari metodi appena elencate, gli *sponsor* scelgono quello che più ritengono opportuno ed effettuano una valutazione dell'azienda, allo scopo di determinare l'ammontare che sono disposti ad investire per l'acquisizione così da formulare una congrua proposta di acquisto.

Una volta confermato l'interesse per la società *Target*, segue l'invio di una lettera d'intento o di motivazione all'interno della quale gli *sponsor* indicano i termini dell'affare, il prezzo di acquisto proposto, la struttura di pagamento che intendono utilizzare, gli elementi su cui verterà

la successiva fase di “*due diligence*”, la schedulazione delle fasi della transazione, l’eventuale clausola di non concorrenza ed infine l’eventuale richiesta di esclusività, mediante la quale viene richiesto ai venditori di non negoziare l’azienda *Target* con altri potenziali acquirenti per un periodo di tempo limitato. La cosa importante da considerare circa l’invio della lettera motivazionale è il fatto che essa costituisce la formulazione di un’offerta non vincolante tra le parti.

La fase successiva è quella della *due diligence*, cioè la fase in cui i venditori ed i rispettivi consulenti forniscono ai potenziali acquirenti una serie di informazioni, da questi ultimi richieste, allo scopo di verificare la correttezza e l’attendibilità delle assunzioni formulate. Solitamente si tratta di informazioni sensibili riguardanti, ad esempio, la qualità delle attrezzature dell’azienda o le necessità di spesa della stessa.

Una volta terminata questa fase, si procede con la richiesta ai potenziali acquirenti di formulare un’offerta vincolante, confermando il prezzo precedentemente proposto oppure proponendone uno nuovo ed includendo le motivazioni in caso di eventuali rialzi o ribassi.

Di pari passo con la *due diligence*, gli acquirenti, o chi per essi, discutono con i creditori circa la struttura del finanziamento che si intende utilizzare e, di solito, questi ultimi rendono note una serie di informazioni, quali ad esempio la massima leva finanziaria accettata, la percentuale dell’investimento che intendono finanziare, il tipo di finanziamento, le commissioni e le garanzie richieste.

Una volta che tutte le offerte vincolanti sono state presentate, i venditori procedono con un’analisi delle stesse allo scopo di individuare quella che ritengono più congrua. Effettuata la scelta, prende il via un periodo di trattative esclusive tra i potenziali acquirenti e i venditori che terminerà con la redazione e la sottoscrizione del contratto di acquisto, cioè del documento che formalizzerà il trasferimento della proprietà della società *Target*. In parallelo, ci sarà anche la sottoscrizione del finanziamento utilizzato per l’acquisizione da parte di acquirenti e creditori.

2.6. Ripianamento del debito

Il ripianamento del debito rappresenta l’ultima fase, anche se non propriamente operativa, di un’operazione di *Leveraged Buy-Out*. Essa, se le analisi e le valutazioni sono condotte in modo corretto, se i flussi di cassa generati dalla società *Target* sono quelli attesi e salvo il verificarsi di imprevisti, dovrebbe essere condotta in modo abbastanza agevole da parte degli *sponsor*.

A seguito dell’acquisizione e dell’incorporazione, infatti, questi ultimi non terminano il proprio lavoro, dovendo in un certo qual modo influenzare l’andamento futuro della società *Target* mediante l’attuazione di diverse strategie. Essi, in primo luogo, si occupano di individuare una

serie di *Key Performance Indicators* (KPI) finanziari, operativi o strategici, cioè una serie di metriche e di indicatori che sono in grado di fornire informazioni riguardo all'andamento ed allo stato di salute della società. In seguito, sulla base di tali informazioni, essi effettuano le opportune valutazioni e decidono se mantenere la strategia fino a quel momento attuata o se apportare eventuali correttivi. Inoltre, una parte importante del loro ruolo è anche costituita dal mantenere i contatti con il management ed il CEO della società, così da verificare il loro operato e da assicurare la continuità aziendale.

La maggior parte delle strategie attuate dagli *sponsor* nelle operazioni di LBO si basano sull'efficienza, cioè sul focalizzarsi sull'ottimizzazione delle risorse già possedute prima di acquistarne di nuove, oppure sul controllo dei costi, cioè sul valutare gli stessi e giustificarli solo ed esclusivamente basandosi sui bisogni effettivi della società e non su quanto accaduto in passato, creando, quindi, la necessità di rivalutare i bisogni dell'azienda di anno in anno.

Considerando la classica composizione dell'investimento effettuato in un'operazione di LBO, la maggioranza di capitale di debito impiegata genera due necessità tra di loro contrapposte. Una prima è costituita dal ripristinare l'equilibrio finanziario dell'azienda senza comprometterne la capacità di creare valore. Una seconda, invece, è costituita dall'eventuale bisogno di investire la ricchezza creata, non potendola destinare al solo rimborso del finanziamento, allo scopo di assicurare una continua crescita dell'azienda.

Talvolta, può accadere che i soggetti acquirenti dispongano già dei mezzi necessari per ripianare il debito, prescindendo dalla fusione per incorporazione con la società *Target*. Ciò è possibile mediante la distribuzione dei dividendi o l'utilizzo delle riserve disponibili, che però, a loro volta, necessitano dell'approvazione dell'assemblea in virtù dei disequilibri finanziari e giuridici che potrebbero comportare. I dividendi distribuiti, ad esempio, comportano un'uscita di denaro e quindi una riduzione delle disponibilità liquide e del flusso di cassa generato dall'azienda al termine dell'esercizio.

In genere, quindi, la fusione per incorporazione tra la società acquirente e la società *Target* rappresenta quasi uno step obbligatorio da compiere per poter giungere al ripagamento dei creditori, tant'è vero che non è inusuale inserire nell'accordo di finanziamento una serie di clausole che assicurino il compimento dell'operazione stessa.

Per effetto della fusione, infatti, si riuniscono all'interno di un unico assetto societario sia il debito contratto dagli *sponsor* che il patrimonio che con esso è stato acquistato, costituito sostanzialmente dalla società *Target* e da tutti i suoi assets. In questo modo, quindi, i creditori possono trasferire le loro garanzie dalle azioni o quote della società *Target* ai cespiti della stessa risultanti a seguito dell'incorporazione.

Inoltre, è importante considerare anche le possibili strategie d'uscita dall'investimento di cui dispongono gli *sponsor*.

Innanzitutto, è importante comprendere la differenza esistente tra l'investimento effettuato da un investitore individuale e quello effettuato da una società o un fondo di Private Equity. Nel primo caso, infatti, l'investitore individuale sarà intenzionato a trattenere a lungo l'azienda acquisita, in genere fino al ritiro. Nel secondo caso, invece, le società o i fondi di Private Equity hanno un orizzonte temporale che vai dai 3 agli 8 anni entro il quale dovranno far crescere l'impresa in termini di dimensioni e di performance per poi rivenderla e realizzare un cospicuo guadagno in conto capitale.

Tra le varie strategie d'uscita dall'investimento è possibile distinguere tre diverse tipologie: l'*Initial Public Offering*, la vendita e la ricapitalizzazione dei Dividendi.

L'*Initial Public Offering* (IPO) è sicuramente una delle strategie d'uscita più ambite, poiché è finalizzata a proiettare l'azienda all'interno del mercato dei capitali attirando una grande quantità di investitori. Inoltre, anche se molto difficile da attuare in virtù delle regolamentazioni stringenti a riguardo, essa può essere considerata una scelta per certi versi strategica, poiché consente agli investitori di non liberarsi fin da subito dell'intera partecipazione ma di rimanere all'interno dell'azienda, anche come semplici azionisti di minoranza, allo scopo di sfruttare le sue potenziali capacità di creare valore anche nel medio-lungo termine.

La vendita dell'azienda, invece, è una strategia d'uscita molto più comune e può essere effettuata nei confronti di concorrenti diretti dell'azienda stessa o nei confronti di clienti o fornitori, intenzionati, quindi, a porre in essere un'operazione ad alto profilo strategico, capace di sfruttare tutte le sinergie esistenti tra la loro attività e quella dell'azienda *Target*.

Inoltre, la vendita può essere effettuata anche nei confronti di una società di Private Equity, portando, quindi, ad un nuovo Buy-Out, denominato *Leveraged Buy-Out* secondario, effettuato da uno *sponsor* differente. In questo secondo caso, l'operazione appare più semplice da attuare, in virtù del fatto che le società di Private Equity sanno come analizzare le aziende, come valutarle e come concludere al meglio le operazioni di acquisizione. Esse, in aggiunta, non sono in particolar modo interessate alle sinergie che l'operazione può generare, essendo principalmente interessate ad ottimizzare le performance dell'azienda, per poi conseguire un guadagno derivante dalla futura rivendita della stessa. Un ulteriore fattore da considerare è il fatto che le società che sono già state oggetto di un LBO e che hanno prodotto dei risultati positivi sono spesso considerate molto più attraenti da parte di altre società di Private Equity specializzate in LBO, proprio in virtù del fatto che esse hanno già dimostrato che il loro modello di business è adatto a questa particolare tipologia di operazione.

Infine, l'ultima delle possibili strategie d'uscita è costituita dalla ricapitalizzazione dei dividendi, mediante la quale è possibile concretizzare una monetizzazione dell'investimento senza la necessità di vendere l'azienda *Target*. Questa monetizzazione avviene mediante il rifinanziamento dell'operazione a livello della *NewCo* finalizzato a permettere a quest'ultima

di distribuire dei dividendi straordinari agli azionisti. Tuttavia, questo tipo di strategia può essere attuato solo nel momento in cui l'azienda sta producendo dei risultati positivi, che a loro volta hanno portato ad una riduzione della leva finanziaria fino a quel momento concordata, che, ad esempio, può passare dall'essere pari a 5 volte l'EBITDA all'essere pari a 3 volte il medesimo. In questo caso, quindi, è possibile ristabilire la leva finanziaria al suo livello originario mediante la sottoscrizione di un nuovo finanziamento che sarà utilizzato principalmente per la distribuzione dei suddetti dividendi straordinari.

In conclusione, è possibile affermare che le condizioni in presenza delle quali è possibile attuare una ricapitalizzazione dei dividendi sono quindi tre:

- L'assenza di condizioni di mercato che favoriscono la vendita o l'IPO dell'azienda *Target*;
- La mancanza di un acquirente disposto ad acquisire l'azienda ad un prezzo congruo;
- Il fatto che l'azienda stia performando in un modo positivo tale da giustificare un'ulteriore iniezione di capitale di debito all'interno della stessa.

CAPITOLO

3

3. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.a.

3.1. I due *Leveraged Buy-Out* che hanno coinvolto Seat

La prima idea di investimento è nata nella seconda metà degli anni '90 nell'ambito della privatizzazione del colosso delle telecomunicazioni "Telecom Italia", intrapresa dal governo italiano, ed aveva ad oggetto Seat Pagine Gialle S.p.a., la più grande azienda di pubblicazione delle "Pagine Gialle" e delle "Pagine Bianche" in Italia. Volendo descrivere il *business* più accuratamente, nel 1996, il 42% delle vendite ed il 55% del reddito operativo derivavano dalle "Pagine Gialle" mentre il 39% delle vendite ed il 42% del reddito operativo derivavano dalle "Pagine Bianche". Più in generale, i ricavi derivavano principalmente da una solida base di clienti costituita da oltre 600.000 inserzionisti.

Per quanto riguarda i prodotti offerti da Seat S.p.a., questi possono essere di vario tipo:

- Le Pagine Gialle, disponibili in due versioni differenti: Pagine Gialle Casa, consegnata ad oltre 22 milioni di persone e disponibile in 253 edizioni a seconda dell'area geografica di riferimento, e Pagine Gialle Lavoro, consegnata ad oltre 9 milioni di aziende e contenente le informazioni di dettaglio di oltre 3 milioni di aziende italiane. Sulla base di uno studio condotto, era stato stimato che le Pagine Gialle erano consultate da 2 milioni di persone al giorno, le quali, nel 71% dei casi, contattavano un inserzionista ed il 75% delle volte il tutto si concludeva con un acquisto. Quindi, in totale, il 50% delle consultazioni degli elenchi si traduceva in affari per gli inserzionisti;
- Le Pagine Bianche, cioè i classici elenchi telefonici, che contenevano il nome ed il numero di telefono di tutti coloro che avevano sottoscritto un contratto telefonico con Telecom Italia e che, mediante il pagamento di un'ulteriore commissione, potevano contenere anche informazioni aggiuntive. Circa 32 milioni le copie prodotte annualmente con oltre 2,8 milioni di consultazioni giornaliere;
- L' Annuario Seat, suddiviso in 12 volumi facenti riferimento a settori industriali differenti (vestiario, cibo, arredamento, medicina, cultura, edilizia, elettronica, meccanica, trasporti, associazioni di categoria e banche). Esso era consegnato ad oltre 200.000 aziende e conteneva informazioni su oltre 1,8 milioni di aziende riguardanti il ciclo produttivo delle stesse e lo scenario macroeconomico e settoriale di appartenenza;
- Europages, pubblicato in 6 diverse lingue (italiano, inglese, francese, tedesco, spagnolo ed olandese) e contenente tutte le informazioni sulle più grandi aziende esportatrici d'Europa (circa 150.000), suddivise in base all'attività ed allo Stato d'appartenenza. Era

distribuito in tutti i 27 Stati membri dell'Unione Europea ad oltre 600.000 aziende ed era disponibile in 3 diversi formati: su carta stampata, su CD-ROM ed online (circa 400.000 consultazioni all'anno). Inoltre, Seat S.p.a. vantava il diritto esclusivo di vendere spazi pubblicitari in Italia;

- Tuttocittà, cioè una mappa a colori delle città locali distribuita in coppia con le Pagine Gialle. Disponibile in 87 edizioni differenti con oltre 28 milioni di copie distribuite;
- Seat Direct, cioè un importante strumento di *direct marketing*, mediante il quale venivano offerti servizi di *mailing* e di *telemarketing*. In quel periodo, il *direct marketing* si trovava ancora in una fase primordiale di sviluppo, con una valutazione di oltre 200 miliardi di lire, e Seat S.p.a. costituiva la seconda forza del settore con una quota di mercato pari a circa il 15%;
- Pagine Gialle Online, cioè la versione online del classico Pagine Gialle, che si stimava potesse ricevere più di 50.000 visite al giorno e che, entro il 1997, avrebbe attratto oltre 80.000 inserzionisti, pari a circa il 30% degli inserzionisti delle classiche Pagine Gialle cartacee.

Il soggetto acquirente, invece, era costituito da una società di Private Equity americana denominata Bain Capital, la cui sede si trovava a Boston, fondata nel 1984 da parte di un gruppo di professionisti della Bain & Co., una società di consulenza internazionale.

Grazie alla presenza di questi consulenti, Bain Capital impiegò poco tempo ad affermarsi all'interno del mercato del *Private Equity* e divenne molto famosa per quanto riguarda l'efficacia e l'efficienza delle strategie di sviluppo implementate e dei processi di *Due Diligence* messi in atto nel corso delle operazioni effettuate. La volontà di investire in Italia, però, si è sviluppata principalmente grazie allo stretto contatto che esisteva tra Bain Capital e Bain Cuneo & Associati, succursale di Bain & Co. ed allora la più grande società di consulenza in Italia.

Allo scopo di condurre al meglio l'operazione di *buy-out*, Bain Capital si unì ad un consorzio d'investimento locale costituito da "Investitori Associati" e che includeva "Banca Commerciale Italiana", "De Agostini", "BC Partners" e "CVC Capital Partners".

Tuttavia, le complicazioni associate all'investimento erano molte e non di scarsa rilevanza; in primo luogo, c'era da considerare la scarsa esperienza di Bain Capital all'interno del mercato Italiano ed Europeo, nonostante essa avesse preso parte frequentemente a molteplici discussioni di investimento con partners italiani; in secondo luogo, c'era da considerare il rischio paese associato all'Italia che una società americana di Private Equity come Bain Capital si trovava a dover fronteggiare ed il modo in cui lo stesso avrebbe impattato i tassi di rendimento e i flussi di cassa; inoltre, bisognava allargare la propria prospettiva anche sulla situazione politica italiana, considerando che ci si trovava di fronte ad un processo di privatizzazione di un'azienda pubblica che avrebbe potuto generare non poche perplessità e malessere, soprattutto da parte

dei partiti di opposizione. Un'ulteriore complicazione risiedeva nel fatto che Seat S.p.a., essendo un'azienda pubblica, era impostata ed amministrata come tale e risultava quindi complicato per Bain Capital andare ad instaurare al suo interno una mentalità ed una cultura organizzativa maggiormente orientate al profitto ed al mercato. Per concludere, non si poteva non prendere in considerazione l'ingresso nel settore, all'inizio del 1997, di un nuovo concorrente lanciato dal Gruppo Fininvest di Silvio Berlusconi, cioè "Pagine Utili". I dubbi maggiori riguardanti l'ingresso di quest'ultima erano relativi al modo in cui essa avrebbe potuto compromettere le performance economiche e finanziarie di Seat ed alle ripercussioni che avrebbe generato all'interno del settore.

In linea generale, consultandosi anche con il consorzio d'investimento italiano, Jonathan Lavine, allora rappresentante di Bain Capital, concordò che quest'ultima avrebbe messo a disposizione la sua grande capacità di investimento e tutto il suo *know how*, mentre i partners italiani avrebbero messo a disposizione tutta la mole di conoscenze relative allo scenario economico, politico e regolamentare italiano, di cui Bain Capital era sprovvista. Inoltre, considerando il fatto che allora i consorzi di investimento costituivano una realtà relativamente nuova, Lavine si preoccupò principalmente anche di cercare di allineare al meglio gli interessi di tutte le parti coinvolte allo scopo di massimizzare il tasso di rendimento dell'investimento che sarebbe di lì a poco stato effettuato.

Per quanto riguarda il discorso relativo al costo opportunità, c'è sicuramente da considerare la variabile tempo, intesa come il tempo dedicato all'analisi ed all'effettuazione dell'investimento. Infatti, la notizia della privatizzazione di Seat S.p.a. cominciò a circolare già dal settembre del 1996 ma, principalmente a causa dei partiti oppositori, i tempi si sono leggermente allargati, provocando il passaggio dai 18 offerenti iniziali ai soli 2 finali, comprendenti il consorzio di cui faceva parte Bain Capital e GTE, cioè una grande società di telecomunicazioni considerata a tutti gli effetti un vero e proprio acquirente strategico. L'elemento principale da valutare era la valenza dell'investimento, cioè capire se era conveniente analizzare ed effettuare quel determinato investimento piuttosto che un altro avente un rischio minore o più facile da gestire, e sulla base di ciò si può ritenere che il costo opportunità fosse abbastanza alto.

L'ultima delle questioni da prendere in considerazione e da valutare era costituita dal rischio reputazionale associato all'investimento. Quest'ultimo, infatti, si prospettava come una delle più grandi operazioni di *Leveraged Buy-Out* mai concluse in Europa e sarebbe stato il secondo investimento europeo effettuato da Bain Capital, considerato, quindi, come un vero e proprio investimento di conferma della reputazione europea della società e della sua abilità a concludere buoni affari all'interno del vecchio continente. In aggiunta, non si può non considerare anche un minimo di valenza personale che l'investimento aveva per lo stesso Jonathan Lavine, considerando l'impatto che avrebbe potuto produrre sulla carriera dello stesso.

Sulla base di tali presupposti, furono condotte attente ed accurate valutazioni allo scopo di individuare il coefficiente di leva finanziaria più adeguato al tasso di rischio dell'investimento e, soprattutto, il prezzo d'offerta che sarebbe stato in grado di superare quello proposto da GTE ma allo stesso tempo di non ridurre eccessivamente il tasso di rendimento finale.

Per quanto riguarda l'analisi dello scenario competitivo, quello delle cosiddette "*directories*", che aveva una valutazione totale di 21 miliardi di dollari, nel 1996 (anno in cui l'operazione era ancora alle fasi iniziali) il mercato più grande era costituito dagli Stati Uniti (51% del totale), mentre l'Italia costituiva il quarto mercato più grande al mondo (5% del totale) ed il secondo più grande d'Europa.

Relativamente ai prodotti e servizi offerti, abbiamo le Pagine Bianche, che fornivano informazioni riguardo ai numeri di telefono di famiglie, professionisti ed aziende, e le Pagine Gialle, che fornivano tutte le informazioni riguardanti aziende e professionisti in determinate aree geografiche. Inoltre, data la particolare natura degli *output*, era solito instaurare all'interno del mercato delle solide relazioni commerciali con aziende di telecomunicazioni, così da accedere comodamente e velocemente a tutti i loro database per la redazione e la stesura degli elenchi.

L'elemento più importante che un operatore del settore doveva cercare di costruirsi nel minor tempo possibile era una solida base di clienti, che a loro volta avrebbero contribuito all'espansione in termini geografici del prodotto. Essi erano importanti anche per il semplice fatto che influenzavano direttamente il livello di concorrenza in un determinato mercato, rifiutandosi, di solito, di utilizzare molteplici elenchi pubblicati da diverse aziende, ritenendo un solo elenco più che sufficiente a soddisfare tutte le eventuali esigenze e quindi selezionando una sola azienda di pubblicazione da cui acquistare l'*output*.

Di conseguenza, per un nuovo operatore che si apprestava ad entrare all'interno del settore delle *directories* erano previste perdite considerevoli nel breve-medio termine (ad esempio 7 anni nel caso dell'ingresso di Thomson all'interno del mercato del Regno Unito), fin quando la base di clienti non sarebbe stata costituita.

Tutte queste caratteristiche e particolarità, se tradotte in numeri, portano a margini operativi²² molto elevati che, unitamente all'utilizzo non eccessivo di capitali, hanno contribuito a generare costanti flussi di cassa ed elevati tassi di rendimento. Nel 1996, infatti, stando ai dati forniti dai database della Deutsche Bank, i margini operativi netti delle più grandi aziende di pubblicazione, tra cui anche Seat Pagine Gialle S.p.a., spaziavano tra il 10% ed il 50%, con Seat S.p.a. che aveva un margine EBIT pari al 35%.

²² Che possono essere lordi, se calcolati con l'EBITDA, o netti, se calcolati con l'EBIT.

In aggiunta, è stato constatato che il settore delle *directories* è meno sensibile alle diverse fasi del ciclo economico, in particolare quelle di crisi, creando di conseguenza una costante crescita dei ricavi ed una costante generazione di flussi di cassa che possono portare ad un incremento del tasso interno di rendimento per gli investitori, della leva finanziaria che può essere impiegata e, soprattutto, del pagamento dei dividendi.

Passando, invece, all'analisi dello scenario competitivo italiano più nello specifico, fino al 1996 Seat Pagine Gialle S.p.a. era stata l'unica azienda di pubblicazione in Italia. In quell'anno, però, ci fu la creazione, da parte di "Pagine Italia", dell'azienda di pubblicazione "Pagine Utili", che divenne a tutti gli effetti un concorrente diretto di Seat S.p.a.

Questo nuovo ingresso portò tutti a pensare che ci sarebbero state in qualche modo una crescita ed un'espansione del settore e del mercato, ma ciò in realtà non accadde, quantomeno nell'immediato. Infatti, nonostante le spese pubblicitarie italiane relative al settore delle *directories* in proporzione al PIL erano in linea con il resto dell'Europa (0,07%, con un minimo di 0,04% ed un massimo di 0,14%), non ci fu, come da aspettative, un incremento dei ricavi per cliente, ma, al contrario, si verificò una riduzione al di sotto della media del tasso di penetrazione del mercato; quest'ultimo, infatti, si attestò pari al 20%, ben al di sotto della media europea del 27%.

Tuttavia, c'è sicuramente da considerare il fatto che, all'epoca, Bain & Co. stimò una forte crescita del settore italiano delle Pagine Gialle, tra il 1997 ed il 2000, dovuta principalmente all'ingresso del nuovo concorrente e basata in particolar modo sulle esperienze di altri stati europei, ad esempio il Regno Unito o il Belgio, all'interno dei quali, a seguito della rimozione dei monopoli, ci fu una crescita molto rapida del settore delle *directories* ben al di sopra del tasso di inflazione che rese possibile, per i nuovi entranti, l'instaurazione di una vera e propria battaglia sui prezzi, allo scopo di conquistare la maggior clientela possibile. Una volta, poi, che i concorrenti si affermarono all'interno del settore, la competizione tra gli stessi si allentava sempre più fino a giungere all'applicazione di prezzi stabili che avrebbero portato ad un modesto e costante tasso di crescita del settore e ad una pacifica convivenza all'interno dello stesso.

Allo scopo di comprendere al meglio quale sarebbe stato l'impatto dell'ingresso di Pagine Utili all'interno del settore, gli investitori decisero di condurre un'analisi di mercato avente ad oggetto le aree in cui ci sarebbe stata maggior concorrenza tra le due aziende e, per farlo, furono contattati oltre 400 clienti della neo entrata azienda. I risultati prodotti dall'analisi furono abbastanza incoraggianti ed erano i seguenti:

- Più del 30% dei clienti di Pagine Utili erano investitori che non avevano investito all'interno del settore nel 1996, generando, quindi, una vera e propria crescita del mercato;

- L'investimento medio effettuato esclusivamente all'interno di Pagine Utili era inferiore rispetto a quelli effettuati esclusivamente in Seat S.p.a.;
- I clienti che investivano sia in Seat S.p.a. che in Pagine Utili erano circa il 65% e soltanto il 10% di essi effettuava un cambiamento, passando da un investimento esclusivo in Seat S.p.a. ad un investimento esclusivo in Pagine Utili;
- L'investimento medio in Seat S.p.a. per coloro che investivano anche in Pagine Utili era diminuito circa del 10%, contribuendo ad un'espansione generale del mercato in termini di valore.

Altri due fattori molto importanti da prendere in considerazione erano l'avvento di Internet e lo scenario economico e politico Italiano.

Relativamente ad Internet, bisogna considerare che verso la metà del 1997 il mercato italiano era ancora ad uno stadio iniziale ma che era in forte crescita. Uno studio, infatti, stimò che entro il 2002 il tasso di penetrazione dell'internet sarebbe aumentato dal 4% al 23%, con un aumento degli utilizzatori dai 2 milioni del 1997 ai 13,2 milioni del 2002. Tuttavia, le incertezze da considerare erano molteplici: capire in che modo la futura profittabilità di Seat S.p.a. sarebbe stata impattata, individuare chi sarebbero stati i nuovi concorrenti, verificare se Seat S.p.a. disponeva delle risorse necessarie per creare valore grazie ad Internet o se c'erano le possibilità di acquisirle ed infine comprendere se l'avvento di Internet avrebbe ridotto le barriere all'ingresso del settore delle *directories* grazie alle quali Seat S.p.a. era stata in grado fino a quel momento di mantenere il proprio vantaggio competitivo.

Una grande opportunità che poteva derivare dall'utilizzo di Internet e che fu subito individuata da parte degli investitori era la garanzia di autenticità delle informazioni costituita da un brand. Data la vasta mole di informazioni che si possono trovare in rete, un brand affermato poteva costituire l'unica garanzia del fatto che determinate informazioni fossero autentiche e, quindi, maggiormente affidabili rispetto alle altre. Di conseguenza, l'obiettivo principale di ogni azienda di pubblicazione era proprio questo: cercare di affermare al meglio il proprio brand in rete, attraverso un processo di migrazione online graduale dello stesso e mediante l'implementazione di una strategia efficiente e soprattutto efficace allo stesso tempo, capace di non intaccare eccessivamente il vantaggio competitivo posseduto nei confronti dei concorrenti. Ovviamente, l'Internet non poteva non essere preso in considerazione nel processo di valutazione di Seat S.p.a., ma bisognava tener conto anche di una strategia molto aggressiva attuata recentemente dall'azienda, di cui, però, non era ancora possibile valutare gli effetti alla stessa associati.

Per quanto riguarda lo scenario economico e politico italiano, invece, esso era caratterizzato da un'elevata incertezza ed instabilità. Sul piano politico, la coalizione di centro-sinistra, guidata da Romano Prodi, non riuscì a pieno ad implementare il programma di riforme, soprattutto dal

punto di vista economico e, in aggiunta, fondava la propria permanenza al governo sull'ingresso dell'Italia all'interno dell'Euro, cosa ritenuta molto difficile da parte degli analisti vista la quasi impossibilità per l'Italia di raggiungere il valore target del 3%, stabilito dal trattato di Maastricht, per quanto riguardava il deficit in rapporto al PIL. Di conseguenza, un eventuale fallimento da parte del governo avrebbe condotto a nuove elezioni, ad una probabile disfatta e ad un nuovo scenario politico, che avrebbe, quindi, contribuito ad incrementare ulteriormente l'incertezza da parte degli investitori. Sul piano economico, invece, era in corso di attuazione il processo di privatizzazione delle principali aziende pubbliche italiane. Esso prevedeva la privatizzazione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), dell'Ente Nazionale Idrocarburi (ENI), dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni (INA) e dell'Ente Nazionale per l'Energia Elettrica (ENEL). Fu introdotto nel 1992 da parte del governo Amato e continuò ininterrottamente fino agli anni 1996/1997 (anni in cui ci fu l'effettiva acquisizione di Seat S.p.a.), fatta eccezione per qualche brusco rallentamento dovuto principalmente ai partiti che all'epoca si trovavano all'opposizione.

Al termine del processo di *Due Diligence*, nel Maggio del 1997, furono individuate una serie di strategie ben precise da attuare allo scopo di incrementare la profittabilità di Seat S.p.a.. Una di queste era la riduzione dei costi, attraverso l'efficientamento del costo del lavoro o la riduzione del costo della carta o della stampa, mediante la quale si poteva giungere ad una diminuzione dal 5% al 10% del totale dei costi operativi. Un'altra ipotesi era costituita dall'esternalizzare l'attività di stampa, dismettendo, quindi, il relativo ramo di business, ed affidandosi completamente ad un operatore esterno, esperto in quel determinato settore. Inoltre, effettuando una comparazione con alcuni *benchmark* europei, è stato notato che la struttura organizzativa di Seat S.p.a. era di maggiori dimensioni rispetto ad essi e che quindi c'era la possibilità di apportare ulteriori miglioramenti. Altre opportunità di riduzione dei costi, invece, erano costituite dalla dismissione di linee di prodotto non efficienti, dall'esternalizzazione di attività definite *non core*, dalla riduzione delle spese pubblicitarie e dall'efficientamento delle tecnologie.

Un'altra strategia individuata era quella espansiva, avente come obiettivo l'incremento dei ricavi. Essa poteva essere attuata mediante l'incremento del tasso di penetrazione del mercato oppure mediante l'incremento dei prezzi. Tuttavia, quest'ultima ipotesi era molto meno fattibile della prima a causa dell'ingresso nel settore di "Pagine Utili", che offriva gli stessi prodotti e servizi offerti da Seat S.p.a. ad un prezzo leggermente inferiore ma che, in compenso, si stima che avrebbe comportato una crescita del settore pari al 13% con un incremento di oltre il 15% del numero dei clienti.

Come già anticipato, l'acquisizione di Seat S.p.a. è avvenuta nel corso del processo di privatizzazione intrapreso da parte del governo italiano e, più nello specifico, è cominciato con

la scissione di Seat da STET, l'allora colosso delle telecomunicazioni che poi diventerà Telecom Italia. La scissione darà vita a Seat S.p.a., che continuerà ad operare nei settori dell'editoria tradizionale ed elettronica, della raccolta pubblicitaria, del direct marketing e della stampa.

In questa prima fase della privatizzazione gli offerenti erano soltanto due: GTE, colosso delle telecomunicazioni, e il consorzio di investimento di cui faceva parte Bain Capital, che alla fine risultò vincitore. Quest'ultimo era organizzato nella società "OTTO S.p.a.", che divenne il nuovo socio di maggioranza di Seat S.p.a.

Al termine del processo di *Due Diligence* e tenuto conto di tutti i fattori precedentemente descritti, il processo di valutazione si è concluso con una valutazione d'azienda pari a circa 3200 miliardi di lire. Mediante l'impiego di un'operazione di *Leveraged Buy-Out*, la società OTTO S.p.a., nel 1998, acquisì una partecipazione pari al 61,7% del capitale al prezzo di circa 1658 miliardi di lire, lasciando al mercato le azioni rimanenti. Al termine dell'anno successivo, l'operazione si concluderà con la fusione per incorporazione di Seat S.p.a. all'interno della società OTTO S.p.a.

L'allora capitale sociale di OTTO S.p.a. era costituito da 2.351.716.406 azioni ordinarie del valore nominale di 50 lire e da 14.419.234 azioni di risparmio non convertibili del valore nominale di 50 lire, per un totale di 118.306.782.000 lire.

L'aumento di capitale al servizio della fusione, deliberato dall'organo amministrativo, era costituito da un massimo di 2.640.000.000 lire, destinati all'emissione di un massimo di 38.332.800 azioni ordinarie del valore nominale di 50 lire e di un massimo di 14.467.200 azioni di risparmio non convertibili del valore nominale di 50 lire, queste ultime da offrirsi in sottoscrizione a dipendenti di OTTO S.p.a. da individuarsi a cura del Consiglio di Amministrazione.

Il rapporto di cambio era invece fissato in 1 azione ordinaria di OTTO S.p.a. ogni 1 azione ordinaria di Seat S.p.a., entrambe del valore nominale di 50 lire, ed in 1 azione di risparmio non convertibile di OTTO S.p.a. ogni 1 azione di risparmio non convertibile di Seat S.p.a., entrambe del valore nominale di 50 lire.

Inoltre, la fusione prevedeva l'adozione di un nuovo testo di statuto, mediante il quale fu attuato il cambio di denominazione, da OTTO S.p.a. a "Seat – Pagine Gialle S.p.a.", il trasferimento della sede a Torino e la modificazione della durata dell'esercizio che, anziché concludersi il 31 Marzo, si sarebbe concluso il 31 Dicembre, con effetto dal primo esercizio in cui la fusione sarebbe divenuta efficace.

Terminata questa prima operazione, molto semplice dal punto di vista strutturale, nel 2003 è la volta di una seconda operazione di *Leveraged Buy-Out*, questa volta leggermente più

complessa, ad opera di tre fondi anglosassoni e americani (CVC, Permira e BC Partners) e degli stessi Investitori Associati, che nel 1997/1998 acquisirono la società insieme a Bain Capital.

La struttura utilizzata fu quella della doppia NewCo.

Il primo passo fu quello della costituzione di una *SPV* lussemburghese, a cui parteciparono i quattro fondi sopracitati e gli stessi consulenti dell'operazione, denominata "Société de Participation Silver S.A.", che emise tre diverse tipologie di azioni: le azioni ordinarie o di classe A, le preference shares B1, senza diritto di voto e privilegiate per quanto riguarda dividendi e riserve, e le preference shares B2, senza diritto di voto e riservate ai consulenti. Da qui in poi ci furono molteplici costituzioni di società a catena, partendo dalla "Société de Participation Silver S.A." che costituì un'altra società lussemburghese denominata "Sub Silver S.A.", che a sua volta costituì la società italiana "Spyglass S.p.a.", che a sua volta costituì un'altra società italiana denominata "Silver S.p.a.", il tutto con all'incirca 900 milioni di euro come *Equity*.

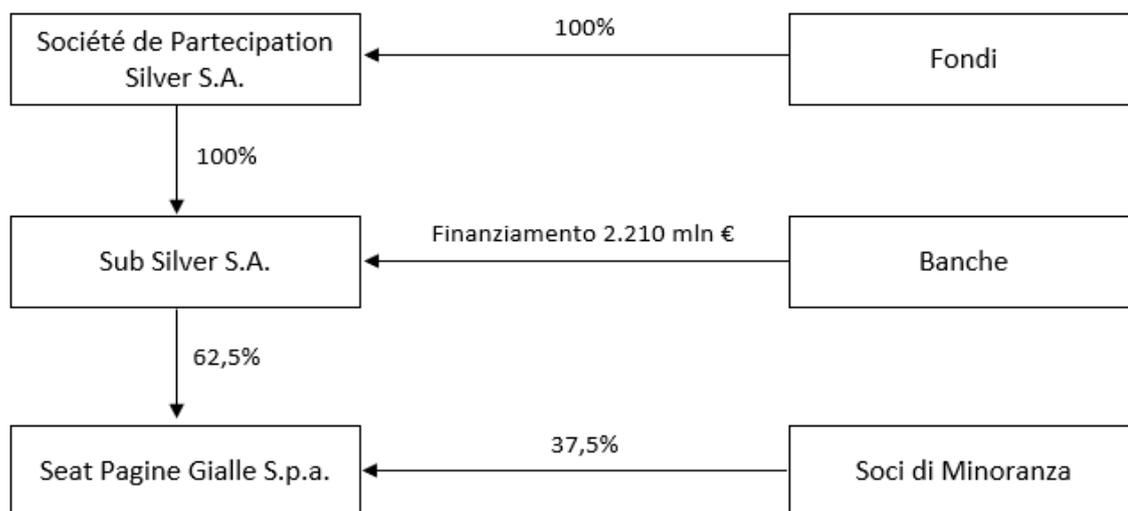
A seguito della concessione di linee di credito nei confronti di Silver S.p.a. da parte della "Royal Bank of Scotland" per complessivi 2.210 milioni di euro circa (finanziamento *Bridge*), nell'agosto del 2003 ci fu l'acquisizione da Telecom Italia S.p.a. del 62,5% del capitale sociale di Seat – Pagine Gialle S.p.a. per un corrispettivo totale di 3.032 milioni di euro (circa 0,598 euro per azione).

In seguito, nel dicembre dello stesso anno, ci fu la concessione di un nuovo finanziamento di 2.210 milioni di euro circa da parte della banca, questa volta, però, nei confronti di Sub Silver S.A., che venne utilizzato per capitalizzare Spyclass S.p.a., che a sua volta capitalizzò Silver S.p.a.. Quest'ultima utilizzò l'*Equity* ricevuto per estinguere il finanziamento *Bridge* concessogli dalla Royal Bank of Scotland, andando effettivamente a concretizzare il trasferimento del debito ad un livello superiore, nello specifico a Sub Silver S.A..

Le due capitalizzazioni nei confronti di Spyclass S.p.a. e Silver S.p.a. furono suddivise tra capitale nominale e riserva sovrapprezzo azioni in modo da rendere identico il numero di azioni delle due società al numero di azioni di Seat – Pagine Gialle S.p.a. possedute da Silver S.p.a., così da semplificare il successivo calcolo del rapporto di cambio per le operazioni di fusione che sarebbero di lì a poco state effettuate.

Nella seconda metà di Dicembre divennero efficaci la fusione per incorporazione di Seat – Pagine Gialle S.p.a. all'interno di Silver S.p.a. e la fusione per incorporazione della società risultante da questa prima fusione all'interno di Spyclass S.p.a., che modificò la sua denominazione in "Seat Pagine Gialle S.p.a." e venne quotata al posto di quest'ultima. L'aumento di capitale sociale per la fusione all'interno di Spyclass S.p.a. destinato ai soci di minoranza fu di 95 milioni di euro e portò quest'ultima ad avere un capitale sociale totale pari a 247 milioni di euro.

Al termine di questa prima serie di operazioni, la situazione societaria, quindi, era la seguente:



La nuova Seat Pagine Gialle S.p.a., generata a seguito di queste molteplici operazioni, si ritrovò con enormi riserve distribuibili iscritte in bilancio a causa dei conferimenti effettuati precedentemente dai fondi. Infatti, l'*Equity* originariamente immesso all'interno di Spyglass S.p.a., che ammontava a circa 3.110 milioni di euro, venne destinato a capitale sociale per soli 152 milioni, mentre la restante parte, circa 2.960 milioni, venne imputata alla riserva sovrapprezzo azioni; a seguito delle operazioni di fusione, invece, venne generato un avanzo da concambio pari a circa 1.263 milioni, che venne imputato per 1.229 milioni alla riserva sovrapprezzo azioni e per la differenza alle altre riserve, compresa quella legale, che, una volta raggiunto un importo pari al 20% del capitale sociale, rende distribuibile la riserva sovrapprezzo azioni a condizione che ci sia una sufficiente disponibilità di liquidità.

Quindi, al termine del processo, Seat Pagine Gialle S.p.a. si trovava con un capitale sociale di 247 milioni di euro e con all'incirca 4.200 milioni di riserva sovrapprezzo azioni interamente distribuibili.

L'ultima fase dell'operazione di *Leveraged Buy-Out* fu quella in cui, nell'aprile del 2004, ci fu la sottoscrizione di due finanziamenti emessi dalla "Royal Bank of Scotland Plc Milan Branch" e da "Lighthouse International Company S.A." per rispettivi 2.900 e 1.300 milioni di euro a favore di Seat Pagine Gialle S.p.a. e la distribuzione, da parte di quest'ultima, di un dividendo straordinario di circa 3.578 milioni di euro, destinato per 1.368 milioni ai soci di minoranza e per 2.210 milioni a Sub Silver S.A., che lo utilizzò per estinguere il finanziamento ottenuto precedentemente. Per concludere, quindi, Sub Silver S.A. estinse completamente il suo debito nei confronti delle banche ed in aggiunta si ritrovò a possedere il 62,5% di Seat.

3.2. Effetti delle due operazioni a confronto

Volendo analizzare le due operazioni dal punto di vista della loro efficacia, si può affermare che esse hanno prodotto effetti differenti.

La prima operazione, conclusasi nel 1999, rappresenta a tutti gli effetti la classica operazione di *Leveraged Buy-Out* condotta da una società di investimento, molto ben studiata e strutturata, avente ad oggetto una società che presentava molteplici aree in cui era possibile apportare dei miglioramenti allo scopo di incrementarne il valore ed incrementare, di conseguenza, il tasso di rendimento complessivo dell'investimento.

La nuova proprietà si è focalizzata fin da subito sulla gestione e sul ridimensionamento del nuovo concorrente che all'epoca si apprestava ad entrare all'interno del settore delle *directories*, cioè Pagine Utili. La strategia attuata, quindi, era focalizzata principalmente sulla ridefinizione dei costi e sull'incremento dell'efficienza interna dell'azienda. La ridefinizione dei costi, come emerso dal processo di *Due Diligence*, aveva ad oggetto l'efficientamento dei vari costi operativi, ad esempio quello del lavoro, della carta o della stampa, l'eventuale dismissione di aree di business facenti riferimento ad attività *non core* svolte dall'azienda o l'esternalizzazione delle stesse. L'incremento dell'efficienza interna dell'azienda, invece, è stato attuato ponendo una maggiore attenzione sulla forza vendite e, soprattutto, ridimensionando l'organico del 10% circa, a conferma del fatto che, come evidenziato nel corso del processo di *Due Diligence*, la struttura organizzativa di Seat era troppo grande se paragonata a quella di alcune aziende *benchmark* individuate all'interno del mercato europeo ed extraeuropeo.

Contemporaneamente a questa crescita interna, è stata attuata anche una strategia di crescita esterna attraverso una serie di acquisizioni strategiche che hanno contribuito ad una maggiore espansione dell'azienda in termini di valore e di dimensioni.

Nel primo semestre del 1999 si concretizza l'acquisizione di Matrix S.p.a., azienda leader dell'epoca nel campo dei media digitali in Italia. L'operazione è conclusa da Seat e De Agostini ed aveva lo scopo principale di potenziare le attività in rete di queste ultime mediante l'utilizzo del portale Virgilio.

Attraverso questa società controllata, in seguito, sono state realizzate una serie di alleanze con diversi partners, tra cui Export Systems, Fineco Online Sim e KPMG Consulting S.p.a., e c'è stata la creazione di una piattaforma tecnologica per lo sviluppo del marketplace utilizzando "Commerce One".

Con Export System l'alleanza era finalizzata a sviluppare nuovi servizi internet che avrebbero contribuito a semplificare l'utilizzo delle nuove tecnologie, permettendo a Virgilio di incrementare la propria offerta di servizi e la semplicità dell'interfaccia.

Con Fineco Online Sim l'obiettivo era quello di sviluppare un servizio congiunto di informazione finanziaria attraverso i portali "Virgilio Soldi" e "Fineco Online".

Con KPMG Consulting S.p.a., invece, l'intenzione era quella di creare il polo italiano più importante per quanto riguarda la consulenza strategica e l'implementazione di strategie e soluzioni relative agli e-business. Il fine, quindi, era quello di accompagnare le imprese sin dalla loro costituzione nella definizione e nell'implementazione di strategie di successo sul web. Successivamente, nel maggio del 2000, Seat, confermando la propria volontà di espandersi anche a livello internazionale con l'Europa come obiettivo prioritario, procede con l'acquisizione di Telegate, una società tedesca specializzata in servizi telefonici a valore aggiunto²³ destinata a diventare la punta di diamante del gruppo Seat in quello specifico ambito. Nell'estate dello stesso anno, invece, è la volta dell'acquisizione di Mondus mediante una delle più grandi operazioni finanziarie nel settore *B2B* che prevedeva un investimento di circa 150 milioni di dollari. Mondus era il principale marketplace su internet a livello europeo per le piccole e medie imprese, capace di mettere in contatto i potenziali compratori con più di 24.000 fornitori e permettendogli di confrontare facilmente prezzi, caratteristiche e disponibilità dei vari prodotti e servizi offerti. Tramite quest'alleanza Seat sviluppa un marketplace anche in Italia, denominato "Mondus.it", che permette alle imprese di effettuare l'intero ciclo di transazioni commerciali su un'unica piattaforma e che è in grado di veicolare quattro diverse aree di prodotti e servizi: telefonia ed internet, informatica, ufficio e componenti e servizi per le imprese.

Inoltre, sono state poste in essere anche una serie di operazioni allo scopo di attuare la cosiddetta multicanalità, che avrebbe contribuito a migliorare ed aumentare la visibilità dell'azienda mediante l'utilizzo di tutti gli strumenti tecnologici ed i canali virtuali messi a disposizione dal mercato. Tuttavia, questi diversi strumenti e canali dovevano essere disegnati in modo tale da non creare concorrenza tra gli stessi e cercando di renderli il più possibile adatti al tipo di prodotto offerto o al segmento di mercato a cui lo stesso era destinato.

Le operazioni poste in essere in quest'ottica sono tre: l'acquisizione di Buffetti, di Tin.it e di Telemontecarlo (TMC).

Buffetti, benché avesse una capitalizzazione venti volte inferiore rispetto a quella di Seat, rappresentava un partner ad alto profilo strategico, in quanto all'epoca poteva essere considerata come l'azienda leader della distribuzione di prodotti, servizi e soluzioni per l'ufficio in tutt'Italia, con una rete in franchising di oltre 1200 punti vendita. Inoltre, a seguito dell'uscita della famiglia Buffetti e dell'ingresso in società della holding finanziaria "Fintitoli S.p.a.", dal 1994 si ha un ampliamento delle attività della società, attraverso l'introduzione di prodotti e

²³ Servizio a valore aggiunto (VAS, acronimo di value-added service) è un termine tipico dell'industria di telecomunicazioni che indica tutti i servizi al di fuori dei servizi di base, ovvero delle chiamate di voce standard e delle trasmissioni fax.

servizi con un più elevato valore aggiunto e l'estensione ulteriore del network di presenza territoriale.

L'obiettivo, quindi, era quello di sfruttare le sinergie esistenti tra la distribuzione dei prodotti Buffetti e dei servizi internet di Seat, considerando la rete di oltre 1200 punti vendita come una realtà a tutti gli effetti complementare rispetto all'*e-commerce*.

L'integrazione in Seat di Tin.it, specializzata in commercializzazione di servizi, prodotti ed informazioni online, invece, è avvenuta nel febbraio del 2000 ed aveva come obiettivo quello di creare un polo italiano in grado di competere con i gruppi mondiali ed europei che operavano nel mercato dei servizi internet. Le principali sinergie ottenute da questa integrazione erano le seguenti:

- La contiguità dei segmenti di clientela, infatti le due società avevano come target i consumatori e le piccole e medie imprese; quindi, con l'unione sono riuscite a promuovere ed accelerare lo sviluppo dei servizi di *e-commerce* in Italia;
- La contiguità delle linee di business, considerando che l'integrazione delle offerte delle due imprese appariva come un modello di business valido atto a soddisfare i bisogni della clientela ed a contribuire allo sviluppo del mercato;
- La creazione di una massa critica sufficiente allo sviluppo di una strategia internazionale, intesa come il fatto che le due entità messe insieme erano maggiormente in grado di competere anche a livello internazionale ed avevano incrementato il loro potere attrattivo per l'eventuale costituzione di partnerships ed alleanze.

La nuova realtà, quindi, rappresentava l'unico operatore europeo in grado di ricoprire tutta la catena del valore di internet, avendo come target sia le aziende che i privati.

Infine, nell'agosto del 2000, si è concretizzata l'acquisizione del 75% della Cecchi Gori Communications S.p.a., cioè la società a cui facevano capo le concessioni televisive per le emittenti TMC e TMC2, determinando la nascita del terzo polo televisivo e multimediale dopo Rai e Fininvest. Esso aveva come obiettivo il rinnovamento del palinsesto televisivo, focalizzando quest'ultimo maggiormente su un target di pubblico giovane, più esperto ed abile nell'utilizzo di internet. Alla base di tutto, quindi, c'era l'intenzione di voler sfruttare le grandi competenze del gruppo Cecchi Gori nell'ambito televisivo unitamente al *know how* posseduto da Seat nell'ambito di internet.

Tuttavia, nonostante le continue acquisizioni avessero portato ad un incremento della sfera di attività di Seat, al termine dell'anno 2000 è stato certificato un rallentamento della crescita del risultato operativo lordo consolidato ed una modifica della composizione dei ricavi. Per quanto riguarda il primo dei due elementi sopra citati, esso era dovuto in parte al fatto che i flussi di cassa operativi venivano impiegati per l'avviamento e lo sviluppo di nuovi business ed in parte al fatto che alcuni nuovi settori di cui Seat era entrata a far parte avevano una redditività

inferiore rispetto al settore delle *directories* (ad esempio il settore dei prodotti e servizi per l'ufficio). La modifica della composizione dei ricavi, invece, comprendeva il fatto che l'attività di editoria telefonica aveva ridotto il proprio peso dal 97,5% del 1999 al 71,8% del 2000 come diretta conseguenza dell'incremento del peso dell'area internet, dallo 0,7% del 1999 all'8,2% del 2000.

La strategia di Seat prevedeva la possibilità di contattare o di essere contattati dai clienti attraverso qualsiasi mezzo di comunicazione, fisico o virtuale, andando ad incrementare il proprio ruolo all'interno del mercato e generando nuovo valore non più soltanto attraverso le Pagine Gialle, ma anche attraverso una serie di nuovi prodotti e servizi.

Nella seguente tabella è rappresentata la nuova catena del valore di Seat a seguito delle molteplici operazioni compiute tra gli anni 1999-2000:

7. Nuova catena del valore di Seat

CATENA DEL VALORE	ACCESS	NEED	CHOICE	CONTACT	TRANSACTION
PAPER			PG		
INTERNET	Tin.it	Virgilio	PG Online Mondus	PG Online	PG Online
TELEPHONE		Telegate	Pronto PG Telegate	Pronto PG Telegate	
SHOPS				Buffetti	Buffetti
TV		TMC TMC2			

Come si può notare, sull'asse delle ordinate sono indicati tutti i canali e le piattaforme che esistevano per raggiungere il cliente mentre sull'asse delle ascisse sono indicate le diverse fasi che compongono il processo di scelta di un consumatore, dalla nascita del bisogno al momento in cui si concretizza l'acquisto, e ad ogni punto di incontro tra gli assi corrisponde una società o una *business unit* del gruppo specializzata in quella determinata offerta di prodotti e servizi. Attraverso questa nuova catena del valore, quindi, Seat era in grado di estendere la propria presenza all'interno delle diverse fasi del processo di acquisto (nascita del bisogno, scelta dei fornitori, contatto ed acquisto finale) ed era in grado di generare ricavi sempre maggiori andando ad accrescere il valore offerto e percepito dai propri clienti, non soltanto in un'ottica

business to business, grazie all'integrazione con Buffetti e con Tin.it, ma anche in un'ottica *business to consumer*, grazie all'integrazione con Virgilio.

Grazie alle numerose acquisizioni ed integrazioni di carattere strategico precedentemente descritte, alle molteplici sinergie generate e sfruttate ed alle nuove strategie competitive implementate, nel giro di pochi anni il prezzo del titolo in Borsa volò fino a toccare quota 12 euro e la capitalizzazione d'azienda passò da 1,65 miliardi a 20 miliardi di euro.

Inoltre, a seguito del rientro in società nell'anno 2000 di Telecom Italia, che riportò la propria quota di partecipazione in Seat al 29,9% acquisendola dai soci di OTTO S.p.a. e permettendo a questi ultimi di generare un cospicuo profitto, nel 2003 è la volta della seconda operazione di *Leveraged Buy-Out* che ha coinvolto Seat e che, come vedremo, ha prodotti effetti differenti rispetto alla prima.

A differenza della prima operazione, la seconda è stata posta in essere servendosi di una struttura molto più articolata, definita della doppia NewCo, e con un intento maggiormente speculativo. Tramite molteplici operazioni di costituzione, acquisizione, incorporazione, finanziamento e rimborso, i quattro fondi interessati all'acquisto di Seat si ritrovarono a possederla al 62,5% tramite la NewCo Sub Silver S.A. e riuscirono a trasferire l'intero indebitamento a carico di Seat mediante la distribuzione di un maxi dividendo straordinario di € 3,57 miliardi, suddiviso tra NewCo e soci di minoranza, che pochi anni più tardi si rivelerà fatale.

La prima criticità è stata riscontrata al termine di questa seconda operazione di MLBO, in quanto c'è stato un notevole incremento delle passività a medio-lungo termine, mediante le quali è stato possibile distribuire le riserve straordinarie, che è stato compensato prevalentemente da un incremento delle immobilizzazioni immateriali dovuto ad un disavanzo totale derivante dalle operazioni di fusione di circa 3,3 miliardi di euro. Quest'ultimo è stato attribuito per circa 2,5 miliardi di euro ad avviamento e per la restante parte ad un bene immateriale denominato "*Customer Data Base*", creato al fine di contenere tutti i dati, le informazioni, i modelli di elaborazione e classificazione dei dati e del *know how* che supportano le decisioni strategiche dell'azienda relative allo sviluppo e soprattutto alla conservazione della clientela.

Di conseguenza, si è avuto anche un incremento della posizione finanziaria netta dell'azienda al termine dell'anno 2004, con un indebitamento finanziario che ammontava ad oltre 4 miliardi di euro, pari ad oltre 6 volte il margine operativo lordo (EBITDA) dello stesso anno.

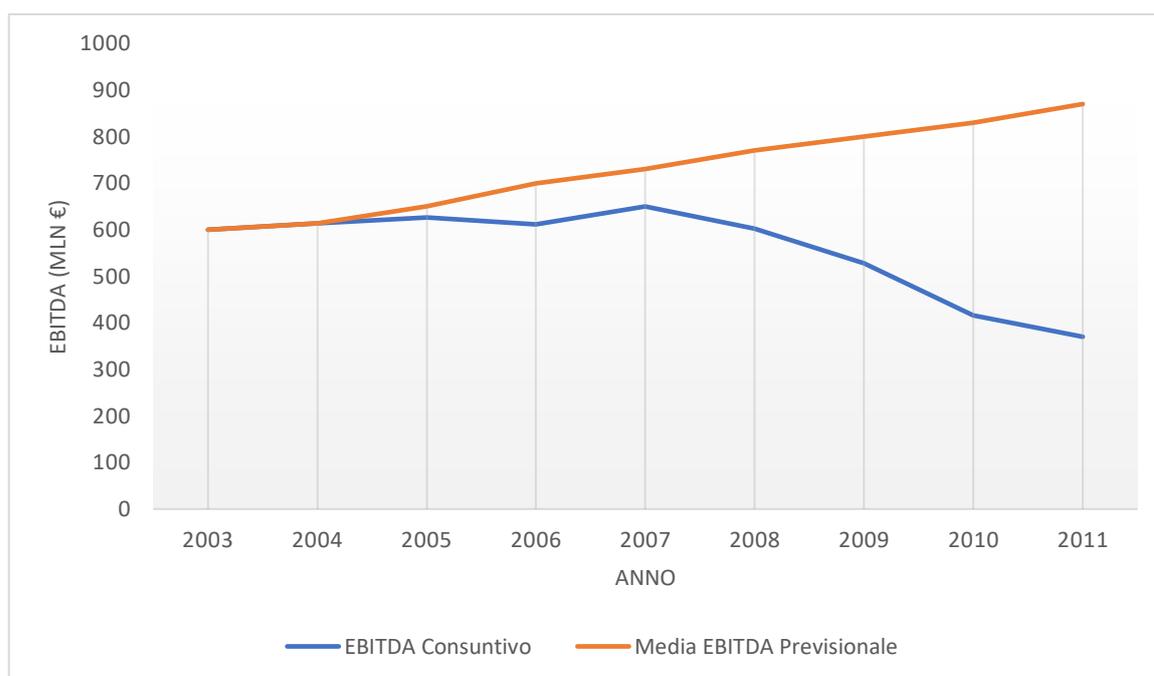
Del suddetto indebitamento, 3,8 miliardi erano da ricondurre al "senior credit agreement" con la "Royal Bank of Scotland Plc Milan Branch", pari a € 2,5 miliardi, ed al finanziamento cosiddetto "subordinato" con "Lighthouse International Company S.A.", pari ad € 1,3 miliardi, mediante i quali è stato possibile distribuire l'elevatissimo dividendo straordinario a favore dei

soci di minoranza e di Sub Silver S.A., che può quindi essere considerato a tutti gli effetti uno dei principali responsabili del successivo tracollo finanziario dell'azienda.

Inoltre, ciò che ha peggiorato maggiormente la situazione è stata l'errata proiezione al futuro dell'EBITDA dell'azienda, sulla quale si è prevalentemente basata l'impostazione dell'intera operazione.

Esso, stando ad una media effettuata utilizzando le valutazioni di Seat condotte da quattro importanti analisti (Caboto, Citigroup, Lehman Brothers, Merrill Lynch), era considerato in costante crescita negli anni successivi all'operazione, ma, in realtà, questa crescita prevista non si è mai verificata.

8. Confronto EBITDA previsionale e consuntivo Seat

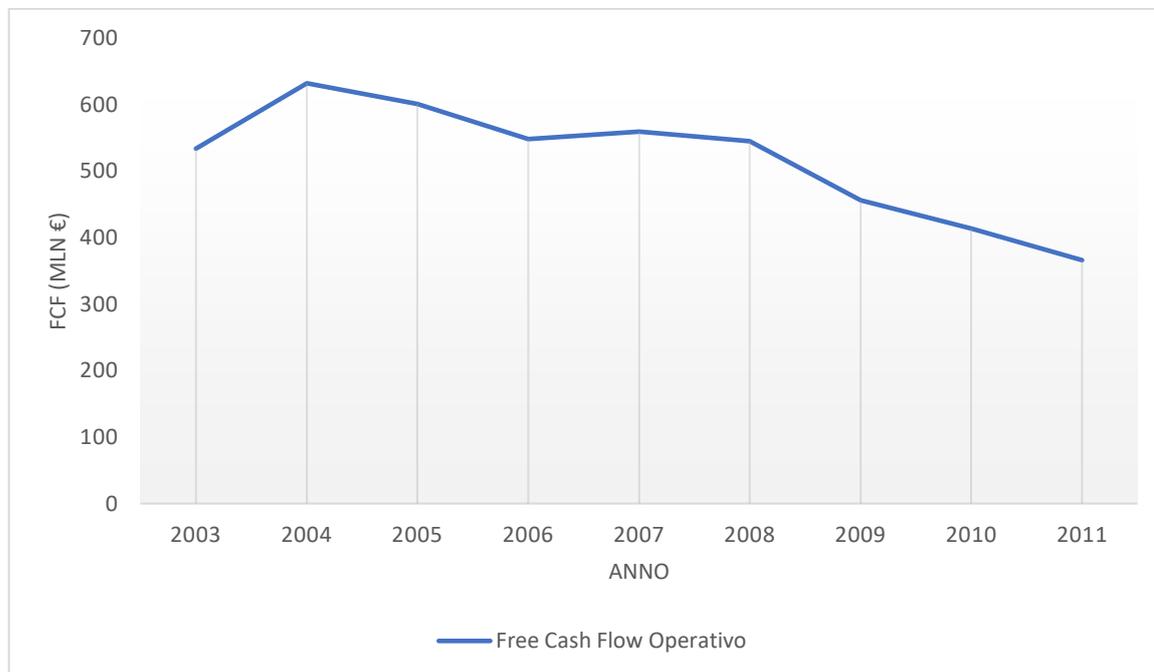


Come mostrato all'interno del grafico, la crescita prevista c'è stata, anche se al di sotto delle aspettative, fino all'anno 2007, a seguito del quale c'è stato un costante declino fino agli anni 2011/2012, in cui è stato dapprima approvato un piano per la ristrutturazione del debito ed infine si è giunti all'annuncio del concordato preventivo, non essendo l'azienda più in grado di ripagare i propri creditori.

Questa situazione di declino è stata generata oltre che dalla successiva crisi finanziaria del 2008, che ha provocato un brusco rialzo dei tassi di interesse, anche dall'ingresso di nuovi concorrenti, ad esempio Google, molto più flessibili ed innovativi all'interno di un contesto nuovo e dinamico come quello di Internet.

L'impatto della sempre maggiore concorrenza, inoltre, può essere quantificato anche considerando la diminuzione dei flussi di cassa operativi, mediante i quali l'azienda riusciva a malapena a rimborsare il proprio debito ed a pagare i relativi interessi finanziari.

9. Free Cash Flow Operativo Seat



Infine, non si può non considerare tra le cause del successivo *default* dell'azienda l'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto della stessa che, insieme a tutti gli altri fattori fin qui analizzati, ha contribuito a creare una vera e propria tempesta perfetta.

Al 31 Dicembre 2005 si registra una diminuzione dell'indebitamento, che passa a € 3,634 miliardi dai € 3,924 miliardi del 2004, con una riduzione di € 290 milioni circa.

Quest'ultima è dovuta principalmente al *free cash flow* operativo generato dall'azienda, pari a circa € 600 milioni, impattato in gran parte solamente dagli oneri finanziari netti pagati dall'azienda.

Nello specifico, le passività finanziarie non correnti includono i debiti verso banche, tra cui la "Royal Bank of Scotland" con cui è stato stipulato il cosiddetto "Term and Revolving Facilities Agreement" per complessivi € 2,530 miliardi, ed i debiti verso "Lighthouse International Company S.A." per € 1,252 miliardi con scadenza nel 2014. Il "Term and Revolving Facilities Agreement" è costituito da tre diverse *tranches*: la *tranche A* di € 1,930 miliardi, rimborsata a rate semestrali fino al giugno del 2012; la *tranche B* di € 600 milioni, con rimborso unico a giugno 2013, con un'esposizione pari a € 590 milioni a causa di un rimborso anticipato in

ottobre pari a € 10 milioni; la *tranche C* di € 90 milioni, utilizzabile solo in presenza di eventuali fabbisogni di capitale circolante di Seat o delle sue controllate.

Situazione pressoché simile negli anni successivi e fino al 2009, con la riduzione dell'indebitamento finanziario netto pari a € 228 milioni nel 2006, € 131 milioni nel 2007, € 192 milioni nel 2008 e € 319 milioni nel 2009, tutte prevalentemente attuate mediante l'utilizzo dei *free cash flow* operativi, nonostante il loro *trend* negativo nel corso degli anni.

I rimborsi erano principalmente destinati alle *tranches A e B* del prestito "Senior" stipulato con la "Royal Bank of Scotland", che divennero rispettivamente pari a € 951 milioni e € 464 milioni, mentre il debito nei confronti di "Lighthouse International Company S.A." è leggermente incrementato divenendo pari a € 1,275 miliardi.

È a partire dall'anno 2010 che cominciano a riscontrarsi i primi risvolti negativi, con l'indebitamento finanziario netto che diminuisce di soli € 31 milioni, a causa del fatto che l'azienda non era in grado di rimborsare il prestito "Senior" con le proprie forze ed ha dovuto rifinanziare la restante parte ricorrendo all'emissione di due *Senior Secured Bond* per complessivi € 750 milioni, da offrire principalmente ad investitori istituzionali. Di conseguenza, c'è stato il declassamento dell'azienda da parte delle agenzie di rating "Standard and Poor's" e "Moody's", passata, tra gli anni 2009-2010-2011, da un rating di B/B2 ad un rating di CCC+/Caa1 fino a giungere ad un rating di D/Caa3, che stava ad indicare un vero e proprio stato di default tecnico.

Quest'ultimo è stato dichiarato a seguito della constatazione dell'elevato rischio connesso alla leva finanziaria di Seat al 31 Dicembre 2011, divenuta pari ad oltre sette volte l'EBITDA dello stesso anno e, quindi, definita insostenibile.

Inoltre, sempre al termine dell'esercizio 2011, c'è stata dapprima una riclassificazione a breve termine dei debiti finanziari non correnti nei confronti della "Royal Bank of Scotland" e di "Lighthouse International Company S.A.", la cui scadenza è stata portata al 31/12/2012, per poi giungere all'avvio delle negoziazioni per la ristrutturazione consensuale degli stessi, che si sono concluse positivamente con un accordo tra tutte le parti interessate avente ad oggetto la proposta formulata dalla società nel gennaio del 2012.

All'interno di tale proposta erano previsti il rinvio e la redistribuzione delle scadenze per quanto riguarda il prestito "Senior" con la "Royal Bank of Scotland", esteso fino al 31 Dicembre 2016, un'*indenture*²⁴ relativa al riacquisto, al verificarsi di determinate condizioni, da parte di "Lighthouse International Company S.A." della totalità o di una parte dei titoli dalla stessa detenuti ed un'*indenture* relativa al riacquisto, al verificarsi di determinate condizioni, da parte

²⁴ Un'*indenture* è un contratto associato ad un'obbligazione. I termini di tale contratto obbligazionario comprendono una descrizione delle caratteristiche dell'obbligazione, le restrizioni imposte all'emittente e le azioni che verranno attivate se l'emittente non effettua pagamenti tempestivi. Essa è il documento giuridico principale cui fanno riferimento l'emittente e gli investitori in caso di controversia sulle obbligazioni.

di Seat della totalità o di una parte dei titoli dalla stessa detenuti, con in più il versamento degli eventuali interessi maturati e non pagati alla data del riacquisto in entrambi gli ultimi casi descritti.

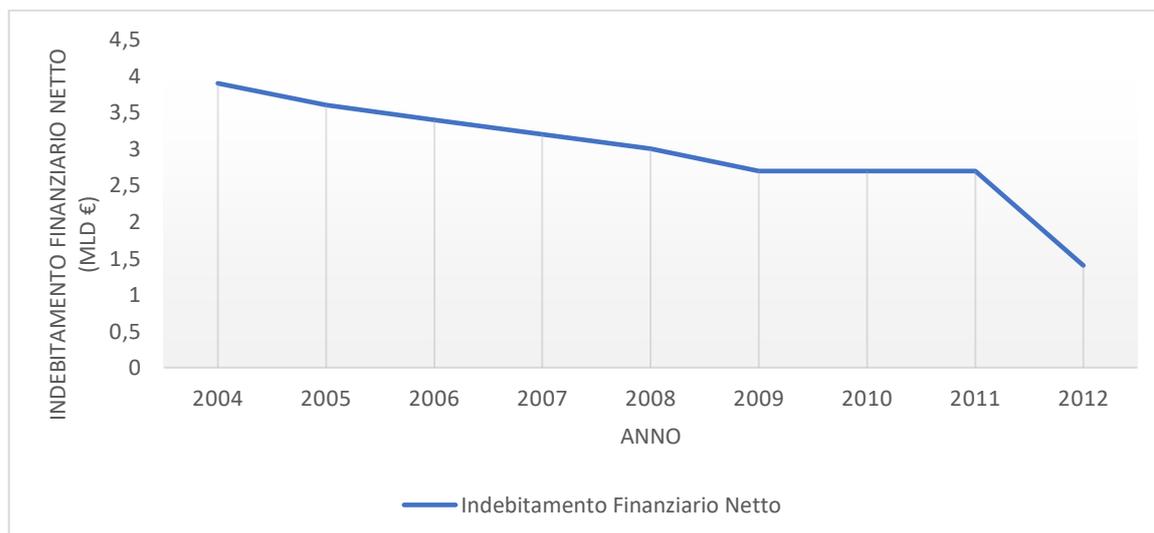
Nel corso dell'esercizio 2012 l'amministrazione della società tenta di ristrutturare l'indebitamento subordinato della stessa, con riferimento alle obbligazioni emesse da "Lighthouse International Company S.A.", e converte in azioni Lighthouse un totale di 1,3 miliardi di obbligazioni convertibili a seguito dell'approvazione, da parte dell'assemblea degli azionisti di Lighthouse, della fusione per incorporazione di quest'ultima all'interno di Seat. All'interno del bilancio 2012, quindi, l'indebitamento finanziario netto appare notevolmente diminuito ed è pari a € 1,327 miliardi ed inizialmente sembra in grado di fornire maggiore respiro alle casse ed ai bilanci della società fin quando, però, non si giunge al Febbraio 2013, mese in cui si può certificare l'effettivo fallimento di Seat, in cui quest'ultima non era in grado di pagare le cedole semestrali maturate sino a quel momento.

A fallimento ormai certificato ed imminente segue l'ultimo disperato tentativo di salvare la società da parte dell'amministrazione mediante una proposta di concordato preventivo, a cui Seat sarà ammessa nel Dicembre dell'anno 2013.

Nella suddetta proposta era prevista un'equityzzazione totale del debito (per un valore complessivo di circa € 1,5 miliardi) che avrebbe prodotto un conseguente quasi azzeramento delle quote societarie fino a quel momento possedute dagli azionisti.

Nello specifico, era necessario attuare la fusione tra "Seat Pagine Gialle" e la controllata "Seat Pagine Gialle Italia" al fine di dar vita ad una realtà industriale del tutto nuova e priva di debiti; il che potrebbe sembrare un qualcosa di positivo, se non fosse per gli azionisti di Seat che, al termine di tale procedura, si sarebbero ritrovati a possederla per un misero 0,25% mentre ai creditori verrà riconosciuta la restante partecipazione pari al 99,75%.

10. Indebitamento Finanziario Netto Seat



CONCLUSIONE

Conclusione

Alla luce di quanto affermato finora e sulla base dell'analisi condotta relativa al caso Seat Pagine Gialle S.p.a., si può affermare che il *Leveraged Buy-Out* (o il *Merger Leveraged Buy-Out*), per quanto possa essere rischioso a causa dell'elevato indebitamento, è un'operazione la cui legittimità è sancita dall'articolo 2501-bis del Codice Civile, che stabilisce una serie di obblighi informativi e procedurali a tutela delle parti coinvolte e dei rispettivi interessi, che si fonda su delle valide ragioni economiche (che rappresentano sostanzialmente i motivi che hanno indotto il soggetto acquirente ad investire all'interno della società *Target*).

Inoltre, un altro aspetto da non sottovalutare è l'importanza del ricorso all'indebitamento per il soggetto acquirente, fondamentale nella maggior parte dei casi per giungere ad una chiusura positiva dell'operazione e per rendere la stessa profittevole. Esso, infatti, oltre che ridurre o abbattere le barriere d'ingresso all'interno dei vari settori in cui operano le società *Target* (uno dei *pro* individuati all'interno dell'introduzione) comporta anche la detrazione dal reddito degli oneri finanziari passivi generati, producendo, di conseguenza, un risparmio per l'azienda sull'importo delle tasse da versare.

Passando, più nello specifico, alle due operazioni di *Leveraged Buy-Out* ed ai relativi effetti prodotti analizzati nel precedente capitolo, si può affermare che, nonostante esse fossero fondate su delle valide ragioni economiche, l'esito nel primo caso sia stato positivo, mentre nel secondo caso sia stato a dir poco catastrofico.

I presupposti alla base delle due operazioni, però, erano molto differenti.

Nel primo caso, Seat era un'azienda di dimensioni non molto grandi e che presentava molteplici opportunità di miglioramento che avrebbero contribuito ad accrescerne il valore, ad esempio la possibilità di riorganizzarla e di renderla più efficiente o la possibilità di innescare un processo di crescita cosiddetta esterna mediante una serie di acquisizioni strategiche e l'instaurazione di relazioni con molteplici partner nazionali ed internazionali.

Nel secondo caso, invece, la nuova Seat, grazie a tutti i miglioramenti apportati dal consorzio Investitori Associati di cui faceva parte Bain Capital, l'allora acquirente nella prima operazione di *Leveraged Buy-Out* nel 1997, si presentava come una società leader in Italia e di grande rilievo a livello europeo e mondiale all'interno del settore delle *directories*. Essa, infatti, come si può evincere dalla tabella n. 7, era una società che, grazie all'attuazione della cosiddetta multicanalità, era in grado di offrire una vastissima gamma di servizi sia a privati che imprese ed era in grado di raggiungere i propri clienti attraverso la maggior parte degli strumenti di comunicazione esistenti all'epoca. In sostanza, era una macchina quasi perfetta che, se ben gestita ed amministrata, avrebbe potuto produrre profitti sempre maggiori.

Se, poi, si guarda all'effettivo confronto delle numeriche associate a ciascuna operazione, quest'ultimo è a dir poco impietoso.

Nel primo caso, infatti, l'indebitamento generato dall'operazione poteva essere definito sostenibile, i flussi di cassa operativi generati dall'azienda erano crescenti anche se non eccessivamente a causa della necessità di utilizzare parte di essi per le continue attività di investimento realizzate e, di conseguenza, il valore delle singole azioni raggiunse quota 12 euro mentre la capitalizzazione d'impresa passò da € 1,65 miliardi a € 20 miliardi. In più, erano molteplici le sinergie e le opportunità che potevano essere sfruttate per far sì che l'azienda continuasse a crescere e ad essere in grado di generare ulteriori profitti.

Nel secondo caso, invece, lo scenario già in partenza appariva leggermente complicato. Nel 2004, appena terminata l'operazione, l'indebitamento finanziario netto ammontava ad oltre 6 volte l'EBITDA e la sostenibilità dello stesso si basava su una serie di previsioni che qualche anno più tardi si riveleranno fin troppo ottimistiche. Infatti, le aspettative di crescita del Margine Operativo Lordo risultano parzialmente rispettate nei primi anni e fino al 2007 ed ampiamente disattese negli anni successivi che condurranno poi l'azienda al fallimento. Il tutto andrà poi a ripercuotersi sui flussi di cassa operativi, mediante i quali l'azienda riusciva a malapena a rimborsare i creditori ed a liquidare i rispettivi interessi. Questa impossibilità per l'azienda di far fronte al rimborso dei creditori ha portato dapprima all'emissione di nuovo debito ed alla rinegoziazione del precedente, come si può notare all'interno della tabella n. 10 in cui per gli anni 2009-2010-2011 l'indebitamento è pressoché costante, per poi giungere ad una conversione dello stesso in azioni sociali ordinarie nell'anno 2012 con le obbligazioni emesse da "Lighthouse International Company S.A." e nell'anno 2013 con il restante debito per attuare quanto previsto all'interno del concordato preventivo. Il risultato di tale processo è stato la riduzione della partecipazione degli azionisti originari ad un misero 0,25% a cui faranno poi seguito l'acquisizione del controllo dell'azienda da parte di "Italiaonline" al prezzo di € 0,0039 per azione, con una svalutazione di oltre il 96%, ed una richiesta di condanna per bancarotta fraudolenta da parte della Procura a carico di 15 membri facenti parte del CdA e del Collegio Sindacale di Seat all'epoca della chiusura dell'operazione. Processo che, in seguito, si concluderà con la totale assoluzione degli imputati poiché il tribunale dichiarerà che gli eventi principali che hanno condotto Seat al fallimento, tra cui l'avvento di Google e degli smartphones, erano impossibili da prevedere e che, quindi, "il fatto non sussiste".

Quanto detto finora, però, non è finalizzato a screditare uno strumento finanziario molto importante come il *Leveraged Buy-Out*, essendo, infatti, molteplici i casi aziendali di successo associati a questa operazione, ma è semplicemente incentrato a sottolineare quanto importanti siano i principi di prudenza e di razionalità che devono sempre essere scrupolosamente osservati quando si conducono operazioni del genere ad alto profilo di rischio.

**BIBLIOGRAFIA
E
SITOGRAFIA**

Bibliografia e Sitografia

- Confalonieri, Marco. *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*. Gruppo24Ore, 2022
- Ceppellini Lugano & Associati. *Operazioni Straordinarie*. Wolters Kluwer, 2020
- Di Lazzaro, F. Fabi, T. Tezzon, M. *Principi contabili internazionali: temi e applicazioni*. Cap. 13, pp. 293-310. G. Giappichelli Editore, 2018
- Abriani, N. Calvosa, L. Ferri jr, G. Giannelli, G. Guerrera, F. Guizzi, G. Motti, C. Notari, M. Paciello, A. Regoli, D. Rescio, G.A. Rosapepe, R. Stella Richter jr, M. Toffoletto, A. *Diritto delle Società. Manuale Breve*. Cap. 10, pp. 425-464. Giuffrè Editore, 2012
- ODCEC Roma. *Il Leveraged Buy-Out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive*. Il Fisco, Gruppo Wolters Kluwer, 2014
- Pilger, David. *Leveraged Buyouts. A practical introductory guide to LBOs*. Harriman House, 2012
- Talmor, Eli. Vasvari, Florin. *International Private Equity*. Wiley, 2011
- Pignataro, Paul. *Leveraged Buyouts. A practical guide to investment banking and private equity*. Wiley, 2013
- Larreur, Charles-Henri. *Structured Finance: Leveraged Buyouts, Project Finance, Asset Finance and Securitization*. Wiley, 2021
- http://www.rivistadirittosocietario.com/Article/Archive/index_html?ida=448&idn=34&idi=-1&idu=-1
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html>
- Fenga, Hongrui. Rao, Ramesh P. *The positive externalities of leveraged buyouts*. 2022
- Loh, Lawrence. *Financial Characteristics of Leveraged Buyouts*
- Bull, Ivan. *Financial Performance of Leveraged Buyouts: an Empirical Analysis*
- Easterwood, John C. Seth, Anju. Singer, Ronald F. *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*
- Kaplan, Steven N. Stromberg, Per. *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, 2009, Vol. 23, No. 1, pp. 121–146
- Phan, Phillip H. Hill, Charles W. L. *Organizational Restructuring and Economic Performance in Leveraged Buyouts: an ex-post study*. Academy of Management Journal, 1995, Vol. 38, No. 3, pp. 704-739
- Guo, Shourun. Hotchkiss, Edith S. Song, Weihong. *Do Buyouts (Still) Create Value?* The Journal of Finance, 2011, Vol. 66, No. 2, pp. 479-517

- Opler, Tim. Titman, Sheridan. *The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs*. The Journal of Finance, 1993, Vol. XLVIII, No. 5, pp. 1985-1999
- Ambrose, Brent W. Winters, Drew B. *Does an Industry Effect Exist for Leveraged Buyouts?* Financial Management, Spring 1992, pp. 89-101
- <https://www.bankpedia.org/ricerca.php>
- <https://global.factiva.com/sb/default.aspx?lnep=hp>
- <https://www.fondazioneoiv.it/>
- <https://www.gazzettaufficiale.it/>
- <https://www.pcsviluppo.com/>
- <https://www.treccani.it/enciclopedia>
- Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a.
- <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1999/08/09/S-20381/p2>
- <https://123dok.org/article/storia-seat-pagine-gialle-caso-seat-pagine-gialle.9yn8v31y>
- <https://investire.biz/articoli/analisi-previsioni-ricerche/azioni/seat-pagine-gialle-storia-azienda-da-stella-tech-bolla-internet-a-delisting-italiaonline-dopo-crollo-borsa-leverage-buy-out-opa-speculatori>
- <https://www.investireoggi.it/obbligazioni/seat-pagine-gialle-converte-tutto-il-debito-in-azioni/#:~:text=A%20conti%20fatti%2C%20banche%20e,25%25%20rester%C3%A0%20agli%20attuali%20azionisti.>
- <https://www.fallimenti.it/notizie/seat-pagine-gialle-in-concordato-preventivo>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html>

TABELLE E GRAFICI

Tabelle e Grafici

1. Schema Cessione/Acquisizione Totale.....	14
2. Schema Cessione/Acquisizione Parziale.....	14
3. Schema Fusione per Unione.....	31
4. Schema Fusione per Incorporazione.....	31
5. Schema Avanzo/Disavanzo da Annullamento.....	35
6. Schema Avanzo/Disavanzo da Concambio.....	36
7. Nuova catena del valore di Seat.....	85
8. Confronto EBITDA previsionale e consuntivo Seat.....	87
9. Free Cash Flow Operativo Seat.....	88
10. Indebitamento Finanziario Netto Seat.....	90

RINGRAZIAMENTI

Ringraziamenti

Permettetemi di dedicare, infine, qualche riga a tutti coloro che hanno contribuito alla stesura del mio elaborato.

Un ringraziamento speciale al mio relatore, Prof. Eugenio Pinto, alla sua collaboratrice, Prof.ssa Martina Cerulli, ed al mio correlatore, Prof. Riccardo Tiscini, per l'immensa pazienza e l'instancabile supporto fornitomi lungo tutto il percorso di stesura dell'elaborato.

Ringrazio tutti i docenti incontrati durante questi due anni di percorso universitario. Grazie per tutti gli insegnamenti ed i valori che mi avete trasmesso.

Un immenso Grazie va ai miei genitori, Pina e Riccardo, perché è soltanto grazie a loro se oggi sono la persona che conoscete. A voi devo tutto!

Un grazie di cuore a Simone, mio fratello e migliore amico. Grazie per avermi sempre sostenuto e per essere sempre riuscito a strapparmi un sorriso.

Ringrazio infinitamente la mia fidanzata Alessia, il mio rifugio sicuro. Grazie per avermi sopportato e supportato nei momenti di difficoltà. Grazie perché ci sei sempre stata.

Ringrazio, infine, tutti i miei parenti ed amici. Grazie per aver sempre creduto in me e per non aver mai fatto mancare il vostro supporto. Vi sarò per sempre grato.

Grazie infinite a tutti voi!

RIASSUNTO

Riassunto

Per la conclusione del mio percorso universitario, ho deciso di descrivere ed analizzare una fattispecie del mondo della finanza e, più nello specifico, del mondo della finanza straordinaria d'impresa, a mio avviso molto particolare ed allo stesso tempo affascinante, ovvero il cosiddetto *Leveraged Buy-Out* (LBO).

Stando alla definizione presente all'interno della sezione "Glossario Finanziario" del sito web di "Borsa Italiana", il *Leveraged Buy-Out* rappresenta l'acquisizione di un'azienda facendo ricorso in maggioranza all'indebitamento ed in minoranza ad una quota di capitale proprio; l'indebitamento, poi, sarà ripagato mediante l'utilizzo degli utili o dei flussi di cassa generati dall'azienda acquisita o mediante la dismissione di parti dell'attivo o di rami di business della stessa che non saranno ritenuti attinenti al cosiddetto *core business*. Generalmente, l'operazione di acquisto e di successiva fusione per incorporazione (motivo per cui spesso il *Leveraged Buy-Out* viene considerato un sinonimo del cosiddetto *Merger Leveraged Buy-Out*) avvengono mediante la costituzione di una nuova entità giuridica, denominata *NewCo*, che dapprima procederà all'acquisizione dell'azienda obiettivo, definita *Target*, per poi integrarla al proprio interno e trasferire alla stessa l'intero indebitamento, andando a sfruttare il cosiddetto effetto leva.

La particolarità di questo tipo di operazioni risiede nel fatto che esse devono avere ad oggetto società *Target* che hanno una solida struttura patrimoniale o che presentano molteplici aree in cui è possibile apportare dei miglioramenti, in virtù del fatto che le azioni delle medesime società saranno poi poste, da parte della *NewCo*, a garanzia dei finanziamenti ricevuti.

Sulla base di tali presupposti, è facile identificare una serie di *pro* e di *contro* relativi all'operazione.

Tra i *pro* troviamo sicuramente il fatto che l'operazione, nonostante l'elevato rischio alla stessa associato, rappresenta un importante motore di sviluppo per le società, essendo in grado di abbattere o quantomeno di ridurre le cosiddette barriere d'ingresso all'interno dei vari settori e semplificando l'immissione di capitali all'interno delle società, favorendo un incremento della liquidità e dell'efficienza delle stesse.

Tra i *contro*, invece, non si può non considerare il fatto che la concessione dei finanziamenti e quindi il buon esito dell'intera operazione si fondano su un processo di valutazione dell'azienda *Target* che, se viene svolto in modo corretto e razionale, può portare ottimi risultati, mentre se viene svolto in modo troppo superficiale, può produrre effetti negativi, quali ad esempio l'impossibilità per l'azienda di far fronte al rimborso del debito con successiva svalutazione o,

in casi estremi, fallimento della stessa e conseguente perdita dei capitali sia per gli azionisti che per i creditori.

Nel presente elaborato, il primo capitolo sarà dedicato alla descrizione delle operazioni straordinarie d'impresa, con particolare riguardo all'acquisizione ed alla fusione, entrambe utilizzate all'interno delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* o di *Merger Leveraged Buy-Out*; il secondo capitolo, invece, sarà dedicato alla descrizione ed all'analisi del *Leveraged Buy-Out*, delle diverse fasi che compongono l'operazione, delle parti coinvolte all'interno della stessa, delle diverse tipologie di *Buy-Out* esistenti e dei diversi metodi di valutazione d'azienda che possono essere utilizzati; il terzo capitolo, infine, sarà dedicato all'analisi del caso Seat Pagine Gialle S.p.a., azienda che nel corso degli anni è stata sottoposta a ben due operazioni di *Leveraged Buy-Out* che, come vedremo, hanno prodotto effetti differenti, andando in un certo qual modo a confermare tutti i *pro* e i *contro* dell'operazione precedentemente identificati.

Le operazioni straordinarie d'impresa costituiscono una fattispecie molto particolare dell'ordinamento giuridico italiano e sono definite tali in quanto comportano modifiche sostanziali alla struttura e all'assetto delle società coinvolte. Esse possono essere deliberate solo dall'assemblea straordinaria dei soci e prevedono una procedura ben definita che comprende la redazione di particolari tipologie di atti, quali ad esempio gli atti di trasformazione, fusione, o scissione, le situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie pre e post operazione o relazioni di soggetti esperti aventi ad oggetto la congruità dei diversi progetti o dei rapporti di cambio.

Tra le operazioni straordinarie più importanti abbiamo:

- Il conferimento;
- La cessione/acquisizione d'azienda;
- La trasformazione;
- La fusione;
- La scissione.

Ciascuna di esse è originata da diversi presupposti e produce effetti differenti.

Il conferimento d'azienda è un'operazione mediante la quale un'azienda o una parte o ramo di essa vengono conferiti ad un soggetto giuridicamente diverso, che può essere già esistente o costituito *ad hoc* (*NewCo*), tramite il riconoscimento come contropartita di una quota di *equity* a favore del soggetto conferente. Diverse sono le grandezze che entrano in gioco in un'operazione di conferimento: il patrimonio netto contabile, di perizia e il valore di mercato del bene oggetto del conferimento, il capitale sociale della società conferitaria e il suo valore di mercato. Inoltre, a seconda del tipo di società conferitaria, a variare è anche la disciplina che regola tale operazione (si pensi ad esempio alla differenza tra il conferimento in una S.p.a. e quello in una s.r.l.).

La cessione d'azienda non è altro che un trasferimento a titolo oneroso di un'azienda o di un ramo di essa. Requisito fondamentale dell'operazione di cessione è l'autonomia, cioè la capacità del bene ceduto di provvedere ad uno scopo produttivo con i propri mezzi.

La trasformazione è un'operazione che comporta una modifica della forma giuridica di una società, lasciando tutti gli altri aspetti invariati, quali ad esempio l'attività o il soggetto economico. Essa, quindi, sostanzialmente non comporta l'estinzione o la creazione di un soggetto giuridico, bensì comporta una modifica all'atto costitutivo che però non va ad incidere sull'identità del soggetto titolare dei rapporti giuridici. La trasformazione può essere omogenea, se da un determinato tipo di società di persone o di capitali si passa ad un altro tipo di società di persone o di capitali, oppure eterogenea, se da un determinato tipo di società di persone o di capitali si passa ad un altro soggetto economico o viceversa. Infine, diversi possono essere i presupposti che conducono ad un'operazione di trasformazione. Essa può essere obbligatoria, quando c'è una riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale o quando una determinata forma giuridica è prevista per svolgere un determinato tipo di attività, o facoltativa, se ad esempio i soci vogliono essere sottoposti ad un differente regime di responsabilità o di tassazione oppure se si cerca di snellire la struttura di *Corporate Governance* di una società.

Fusione e Scissione, invece, sono due operazioni speculari dal punto di vista del procedimento che però producono effetti totalmente opposti: la fusione, infatti, determina l'unione di due o più società già esistenti o di nuova costituzione, mentre la scissione determina la divisione di una società con attribuzione delle quote di patrimonio scisse a favore di una o più società già esistenti o di nuova creazione. Da un punto di vista procedimentale, sono previste diverse fasi: la redazione del Progetto di fusione/scissione, della Situazione Patrimoniale e della Relazione che giustifichi da un punto di vista economico il Progetto e il rapporto di concambio di azioni o quote; la redazione del parere di congruità da parte di un soggetto esperto, terzo ed indipendente, avente ad oggetto il rapporto di cambio; la decisione di fusione/scissione, che consiste nell'approvazione del Progetto da parte dei soci riuniti in assemblea straordinaria; l'attuazione dell'operazione, che può avvenire solo dopo 60 giorni dall'ultimo degli adempimenti pubblicitari previsti, salvo che non ci sia il consenso di tutti i creditori, il rimborso dei dissenzienti o il deposito delle relative somme presso una banca; la successione a titolo universale in tutti i rapporti antecedenti l'operazione.

La caratteristica che accomuna tutte le diverse tipologie di operazioni straordinarie è la presenza di un processo di valutazione, soprattutto del bene azienda, senza il quale l'operazione non può neanche essere avviata. Col passare degli anni si è assistito al passaggio da metodi di valutazione definiti analitico-patrimoniali a metodi di valutazione che mirano all'attualizzazione di componenti finanziarie (i flussi di cassa nel *Discounted Cash-Flow Model* o i dividendi nel *Dividend Discount Model*) o al confronto con altre imprese o con il mercato

in generale (metodo dei Multipli). Queste due metodologie sono spesso utilizzate entrambe nel processo di valutazione, una come metodologia principale (solitamente il *Discounted Cash-Flow Model*) e l'altra come metodologia di verifica o di controllo (solitamente il metodo dei multipli). Inoltre, a livello nazionale, è stato recentemente istituito l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), che ha redatto i "Principi Italiani di Valutazione" (PIV), divenuti ormai delle vere e proprie *best practices* a cui ogni operatore fa riferimento nell'ambito di un processo di valutazione.

Il primo step compiuto in un processo di valutazione è costituito dall'andare ad individuare la tipologia e la finalità del lavoro da svolgere; diversi, infatti, sono gli *output* che dovranno essere prodotti, a seconda del fatto che si tratti ad esempio della valutazione di un'azienda nella sua interezza o del fornire un parere di congruità avente ad oggetto il rapporto di cambio che è stato calcolato. Dopo questa prima fase, si procede a formare ed analizzare la base informativa, costituita principalmente dagli andamenti storici e prospettici e dalle analisi aventi ad oggetto i principali fattori di rischio, il mercato e i punti di forza e di debolezza. Solo dopo aver ultimato nel migliore dei modi questa seconda fase si potrà procedere ad identificare il metodo di valutazione più idoneo che sarà poi utilizzato per giungere alla determinazione del valore finale.

Il *Leveraged Buy-Out* (LBO) è una fattispecie disciplinata all'interno dell'ordinamento giuridico italiano dall'articolo 2501-bis c.c. Essa fa riferimento all'acquisizione di un'azienda mediante una combinazione di debito (in maggioranza) ed *equity* (in minoranza).

Per poter analizzare al meglio questo tipo di operazione molto particolare, occorre innanzitutto introdurre il concetto di leva finanziaria, che rappresenta il rapporto tra l'indebitamento finanziario ed il capitale proprio di un'impresa, ed analizzare i suoi possibili effetti (positivi, negativi o nulli). A tale scopo, bisogna descrivere diverse grandezze ed analizzare soprattutto la relazione finanziaria che intercorre tra le stesse: il *Return on Equity* (ROE), il *Return on Investment* (ROI) ed il *Return on Debt*.

Il *Return on Equity* rappresenta il tasso di redditività del capitale proprio; il *Return on Investment*, invece, rappresenta il tasso di redditività del capitale investito; il *Return on Debt*, infine, rappresenta il tasso di interesse che l'azienda paga sull'indebitamento finanziario.

Tra queste tre grandezze intercorre un'importante relazione che, secondo il teorema di Modigliani-Miller, serve a comprendere quale sarà l'effetto della leva finanziaria sul ROE ed è la seguente:

$$ROE = [ROI + (ROI - ROD) * (Debiti Finanziari/Capitale Proprio)] * (1 - T)$$

L'elemento fondamentale della relazione è costituito dalla differenza tra il ROI ed il ROD, definita anche *spread*, che sarà poi moltiplicata per il rapporto tra indebitamento finanziario e capitale proprio, rappresentante, appunto, la leva finanziaria.

Lo *spread* non rappresenta altro che la differenza tra il tasso di rendimento del capitale investito ed il tasso di interesse pagato dall'azienda sull'indebitamento finanziario, quindi si può facilmente intuire che quanto più tale differenza sarà maggiore di zero, tanto più conveniente sarà per l'impresa ricorrere all'indebitamento quale forma di finanziamento. Quest'incremento dell'indebitamento genererà un conseguente incremento della leva finanziaria che a sua volta, moltiplicata per lo *spread*, produrrà effetti positivi sul ROE, cioè il tasso di rendimento del capitale proprio.

Se, invece, lo *spread* dovesse essere negativo, con un tasso di interesse maggiore del tasso di rendimento del capitale investito, all'azienda non converrà fare ricorso all'indebitamento quale forma di finanziamento e quindi ci sarà una riduzione della leva finanziaria.

L'ultima ipotesi è quella in cui lo *spread* è pari a zero, quindi il caso in cui il tasso di rendimento ed il tasso di interesse si equivalgono. In questo caso l'effetto della leva finanziaria si può definire nullo e per l'azienda è indifferente ricorrere al finanziamento mediante mezzi propri o di terzi.

Una classica operazione di *Leveraged Buy-Out* si compone di diverse fasi:

- La prima fase è sicuramente l'identificazione della società *Target* che sarà poi oggetto dell'acquisizione e della successiva fusione per incorporazione;
- La seconda fase è la costituzione di una *NewCo*, denominata anche *Special Purpose Vehicle* (SPV), per mezzo della quale si andrà ad acquisire la società *Target*;
- La terza fase è l'ottenimento di un finanziamento da parte della *NewCo* per una quota che varia dal 65% al 90% dell'investimento totale da effettuare;
- La quarta fase è l'acquisizione delle azioni o quote della società *Target* da parte della *NewCo*;
- La quinta fase è la fusione per incorporazione della società *Target* all'interno della *NewCo*;
- La sesta ed ultima fase è il ripianamento del debito mediante l'utilizzo dei *cash-flows* generati dall'attività aziendale della società *Target* o mediante la dismissione di attività non più funzionali all'esercizio dell'impresa.

Per quanto riguarda gli attori o più in generale i differenti stakeholders che intervengono in un'operazione di *Leveraged Buy-Out*, è possibile identificare 11 diversi gruppi, ciascuno con obiettivi ed attività svolte differenti: i venditori o i precedenti azionisti, i quali sono intenzionati a vendere l'azienda al maggior prezzo possibile allo scopo di massimizzare il loro rendimento; le banche d'investimento lato venditore, che offrono ai precedenti azionisti attività di

consulenza specializzata, di intermediazione nella fase di vendita dell'azienda o di negoziazione con i compratori; i creditori della società *Target* già presenti prima dell'operazione, i quali non incidono direttamente sull'esito dell'operazione ma sono comunque interessati ad essa e soprattutto alle condizioni alle quali viene conclusa; il management della società *Target* prima dell'operazione, i cui obiettivi dipendono molto dal tipo dell'operazione stessa; le società di Private Equity, i nuovi azionisti o più in generale i cosiddetti *sponsor*, i quali sono gli unici stakeholders coinvolti in tutte le fasi dell'operazione; le banche d'investimento lato compratore, che offrono diverse tipologie di servizi in diverse fasi dell'operazione; le banche e i creditori post operazione, i quali hanno l'obiettivo di identificare il miglior investimento in cui immettere il loro capitale, offrendo agli investitori svariate tipologie di finanziamenti e concordando personalmente tutte le garanzie ritenute necessarie a compensare il rischio di credito derivante dallo sfruttamento di un'elevata leva finanziaria; gli obbligazionisti post operazione, i quali hanno l'obiettivo di massimizzare il cosiddetto "*risk-adjusted return*", cioè il tasso che misura l'efficienza nella creazione di valore in funzione del rischio; il management post operazione, il quale, data la presenza di molteplici incentivi, tra cui ad esempio le stock options, ha gli interessi allineati con quelli dell'investitore o della società di Private Equity; gli impiegati, i quali non svolgono un ruolo attivo nelle diverse fasi dell'operazione ma sono interessati in particolar modo alle modalità di attuazione delle strategie di crescita, poiché talvolta possono prevedere anche l'ottimizzazione o la riduzione dei costi e quindi del personale stesso in termini di forza lavoro; il Governo e le autorità regolatrici, che non sono direttamente coinvolti nelle fasi dell'operazione ma che ne influenzano in modo diretto o indiretto l'esito. Gli interessi principali relativamente alle operazioni di LBO riguardano gli effetti delle stesse in termini di occupazione, tasse e di importanza strategica a livello industriale e commerciale.

L'identificazione della società *Target* rappresenta la fase iniziale di un'operazione di *Leveraged Buy-Out* ed è quella in cui, di solito, intervengono le grandi banche di investimento. Esse, infatti, cercano di creare dei collegamenti tra i soggetti venditori ed i potenziali compratori, proponendo a questi ultimi importanti aziende in vendita sul mercato e divenendo quindi dei veri e propri consulenti di queste attività di acquisizione e fusione. I potenziali compratori possono essere distinti in due principali categorie: gli acquirenti individuali, che di solito sono alla ricerca di aziende di dimensioni non troppo grandi attive in settori da essi conosciuti, e le società specializzate in operazioni di LBO, che definiscono delle politiche di investimento molto chiare e specifiche. Esse spesso prevedono diversi criteri circa la dimensione, il settore ed il posizionamento geografico delle aziende: in particolare, la dimensione deve essere definita dall'indice di *turnover* o dall'EBITDA, il settore può essere generico e definito più nello

specifico, mentre il posizionamento geografico, anche sulla base delle dimensioni, può fare riferimento a singoli stati o regioni di essi ma anche ad interi continenti.

Nonostante ci sia questa differenza di criteri utilizzati dalle diverse tipologie di potenziali acquirenti, è comunque possibile individuare un'azienda *Target* ideale per le operazioni di LBO in generale, sulla base di una serie di criteri fondamentali:

- Capacità di generare flussi di cassa;
- Possibilità di migliorare i processi operativi;
- Presenza di opportunità di crescita;
- Presenza di un basso livello di indebitamento;
- Basso fabbisogno di Working Capital giornaliero;
- Presenza di *asset* che possono costituire garanzie reali;
- Presenza di trasparenza informativa;
- Presenza di un'adeguata componente personale.

Il criterio principale su cui si fonda la determinazione del finanziamento in un'operazione di LBO è l'EBITDA, essendo la leva finanziaria, infatti, espressa come multiplo di quest'ultimo.

In aggiunta, però, bisogna considerare che assume una certa rilevanza anche il periodo storico in cui il finanziamento viene contratto (ad esempio, le operazioni strutturate post crisi del 2007 hanno un coefficiente di leva finanziaria sicuramente inferiore rispetto alle operazioni strutturate nel periodo antecedente alla crisi). L'utilizzo della metrica calcolata sulla base dell'EBITDA (x4 o x5 di solito) serve principalmente ai creditori per confrontare le varie operazioni. L'ultimo dei fattori da considerare è l'indebitamento della società *Target*, che andrà poi sommato all'indebitamento della *NewCo*, ed insieme, al netto delle disponibilità liquide della società *Target*, costituiranno l'indebitamento totale generato dall'operazione.

Per quanto riguarda, invece, la struttura del finanziamento, essa dipende da due fattori: le dimensioni della società *Target* e la locazione geografica dell'investimento.

Relativamente al primo dei due fattori, per le operazioni di piccola taglia il finanziamento è solitamente strutturato in una tranche concessa in prestito da piccoli gruppi di creditori, mentre per le operazioni di medio-grande taglia il finanziamento può essere suddiviso in più tranches, di cui una prioritaria ad un tasso d'interesse più basso, denominata tranche Senior, ed una o più tranches non prioritarie ad un tasso di interesse più elevato, denominate tranches Junior.

Relativamente al secondo dei due fattori, la differenza risiede principalmente nel fatto che gli strumenti di finanziamento sono leggermente differenti tra l'Europa e gli Stati Uniti. In Europa, infatti, le banche costituiscono ancora una parte attiva del mercato dei capitali di debito, ad eccezione della Gran Bretagna, il cui mercato è maggiormente simile a quello degli Stati Uniti, principalmente dominato dai fondi di debito.

La costituzione di una *NewCo*, anche definita *Special Purpose Vehicle* (SPV), rappresenta la prima e forse la più semplice fase di un'operazione di LBO, in quanto consiste nella creazione da parte degli *sponsor* di una nuova società che, mediante l'utilizzo di finanziamenti, procederà poi all'acquisizione ed all'incorporazione della società *Target*. La particolarità delle *NewCo* create ad hoc per le operazioni di LBO risiede nel fatto che esse sono costituite mediante l'utilizzo in minoranza di *equity* ed in maggioranza di capitale di debito proprio allo scopo di andare a sfruttare a pieno tutti i vantaggi derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria.

Come la costituzione di una *NewCo*, anche l'incorporazione della *Target* rappresenta un'operazione sostanzialmente semplice e ciò è dovuto al fatto che la società *Target* è incorporata all'interno della *NewCo*, che a sua volta è già in possesso della maggioranza del capitale della *Target* al momento della fusione (cosiddetto controllo di diritto). Quindi, l'esito positivo dell'operazione non è sostanzialmente in discussione, dipendendo dalla sola volontà dei soci di maggioranza della *Target* che sono costituiti dagli *sponsor* stessi che hanno finanziato fino a quel momento l'operazione.

Quella che invece risulta essere un'operazione molto più complicata è l'acquisizione della società *Target*.

Il processo di acquisizione, infatti, dipende dalle dimensioni dell'azienda e dalle strategie dell'investitore e dei venditori. Di solito, un consulente in operazioni di M&A viene assunto dai soci della società *Target* allo scopo di indirizzare al meglio l'operazione, identificare potenziali soggetti compratori ed assicurare il prezzo massimo di vendita. Il tutto basato su un calendario di scadenze predeterminato che ha lo scopo principale di mettere pressione ai soggetti acquirenti e di invogliarli a presentare fin da subito la loro offerta migliore. Tuttavia, non tutte le società possono essere vendute in modo semplice ed attraverso il procedimento appena descritto. Ad esempio, ci sono società i cui soci non vogliono che la loro volontà di vendere sia condivisa per non intaccare i profitti della società stessa, oppure ci sono le piccole aziende che sono anch'esse difficili da vendere in virtù della difficoltà riscontrata nell'individuare investitori individuali che possano essere interessati ad esse e che siano disposti ad acquistarle ad un prezzo congruo.

La prima fase del processo di acquisizione consiste nel condurre delle analisi preliminari mediante le quali gli investitori decidono se effettuare o meno l'investimento ed al termine delle quali comincia la fase di valutazione, effettuata sulla base delle analisi preliminari sopra citate. Per effettuare la valutazione dell'azienda *Target*, di solito, possono essere utilizzate due diverse tipologie di metodi: i metodi assoluti e i metodi relativi. I metodi assoluti si basano sul concetto di valore, che a sua volta può essere definito come una grandezza stimata attraverso delle previsioni, mentre i metodi relativi si basano sul concetto di prezzo, cioè un dato non calcolato ma espresso direttamente dal mercato. I metodi assoluti sono tre e sono il metodo reddituale, il

metodo finanziario ed il metodo misto patrimoniale-reddituale. I metodi relativi, invece, comprendono i metodi di mercato ed il metodo dei multipli, molto più utilizzato. Inoltre, si tende ad utilizzare entrambe le tipologie in modo complementare per la valutazione di un'azienda. Di solito, infatti, i metodi assoluti si utilizzano come metodi di valutazione veri e propri ed i metodi relativi, in particolare quello dei multipli, come metodi di controllo circa la correttezza e la veridicità dei valori ottenuti.

Il ripianamento del debito, infine, rappresenta l'ultima fase, anche se non propriamente operativa, di un'operazione di *Leveraged Buy-Out*. Essa, se le analisi e le valutazioni sono condotte in modo corretto, se i flussi di cassa generati dalla società *Target* sono quelli attesi e salvo il verificarsi di imprevisti, dovrebbe essere condotta in modo abbastanza agevole da parte degli *sponsor*. A seguito dell'acquisizione e dell'incorporazione, infatti, questi ultimi non terminano il proprio lavoro, dovendo in un certo qual modo influenzare l'andamento futuro della società *Target* mediante l'attuazione di diverse strategie. Essi, in primo luogo, si occupano di individuare una serie di *Key Performance Indicators* (KPI) finanziari, operativi o strategici, cioè una serie di metriche e di indicatori che sono in grado di fornire informazioni riguardo all'andamento ed allo stato di salute della società. In seguito, sulla base di tali informazioni, essi effettuano le opportune valutazioni e decidono se mantenere la strategia fino a quel momento attuata o se apportare eventuali correttivi. Inoltre, una parte importante del loro ruolo è anche costituita dal mantenere i contatti con il management ed il CEO della società, così da verificare il loro operato e da assicurare la continuità aziendale.

Per quanto riguarda il caso analizzato all'interno dell'elaborato, la prima idea di investimento è nata nella seconda metà degli anni '90 nell'ambito della privatizzazione del colosso delle telecomunicazioni "Telecom Italia", intrapresa dal governo italiano, ed aveva ad oggetto Seat Pagine Gialle S.p.a., la più grande azienda di pubblicazione delle "Pagine Gialle" e delle "Pagine Bianche" in Italia. Volendo descrivere il *business* più accuratamente, nel 1996, il 42% delle vendite ed il 55% del reddito operativo derivavano dalle "Pagine Gialle" mentre il 39% delle vendite ed il 42% del reddito operativo derivavano dalle "Pagine Bianche". Più in generale, i ricavi derivavano principalmente da una solida base di clienti costituita da oltre 600.000 inserzionisti. Il soggetto acquirente, invece, era costituito da una società di Private Equity americana denominata Bain Capital, la cui sede si trovava a Boston, fondata nel 1984 da parte di un gruppo di professionisti della Bain & Co., una società di consulenza internazionale.

L'acquisizione di Seat S.p.a. è avvenuta a seguito della scissione di Seat da STET, l'allora colosso delle telecomunicazioni che poi diventerà Telecom Italia. La scissione darà vita a Seat S.p.a., che continuerà ad operare nei settori dell'editoria tradizionale ed elettronica, della raccolta pubblicitaria, del direct marketing e della stampa.

In questa prima fase della privatizzazione gli offerenti erano soltanto due: GTE, colosso delle telecomunicazioni, e il consorzio di investimento di cui faceva parte Bain Capital, che alla fine risultò vincitore. Quest'ultimo era organizzato nella società "OTTO S.p.a.", che divenne il nuovo socio di maggioranza di Seat S.p.a.

Al termine del processo di *Due Diligence* e tenuto conto di molteplici fattori, il processo di valutazione si è concluso con una valutazione d'azienda pari a circa 3200 miliardi di lire. Mediante l'impiego di un'operazione di *Leveraged Buy-Out*, la società OTTO S.p.a., nel 1998, acquisì una partecipazione pari al 61,7% del capitale al prezzo di circa 1658 miliardi di lire, lasciando al mercato le azioni rimanenti. Al termine dell'anno successivo, l'operazione si concluderà con la fusione per incorporazione di Seat S.p.a. all'interno della società OTTO S.p.a. Terminata questa prima operazione, molto semplice dal punto di vista strutturale, nel 2003 è la volta di una seconda operazione di *Leveraged Buy-Out*, questa volta leggermente più complessa, ad opera di tre fondi anglosassoni e americani (CVC, Permira e BC Partners) e degli stessi Investitori Associati, che nel 1997/1998 acquisirono la società insieme a Bain Capital.

La struttura utilizzata fu quella della doppia NewCo.

Il primo passo fu quello della costituzione di una *SPV* lussemburghese, a cui parteciparono i quattro fondi sopracitati e gli stessi consulenti dell'operazione, denominata "Société de Participation Silver S.A.". Da qui in poi ci furono molteplici costituzioni di società a catena, partendo dalla "Société de Participation Silver S.A." che costituì un'altra società lussemburghese denominata "Sub Silver S.A.", che a sua volta costituì la società italiana "Spyglass S.p.a.", che a sua volta costituì un'altra società italiana denominata "Silver S.p.a.", il tutto con all'incirca 900 milioni di euro come *Equity*. A seguito della concessione di linee di credito nei confronti di Silver S.p.a. da parte della "Royal Bank of Scotland" per complessivi 2.210 milioni di euro circa (finanziamento *Bridge*), nell'agosto del 2003 ci fu l'acquisizione da Telecom Italia S.p.a. del 62,5% del capitale sociale di Seat – Pagine Gialle S.p.a. per un corrispettivo totale di 3.032 milioni di euro (circa 0,598 euro per azione). In seguito, nel dicembre dello stesso anno, ci fu la concessione di un nuovo finanziamento di 2.210 milioni di euro circa da parte della banca, questa volta, però, nei confronti di Sub Silver S.A., che venne utilizzato per capitalizzare Spyclass S.p.a., che a sua volta capitalizzò Silver S.p.a.. Quest'ultima utilizzò l'*Equity* ricevuto per estinguere il finanziamento *Bridge* concessogli dalla Royal Bank of Scotland, andando effettivamente a concretizzare il trasferimento del debito ad un livello superiore, nello specifico a Sub Silver S.A..

Nella seconda metà di Dicembre divennero efficaci la fusione per incorporazione di Seat – Pagine Gialle S.p.a. all'interno di Silver S.p.a. e la fusione per incorporazione della società risultante da questa prima fusione all'interno di Spyclass S.p.a., che modificò la sua denominazione in "Seat Pagine Gialle S.p.a." e venne quotata al posto di quest'ultima.

L'aumento di capitale sociale per la fusione all'interno di Spyglass S.p.a. destinato ai soci di minoranza fu di 95 milioni di euro e portò quest'ultima ad avere un capitale sociale totale pari a 247 milioni di euro.

L'ultima fase dell'operazione di *Leveraged Buy-Out* fu quella in cui, nell'aprile del 2004, ci fu la sottoscrizione di due finanziamenti emessi dalla "Royal Bank of Scotland Plc Milan Branch" e da "Lighthouse International Company S.A." per rispettivi 2.900 e 1.300 milioni di euro a favore di Seat Pagine Gialle S.p.a. e la distribuzione, da parte di quest'ultima, di un dividendo straordinario di circa 3.578 milioni di euro, destinato per 1.368 milioni ai soci di minoranza e per 2.210 milioni a Sub Silver S.A., che lo utilizzò per estinguere il finanziamento ottenuto precedentemente. Per concludere, quindi, Sub Silver S.A. estinse completamente il suo debito nei confronti delle banche ed in aggiunta si ritrovò a possedere il 62,5% di Seat.

Volendo analizzare le due operazioni dal punto di vista della loro efficacia, si può affermare che esse hanno prodotto effetti differenti.

La prima operazione, conclusasi nel 1999, rappresenta a tutti gli effetti la classica operazione di *Leveraged Buy-Out* condotta da una società di investimento, molto ben studiata e strutturata, avente ad oggetto una società che presentava molteplici aree in cui era possibile apportare dei miglioramenti allo scopo di incrementarne il valore ed incrementare, di conseguenza, il tasso di rendimento complessivo dell'investimento.

La nuova proprietà si è focalizzata fin da subito sulla gestione e sul ridimensionamento del nuovo concorrente che all'epoca si apprestava ad entrare all'interno del settore delle *directories*, cioè Pagine Utili. La strategia attuata, quindi, era focalizzata principalmente sulla ridefinizione dei costi e sull'incremento dell'efficienza interna dell'azienda.

Contemporaneamente a questa crescita interna, è stata attuata anche una strategia di crescita esterna attraverso una serie di acquisizioni strategiche che hanno contribuito ad una maggiore espansione dell'azienda in termini di valore e di dimensioni.

Il risultato è stato che nel giro di pochi anni il prezzo del titolo in Borsa volò fino a toccare quota 12 euro e la capitalizzazione d'azienda passò da 1,65 miliardi a 20 miliardi di euro.

In seguito, c'è stato il rientro in società nell'anno 2000 di Telecom Italia, che riportò la propria quota di partecipazione in Seat al 29,9% acquisendola dai soci di OTTO S.p.a. e permettendo a questi ultimi di generare un cospicuo profitto.

A differenza della prima operazione, la seconda è stata posta in essere servendosi di una struttura molto più articolata, definita della doppia NewCo, e con un intento maggiormente speculativo.

La prima criticità è stata riscontrata al termine dell'operazione stessa, in quanto c'è stato un notevole incremento delle passività a medio-lungo termine, mediante le quali è stato possibile distribuire le riserve straordinarie, che è stato compensato prevalentemente da un incremento

delle immobilizzazioni immateriali dovuto ad un disavanzo totale derivante dalle operazioni di fusione di circa 3,3 miliardi di euro.

Di conseguenza, si è avuto anche un incremento della posizione finanziaria netta dell'azienda al termine dell'anno 2004, con un indebitamento finanziario che ammontava ad oltre 4 miliardi di euro, pari ad oltre 6 volte il margine operativo lordo (EBITDA) dello stesso anno.

Inoltre, ciò che ha peggiorato maggiormente la situazione è stata l'errata proiezione al futuro dell'EBITDA dell'azienda, sulla quale si è prevalentemente basata l'impostazione dell'intera operazione. La crescita prevista, infatti, c'è stata, anche se al di sotto delle aspettative, fino all'anno 2007, a seguito del quale c'è stato un costante declino fino agli anni 2011/2012, in cui è stato dapprima approvato un piano per la ristrutturazione del debito ed infine si è giunti all'annuncio del concordato preventivo, non essendo l'azienda più in grado di ripagare i propri creditori. Questa situazione di declino è stata generata oltre che dalla successiva crisi finanziaria del 2008, che ha provocato un brusco rialzo dei tassi di interesse, anche dall'ingresso di nuovi concorrenti, ad esempio Google, molto più flessibili ed innovativi all'interno di un contesto nuovo e dinamico come quello di Internet.

L'impatto della sempre maggiore concorrenza, inoltre, può essere quantificato anche considerando la diminuzione dei flussi di cassa operativi, mediante i quali l'azienda riusciva a malapena a rimborsare il proprio debito ed a pagare i relativi interessi finanziari.

Infine, non si può non considerare tra le cause del successivo *default* dell'azienda l'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto della stessa che, insieme a tutti gli altri fattori, ha contribuito a creare una vera e propria tempesta perfetta.

Al 31 Dicembre 2005 si registra una diminuzione dell'indebitamento, che passa a € 3,634 miliardi dai € 3,924 miliardi del 2004, con una riduzione di € 290 milioni circa.

Situazione pressoché simile negli anni successivi e fino al 2009, con la riduzione dell'indebitamento finanziario netto pari a € 228 milioni nel 2006, € 131 milioni nel 2007, € 192 milioni nel 2008 e € 319 milioni nel 2009, tutte prevalentemente attuate mediante l'utilizzo dei *free cash flow* operativi, nonostante il loro *trend* negativo nel corso degli anni.

È a partire dall'anno 2010 che cominciano a riscontrarsi i primi risvolti negativi, con l'indebitamento finanziario netto che diminuisce di soli € 31 milioni, a causa del fatto che l'azienda non era in grado di rimborsare il prestito "Senior" con le proprie forze ed ha dovuto rifinanziare la restante parte ricorrendo all'emissione di due *Senior Secured Bond* per complessivi € 750 milioni, da offrire principalmente ad investitori istituzionali. Di conseguenza, c'è stato il declassamento dell'azienda da parte delle agenzie di rating "Standard and Poor's" e "Moody's", passata, tra gli anni 2009-2010-2011, da un rating di B/B2 ad un rating di CCC+/Caa1 fino a giungere ad un rating di D/Caa3, che stava ad indicare un vero e proprio stato di default tecnico.

Quest'ultimo è stato dichiarato a seguito della constatazione dell'elevato rischio connesso alla leva finanziaria di Seat al 31 Dicembre 2011, divenuta pari ad oltre sette volte l'EBITDA dello stesso anno e, quindi, definita insostenibile.

Inoltre, sempre al termine dell'esercizio 2011, c'è stata dapprima una riclassificazione a breve termine dei debiti finanziari non correnti nei confronti della "Royal Bank of Scotland" e di "Lighthouse International Company S.A.", la cui scadenza è stata portata al 31/12/2012, per poi giungere all'avvio delle negoziazioni per la ristrutturazione consensuale degli stessi, che si sono concluse positivamente con un accordo tra tutte le parti interessate avente ad oggetto la proposta formulata dalla società nel gennaio del 2012.

Nel corso dell'esercizio 2012 l'amministrazione della società tenta di ristrutturare l'indebitamento subordinato della stessa, con riferimento alle obbligazioni emesse da "Lighthouse International Company S.A.", e converte in azioni Lighthouse un totale di 1,3 miliardi di obbligazioni convertibili a seguito dell'approvazione, da parte dell'assemblea degli azionisti di Lighthouse, della fusione per incorporazione di quest'ultima all'interno di Seat. All'interno del bilancio 2012, quindi, l'indebitamento finanziario netto appare notevolmente diminuito ed è pari a € 1,327 miliardi ed inizialmente sembra in grado di fornire maggiore respiro alle casse ed ai bilanci della società fin quando, però, non si giunge al Febbraio 2013, mese in cui si può certificare l'effettivo fallimento di Seat, in cui quest'ultima non era in grado di pagare le cedole semestrali maturate sino a quel momento.

A fallimento ormai certificato ed imminente segue l'ultimo disperato tentativo di salvare la società da parte dell'amministrazione mediante una proposta di concordato preventivo, a cui Seat sarà ammessa nel Dicembre dell'anno 2013.

Nella suddetta proposta era prevista un'equityzzazione totale del debito (per un valore complessivo di circa € 1,5 miliardi) che avrebbe prodotto un conseguente quasi azzeramento delle quote societarie fino a quel momento possedute dagli azionisti.

Nello specifico, era necessario attuare la fusione tra "Seat Pagine Gialle" e la controllata "Seat Pagine Gialle Italia" al fine di dar vita ad una realtà industriale del tutto nuova e priva di debiti; il che potrebbe sembrare un qualcosa di positivo, se non fosse per gli azionisti di Seat che, al termine di tale procedura, si sarebbero ritrovati a possederla per un misero 0,25% mentre ai creditori verrà riconosciuta la restante partecipazione pari al 99,75%.

Alla luce di quanto affermato finora e sulla base dell'analisi condotta relativa al caso Seat Pagine Gialle S.p.a., si può affermare che il *Leveraged Buy-Out* (o il *Merger Leveraged Buy-Out*), per quanto possa essere rischioso a causa dell'elevato indebitamento, è un'operazione la cui legittimità è sancita dall'articolo 2501-bis del Codice Civile, che stabilisce una serie di obblighi informativi e procedurali a tutela delle parti coinvolte e dei rispettivi interessi, che si

fonda su delle valide ragioni economiche (che rappresentano sostanzialmente i motivi che hanno indotto il soggetto acquirente ad investire all'interno della società *Target*).

Inoltre, un altro aspetto da non sottovalutare è l'importanza del ricorso all'indebitamento per il soggetto acquirente, fondamentale nella maggior parte dei casi per giungere ad una chiusura positiva dell'operazione e per rendere la stessa profittevole.

Passando, più nello specifico, alle due operazioni di *Leveraged Buy-Out* ed ai relativi effetti prodotti, si può affermare che, nonostante esse fossero fondate su delle valide ragioni economiche, l'esito nel primo caso sia stato positivo, mentre nel secondo caso sia stato a dir poco catastrofico.

I presupposti alla base delle due operazioni, però, erano molto differenti.

Nel primo caso, Seat era un'azienda di dimensioni non molto grandi e che presentava molteplici opportunità di miglioramento che avrebbero contribuito ad accrescerne il valore, ad esempio la possibilità di riorganizzarla e di renderla più efficiente o la possibilità di innescare un processo di crescita cosiddetta esterna mediante una serie di acquisizioni strategiche e l'instaurazione di relazioni con molteplici partner nazionali ed internazionali.

Nel secondo caso, invece, la nuova Seat, grazie a tutti i miglioramenti apportati dal consorzio Investitori Associati di cui faceva parte Bain Capital, l'allora acquirente nella prima operazione di *Leveraged Buy-Out* nel 1997, si presentava come una società leader in Italia e di grande rilievo a livello europeo e mondiale all'interno del settore delle *directories*. Essa, infatti, era una società che, grazie all'attuazione della cosiddetta multicanalità, era in grado di offrire una vastissima gamma di servizi sia a privati che imprese ed era in grado di raggiungere i propri clienti attraverso la maggior parte degli strumenti di comunicazione esistenti all'epoca. In sostanza, era una macchina quasi perfetta che, se ben gestita ed amministrata, avrebbe potuto produrre profitti sempre maggiori.

Se, poi, si guarda all'effettivo confronto delle numeriche associate a ciascuna operazione, quest'ultimo è a dir poco impietoso.

Nel primo caso, infatti, l'indebitamento generato dall'operazione poteva essere definito sostenibile, i flussi di cassa operativi generati dall'azienda erano crescenti anche se non eccessivamente a causa della necessità di utilizzare parte di essi per le continue attività di investimento realizzate e, di conseguenza, il valore delle singole azioni raggiunte quota 12 euro mentre la capitalizzazione d'impresa passò da € 1,65 miliardi a € 20 miliardi. In più, erano molteplici le sinergie e le opportunità che potevano essere sfruttate per far sì che l'azienda continuasse a crescere e ad essere in grado di generare ulteriori profitti.

Nel secondo caso, invece, lo scenario già in partenza appariva leggermente complicato. Nel 2004, appena terminata l'operazione, l'indebitamento finanziario netto ammontava ad oltre 6 volte l'EBITDA e la sostenibilità dello stesso si basava su una serie di previsioni che qualche

anno più tardi si riveleranno fin troppo ottimistiche. Infatti, le aspettative di crescita del Margine Operativo Lordo risultano parzialmente rispettate nei primi anni e fino al 2007 ed ampiamente disattese negli anni successivi che condurranno poi l'azienda al fallimento. Il tutto andrà poi a ripercuotersi sui flussi di cassa operativi, mediante i quali l'azienda riusciva a malapena a rimborsare i creditori ed a liquidare i rispettivi interessi. Questa impossibilità per l'azienda di far fronte al rimborso dei creditori ha portato dapprima all'emissione di nuovo debito ed alla rinegoziazione del precedente per poi giungere ad una conversione dello stesso in azioni sociali ordinarie nell'anno 2012 con le obbligazioni emesse da "Lighthouse International Company S.A." e nell'anno 2013 con il restante debito per attuare quanto previsto all'interno del concordato preventivo. Il risultato di tale processo è stato la riduzione della partecipazione degli azionisti originari ad un misero 0,25% a cui faranno poi seguito l'acquisizione del controllo dell'azienda da parte di "Italiaonline" al prezzo di € 0,0039 per azione, con una svalutazione di oltre il 96%, ed una richiesta di condanna per bancarotta fraudolenta da parte della Procura a carico di 15 membri facenti parte del CdA e del Collegio Sindacale di Seat all'epoca della chiusura dell'operazione. Processo che, in seguito, si concluderà con la totale assoluzione degli imputati poiché il tribunale dichiarerà che gli eventi principali che hanno condotto Seat al fallimento, tra cui l'avvento di Google e degli smartphones, erano impossibili da prevedere e che, quindi, "il fatto non sussiste".

Quanto detto finora, però, non è finalizzato a screditare uno strumento finanziario molto importante come il *Leveraged Buy-Out*, essendo, infatti, molteplici i casi aziendali di successo associati a questa operazione, ma è semplicemente incentrato a sottolineare quanto importanti siano i principi di prudenza e di razionalità che devono sempre essere scrupolosamente osservati quando si conducono operazioni del genere ad alto profilo di rischio.