Il «private equity» strumento di crescita e salvaguardia dell'impresa

Quando un partner istituzionale apporta know how e mezzi finanziari

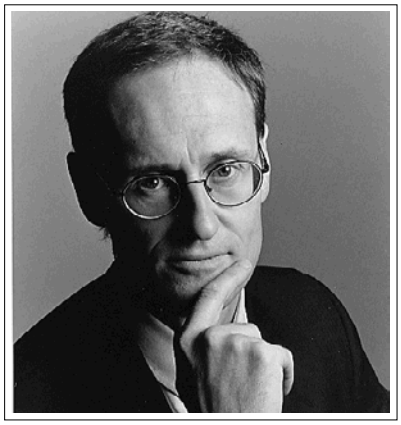
di Giorgio Drago

La forte pressione concorrenziale e le crescenti difficoltà a rimanere competitivi sull'arena globale pongono agli imprenditori continue sfide, a cui non sempre è possibile o conveniente far fronte da soli. L'ingresso in azienda di un partner istituzionale, che apporti know how e mezzi finanziari per lo sviluppo, può essere la risposta più efficace per mantenere e possibilmente aumentare la competitività delle imprese italiane, come dimostra il forte incremento che le operazioni in capitale di rischio hanno avuto negli ultimi anni e lo spazio che i mezzi di comunicazione hanno dedicato a tale fenomeno.

Con il termine generico di "attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio" si fa riferimento ad una variegata tipologia di operazioni finanziarie che possono essere inquadrate in funzione della fase della vita aziendale in cui vengono effettuate. Si parla di "venture capital" per indicare gli investimenti effettuati nella fase di avvio dell'azienda, distinguendoli tra *seed, start up* o *early stage financing,* mentre con l'espressione "private equity" si fa riferimento agli investimenti finalizzati allo sviluppo (nella forma di *expansion financing* e *replacement capital*) e al cambiamento totale o parziale della compagine azionaria dell'impresa *(buy out)*[1]. Le operazioni di buy out vengono effettuate nella maggior parte dei casi con l'uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione (si parla perciò di *leveraged buy out*) e a loro volta si distinguono in *management buy out* e *management buy in* a seconda che il cambiamento della proprietà dell'impresa sia a favore di manager interni alla società o esterni alla stessa.

In Italia le origini dell'attività di investimento in capitale di rischio risalgono alla seconda metà degli anni Ottanta, ma è solo dalla fine degli anni Novanta che il fenomeno diventa di pubblico dominio[2]. Determinante nel favorire la diffusione delle operazioni di capitale di rischio in Italia è stato il processo di trasformazione del quadro normativo-istituzionale iniziato a partire dal 1987, con l'apertura del mercato del capitale di rischio agli operatori di matrice bancaria[3]. Gli interventi legislativi successivi (ricordiamo, tra i principali, l'emanazione del TUB e l'introduzione della disciplina dei fondi di investimento mobiliari chiusi nel 1993 e la riorganizzazione della normativa finanziaria operata dal Decreto Draghi nel 1998) hanno avuto il merito di dotare il mercato italiano degli strumenti indispensabili per lo svolgimento dell'attività di investimento nel capitale di rischio, pur senza mai disciplinare espressamente le operazioni di leveraged buy out, che come noto rappresentano la categoria di intervento finanziario più importante in termini dimensionali[4]. Tale vacatio legis, unitamente all'esistenza del principio generale di divieto di assistenza finanziaria sancito dall'art. 2358 c.c., ha sollevato non pochi dubbi interpretativi sulla liceità di questa tipologia di operazione.

La riforma del diritto societario introdotta con il D. Lgs. 6/2003 ha finalmente colmato la lacuna riconoscendo di fatto la legittimità delle operazioni di *leveraged buy*



Giorgio Drago

1 Sul fronte prettamente terminologico esiste un disallineamento tra Europa e USA. Secondo la prassi più diffusa negli USA, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio è definita nella sua globalità "private equity", al cui interno convivono le attività di venture capital (che include sia early stage che expansion financing) e le operazioni di buy out. In sostanza, ai fini della classificazione statunitense, non rileva tanto la fase del ciclo di vita dell'azienda in cui viene effettuato l'investimento quanto piuttosto la tipologia di operatore che lo pone in essere (fondi di venture capital o fondi di buy out).

2 La data di nascita del private equity in Italia si colloca convenzionalmente nel 1986, anno di istituzione dell'AIFI, l'associazione di categoria degli investitori istituzionali nel capitale di rischio.

3 La delibera CICR del febbraio 1987 ha rimosso il divieto di investimento diretto nel capitale di rischio di imprese industriali non quotate da parte delle aziende di credito e degli istituti centrali di categoria. Fino ad allora era possibile operare nel capitale di rischio di aziende non quotate esclusivamente tramite finanziarie di partecipazioni di natura privata.

4 Nel periodo 1998-2003 le operazioni di buy out hanno rappresentato mediamente il 50% del totale delle risorse investite; nel 2004 circa il 62%.

out[5]. Alla luce della riforma viene garantita maggiore flessibilità agli azionisti sia nell'organizzazione del capitale sociale, grazie all'introduzione di nuove tipologie di azioni e della figura del patrimonio separato, sia nella definizione delle regole di corporate governance, grazie alla più ampia autonomia decisionale lasciata nella disciplina dei patti parasociali, all'introduzione di nuove modalità di amministrazione aziendale (i sistemi dualistico e monistico) e al rafforzamento della tutela del socio di minoranza tramite una più estesa applicazione del diritto di recesso.

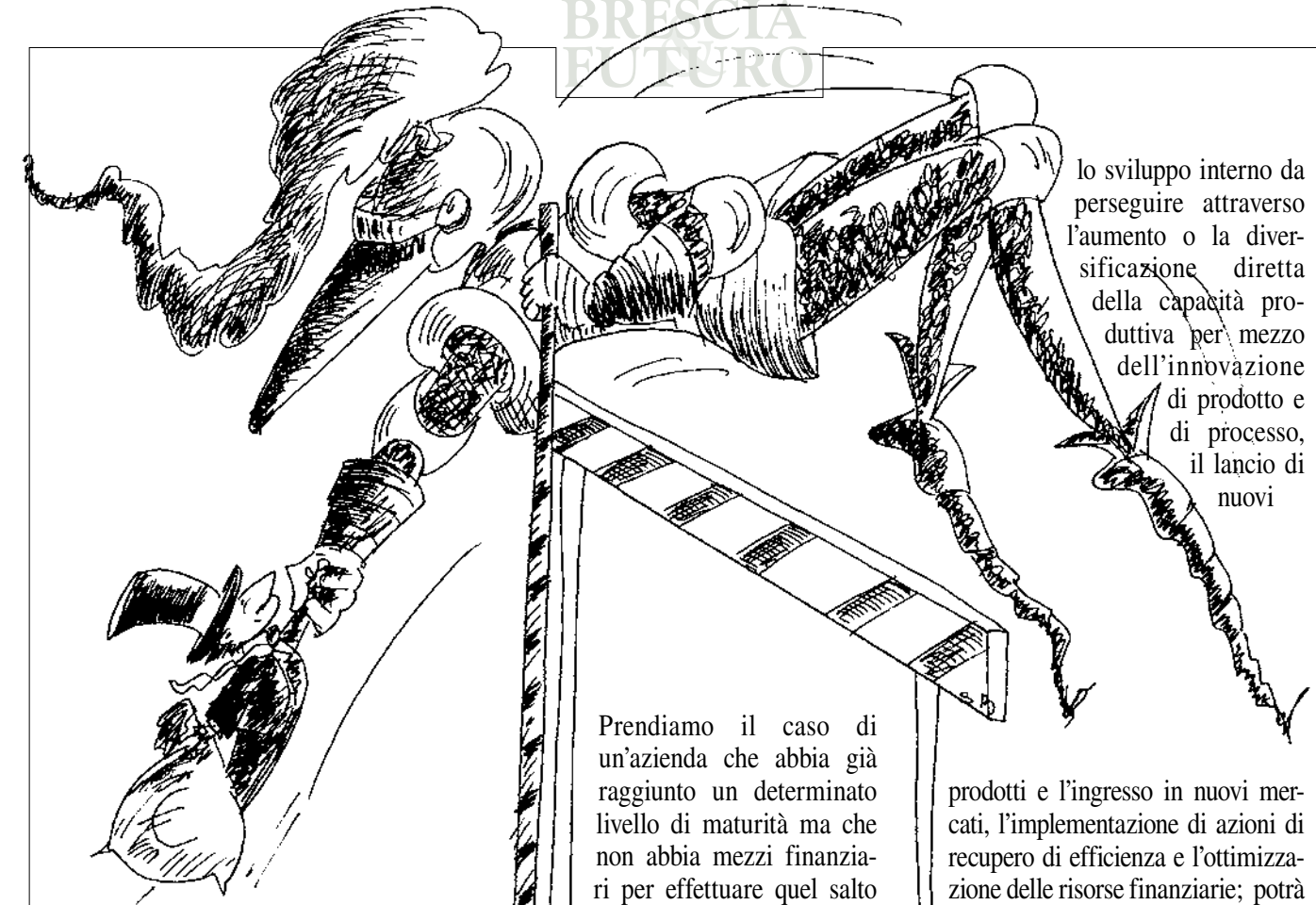
Egualmente favorevole all'attività del private equity è l'impianto della recente riforma fiscale, la quale, se pur ha ridotto la portata dello schermo fiscale derivante dalla fusione tra società veicolo e società target, ha tuttavia introdotto con la participation exemption un regime di assoluto favore per l'investitore in capitale di rischio prevedendo l'esenzione totale dell'eventuale plusvalenza realizzata al momento dell'uscita. Una ulteriore novità della riforma è l'introduzione del regime del cosiddetto consolidato fiscale, optando per il quale la fusione tra società target e veicolo non risulta più tecnicamente necessaria per rendere deducibili in capo alla società veicolo i maggiori oneri finanziari: si potrà pertanto scegliere caso per caso l'opportunità di fondere o meno il veicolo con la società target.

Il miglioramento del contesto normativo e fiscale è sintomatico del maggiore consenso del mondo istituzionale verso la diffusione delle attività di investimento in capitale di rischio quale strumento per lo sviluppo finanziario e industriale dell'economia italiana. Esiste infatti una cospicua letteratura, confermata dall'evidenza empirica, che dimostra come le aziende che si aprono al private equity ottengano in genere rilevanti benefici in termini di crescita dimensionale, rafforzamento della capacità competitiva, miglioramento degli indicatori economici, finanziari e patrimoniali.

In generale, l'intervento di un ope-

---

5 Prima dell'entrata in vigore della riforma il problema principale sotteso all'operazione di LBO era quello della sua conformità al disposto dell'art. 2358 c.c., in base al quale è vietato a qualsiasi società fornire prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie. L'art. 2501 bis introdotto dalla riforma supera i dubbi interpretativi relativi all'applicabilità dell'art. 2358 c.c. in quanto dispone che nel caso di "fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo" (ovvero l'art. 2501 bis). L'art. 2501 bis prevede una serie di obblighi informativi disponendo che: il progetto di fusione indichi le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione; la relazione dell'organo amministrativo che illustra il progetto di fusione indichi le ragioni che giustificano l'operazione e contenga un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che s'intendono raggiungere; la relazione degli esperti attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione con riferimento alle indicazioni fornite nella relazione dell'organo amministrativo ai sensi del precedente punto; al progetto di fusione sia allegata la relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società target o della Newco.



ratore istituzionale può favorire lo sviluppo aziendale per mezzo di:

- apporto di "capitale paziente" al servizio di progetti di avvio, sviluppo e di cambiamento dell'assetto proprietario;
- supporto consulenziale nella scelta strategica degli obiettivi da perseguire e nella definizione del progetto di sviluppo;
- apporto di esperienza e know-how in ambito non solo finanziario e amministrativo, ma anche industriale e organizzativo;
- assistenza nell'individuazione di potenziali aziende da acquisire e nella negoziazione con le medesime;
- miglioramento della qualità dei sistemi di reporting interni;
- incremento del grado di managerializzazione dell'azienda;
- assistenza nei processi di delocalizzazione/internazionalizzazione produttiva ed organizzativa;
- accesso al network di contatti e di professionisti.

Prendiamo il caso di un'azienda che abbia già raggiunto un determinato livello di maturità ma che non abbia mezzi finanziari per effettuare quel salto dimensionale necessario a consolidare o migliorare la propria posizione all'interno del contesto competitivo, situazione comune a molte imprese di piccola e media dimensione che, a causa della ridotta disponibilità finanziaria, cadono preda di imprese esterne[6].

L'intervento dell'operatore istituzionale mirerà a supportare un progetto di crescita aziendale condiviso con l'imprenditore e/o il management e formalizzato in un business plan, con l'obiettivo di valorizzare il potenziale di crescita non sfruttato e creare ulteriore valore per l'azienda e gli azionisti.

Il progetto di crescita potrà prevedere, a seconda dei casi, lo sviluppo interno da perseguire attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva per mezzo dell'innovazione di prodotto e di processo, il lancio di nuovi prodotti e l'ingresso in nuovi mercati, l'implementazione di azioni di recupero di efficienza e l'ottimizzazione delle risorse finanziarie; potrà anche prevedere lo sviluppo per linee esterne, attraverso una politica di acquisizioni strategiche miranti a integrare orizzontalmente o verticalmente la struttura produttiva.

Le due logiche di sviluppo, interna ed esterna, sono sinergiche e non è inusuale che un investitore istituzionale, individuata l'azienda su cui investire, dapprima ne supporti la crescita interna e in seguito punti alla creazione di una piattaforma, facendo di tale azienda il polo aggregante all'interno del proprio settore, con l'obiettivo di raggiungere economie di scala nel processo di creazione di valore.

Nella predisposizione del piano non si può prescindere dal contesto industriale e competitivo in cui si muove l'azienda e va pertanto valutata l'opportunità di intraprendere un percorso di delocalizzazione/internazionalizzazione produttiva e organizzativa utilizzando le leve della finanza agevolata. Per assistere l'azienda nella realizzazione di tali progetti l'investitore istituzionale si deve dotare

6 Nel 2004 delle 43 operazione di M&A aventi ad oggetto imprese venete, 30 sono state cessioni e solamente 13 acquisizioni. Tra i principali motivi di debolezza delle PMI venete sono indicate la scarsa disponibilità di mezzi finanziari e la mancanza di una struttura organizzativa adeguatamente managerializzata.

degli strumenti necessari in termini sia di competenze professionali che di struttura organizzativa, magari con l'apertura di uffici in loco.
Come si vede, nella realizzazione di progetti di sviluppo il contributo dell'investitore istituzionale, oltre che di natura finanziaria, è di carattere strategico-industriale. L'investitore può essere infatti coinvolto nella fase di individuazione dei punti di forza e di debolezza dell'azienda, nella definizione delle linee strategiche di sviluppo e nella realizzazione effettiva del piano anche attraverso il proprio supporto a specifiche funzioni aziendali; può fornire assistenza ad un piano di delocalizzazione/internazionalizzazione produttiva; può infine giocare un ruolo determinante nel processo di crescita esterna, sia contribuendo all'individuazione di potenziali candidati grazie al network di contatti locali o internazionali che è in grado di attivare, sia gestendo le successive fasi negoziali con il duplice obiettivo di ottimizzare la struttura patrimoniale e finanziaria della società post fusione e di ridurre l'impatto fiscale della transazione.
La realizzazione di progetti di sviluppo richiede in molti casi tempi lunghi che non sempre si accordano con l'obiettivo temporale tipico dell'investimento di alcune tipologie di operatori istituzionali; non è raro perciò che una stessa azienda venga partecipata nel tempo da differenti investitori. Qualora, però, la continuità del rapporto con un investitore sia ritenuta determinante per la completa ed efficace realizzazione di un progetto di sviluppo, è da preferire un investitore che non abbia vincoli temporali di investimento stringenti.
La scelta della tipologia di investitore riveste grande importanza e deve essere valutata attentamente dall'imprenditore e/o dal management in funzione degli obiettivi da perseguire, della strategia temporale di investimento e della dimensione aziendale. In generale, merchant bank o fondi locali che si specializzano in investimenti di media piccola dimensione sono gli interlocutori più adatti alle esigenze delle piccole e medie imprese italiane, sia che si tratti di finanziare progetti di sviluppo sia che si miri al trasferimento della proprietà aziendale.
Il trasferimento della proprietà aziendale, in particolare, è forse la fase della vita dell'impresa più critica non solo per gli aspetti finanziari, ma soprattutto perché vengono coinvolti aspetti emotivi e spesso anche rapporti di equilibrio familiare; si pensi, ad esempio, ad una realtà aziendale non fortemente managerializzata che affronta per la prima volta il problema del passaggio generazionale e in cui il capitale sociale è in mano a più rami della stessa famiglia[7].
In tale contesto l'intervento dell'investitore istituzionale è auspicabile in quanto consente di risolvere l'impasse finanziaria, facilitando al contempo la composizione di eventuali attriti tra i soci venditori, dato il ruolo super partes che viene ad esso riconosciuto.
In numerosi casi le operazioni di buy out (e in particolare quelle di family buy out, nelle quali avvengono trasferimenti di partecipazioni tra membri dello stesso gruppo familiare) si sono rivelate lo strumento ottimale per la risoluzione del delicato processo di trasferimento della proprietà aziendale, consentendo ai soci uscenti di liquidare la propria quota magari per iniziare nuove sfide imprenditoriali[8].
Le operazioni di buy out rispondono in modo ottimale alle esigenze del passaggio generazionale in quanto contribuiscono a far superare positivamente il legame tra proprietà e gestione dell'azienda, legame che è messo a dura prova nel contesto competitivo attuale e che è spesso indicato come la causa del nanismo del tessuto industriale italiano; inoltre consentono di salvaguardare l'identità dell'impresa e, attraverso la valorizzazione del ruolo del management–azionista, facilitano il cambiamento degli assetti proprietari a favore di soggetti di comprovate capacità professionali, con benefici evidenti in termini di maggiore managerializzazione e trasparenza nell'assetto organizzativo dell'azienda e di potenziamento delle procedure di reporting interno[9].
In conclusione, l'intervento di un investitore istituzionale nel capitale di rischio, indipendentemente dal percorso di sviluppo (interno o esterno) e dalla tipologia di operazione effettuata (finanziamento dello sviluppo o buy out), ha un impatto positivo sulla vita dell'azienda in termini di crescita dimensionale e di miglioramento della posizione competitiva nel medio/lungo periodo. Tali vantaggi sono oggi percepiti più distintamente dalla classe imprenditoriale non solo per l'urgenza che la sfida competitiva globale impone, ma anche per l'importante funzione segnaletica svolta dalle imprese che per prime hanno creduto in questa forma di sviluppo e che rappresentano in molti casi storie di successo.
Il progressivo cambiamento di mentalità degli imprenditori, che ancora purtroppo stenta a concretizzarsi diffusamente, potrà alimentare un processo virtuoso, nel quale l'incremento di transazioni attirerà nuovi capitali e nuovi investitori, renderà più efficiente il mercato del capitale di rischio creando opportune specializzazioni, con ciò rispondendo sempre più adeguatamente alle esigenze specifiche delle aziende.

Giorgio Drago
Amministratore Delegato di Palladio Finanziaria S.p.A.

---

7 In Italia molte aziende a conduzione familiare sono state e saranno chiamate ad affrontare il passaggio generazionale, dato che nel nostro Paese oltre metà delle società per azioni sono controllate direttamente dalle famiglie proprietarie, contro il 27% della Francia, il 17% della Germania e il 13% della Gran Bretagna.

8 Si pensi a noti casi di family buy out aventi ad oggetto primarie aziende del Nord Est, quali ad esempio Safilo e Riello.

9 Si veda, tra gli altri, l'articolo pubblicato dall'AIFI "L'impatto economico dei Management Leveraged Buy Out" che analizza gli effetti di tali operazioni su un campione di 101 PMI italiane nel periodo compreso tra il 1998 e il primo semestre del 2000.