

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BERGAMO

FACOLTÀ DI ECONOMIA

Dottorato di ricerca in Marketing Strategico e Economia Aziendale

XXVIII Ciclo



I MINIBOND COME STRUMENTO DI FINANZIAMENTO  
DELLA CRESCITA E DI CREAZIONE DI VALORE NELLE OPERAZIONI  
DI *LEVERAGED BUY OUT*. IL CASO *TEAMSYSTEM*

Relatore:

Ch.mo Prof. Alessandro Danovi

Tesi di dottorato

Angelo D'Ugo

Matricola n. 1026513

ANNO ACCADEMICO 2014 / 2015



## Sommario

INTRODUZIONE.....	7
<b>CAPITOLO 1: IL LEVERAGED BUY OUT.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1 Introduzione .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 I tratti generali dell'operazione.....</b>	<b>15</b>
<b>1.3 Fattori critici di successo dell'operazione .....</b>	<b>19</b>
<b>1.4 Le caratteristiche ideali della società target .....</b>	<b>22</b>
<b>1.5 Le operazioni di <i>Leveraged Buy-Out</i> creano ricchezza?.....</b>	<b>25</b>
<b>1.6 I soggetti coinvolti.....</b>	<b>29</b>
1.6.1 <i>I Venditori .....</i>	30
1.6.2 <i>L'impresa oggetto dell'acquisizione.....</i>	30
1.6.3 <i>Gli Acquirenti, la NewCo .....</i>	31
1.6.4 <i>I soggetti finanziatori .....</i>	33
1.6.5 <i>Gli organizzatori.....</i>	33
1.6.6 <i>I consulenti e le società di revisione.....</i>	33
<b>1.7 Il ruolo degli intermediari finanziari nelle operazioni di <i>LBO</i>.....</b>	<b>34</b>
<b>1.8 La struttura finanziaria di un <i>LBO</i> .....</b>	<b>38</b>
1.8.1 <i>Il capitale azionario .....</i>	38
1.8.2 <i>Il debito Senior .....</i>	40
1.8.3 <i>Il debito subordinato .....</i>	42
<b>1.9 Gli aspetti giuridici e fiscali dell'operazione .....</b>	<b>43</b>
1.9.1 <i>Aspetti civilistici .....</i>	43
1.9.2 <i>Aspetti fiscali .....</i>	45
<b>1.10 Il mercato del <i>leveraged buy out</i> .....</b>	<b>47</b>
1.10.1 <i>L'impatto del mutato contesto economico.....</i>	48
1.10.2 <i>Come è cambiata l'attività di buy-out con la crisi .....</i>	51
1.10.3 <i>Il leveraged buy out in Italia .....</i>	55

<b>CAPITOLO 2: I MINIBOND</b> .....	60
<b>2.1 Premessa</b> .....	60
<b>2.2 Profili civilistici dei minibond</b> .....	62
<b>2.3 Profili fiscali dei minibond</b> .....	64
2.3.1 <i>Regime fiscale in capo ai sottoscrittori</i> .....	64
2.3.1.1 <i>Regime previgente</i> .....	64
2.3.1.2 <i>Regime attuale</i> .....	65
2.3.2 <i>Deducibilità in capo al soggetto emittente</i> .....	68
2.3.2.1 <i>Regime previgente</i> .....	68
2.3.2.2 <i>Regime attuale</i> .....	69
2.3.3 <i>Deducibilità dei costi di emissione</i> .....	72
<b>2.3 Il mercato italiano dei minibond</b> .....	73
2.3.1 <i>La potenziale dimensione del mercato</i> .....	73
2.3.2 <i>L'andamento e le caratteristiche delle emissioni di minibond</i> .....	75
<b>2.4. Il finanziamento delle operazioni di PE attraverso i minibond</b> .....	77
<b>CAPITOLO 3: IL CASO TEAMSYSTEM</b> .....	80
<b>3.1 Premessa</b> .....	80
<b>3.2 Il Gruppo <i>TeamSystem</i> in sintesi</b> .....	80
<b>3.3 L'operazione di <i>Leveraged Buy-Out</i> del 2004</b> .....	81
<b>3.4 Il contesto di Mercato del 2004</b> .....	83
3.4.1 <i>Le caratteristiche</i> .....	83
3.4.2 <i>Le dimensioni del mercato</i> .....	84
3.4.3 <i>Il posizionamento competitivo di <i>TeamSystem</i></i> .....	86
<b>3.5 Il business model di <i>TeamSystem</i></b> .....	89
<b>3.6 Principali risultati economico-finanziari nel periodo 2000-2004</b> .....	91
<b>3.7 La struttura finanziaria dell'operazione di <i>Leverage Buy Out</i> del 2004</b> .....	95
<b>3.8 L'andamento di <i>TeamSystem</i> nel post-LBO del 2004</b> .....	97
<b>3.9 L'operazione di <i>Leveraged Buy Out</i> del 2010</b> .....	98
3.9.1 <i>Cronistoria dell'operazione</i> .....	99
3.9.2 <i>La struttura finanziaria dell'operazione di <i>Leverage Buy Out</i> del 2010</i> .....	100

<b>3.10 L'andamento di TeamSystem nel post-LBO del 2010</b> .....	103
3.10.1 <i>Andamento di ricavi, EBITDA a numero di clienti per ciascuna linea di business</i> .	103
<b>3.11 Il confronto fra le due operazioni di Leveraged Buy Out</b> .....	107
3.11.1 <i>Le diverse caratteristiche dei fondi succedutisi nel corso degli anni</i> .....	107
3.11.2 <i>Il confronto fra le strutture finanziarie che hanno caratterizzato le operazioni del 2004 e del 2010</i> .....	109
<b>3.12 L'emissione obbligazionaria del 2013 finalizzata al rifinanziamento del debito originato a supporto dell'operazione di secondary buyout del 2010</b> .....	112
3.12.1 <i>Gli investimenti operati attraverso le risorse ottenute mediante l'emissione del bond</i> .....	113
3.12.2 <i>L'evoluzione degli indicatori economici</i> .....	115
 <b>CONCLUSIONI</b> .....	 121
 <b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	 124



## INTRODUZIONE

Il recente periodo di crisi economica, con le evidenti conseguenze riversatesi nell'economia reale, ha portato gli operatori ad una necessaria revisione, spesso in senso negativo, delle valutazioni in merito alla bontà di una serie di operazioni finanziarie, definibili di tipo *leveraged*, cioè facenti uso della leva finanziaria, la quale, secondo il teorema di Modigliani-Miller<sup>1</sup>, può contribuire ad incrementare notevolmente la redditività complessiva dell'impresa, sotto la condizione fondamentale della diseguaglianza fra il costo dell'indebitamento ed il rendimento degli investimenti effettuati (ROI) con quest'ultimo elemento strettamente maggiore del primo per ottenere i benefici sopra accennati<sup>2</sup>.

Proprio in virtù dei potenziali vantaggi derivanti dall'uso della leva finanziaria, nascono le operazioni di *leveraged buy out (LBO)* che hanno vissuto il loro momento di massimo splendore principalmente in due periodi, dapprima, negli anni ottanta, negli Stati Uniti, fino al termine del decennio, e poi, successivamente nel resto del mondo, in maniera particolare a cavallo degli ultimi anni novanta ed i primi anni duemila, con una crescita costante delle operazioni, anche in Italia fino al 2007, anno record a livello internazionale per numero di operazioni e per controvalore delle stesse, che solo nel nostro Paese hanno toccato quota 14 miliardi di euro. La crisi degli anni successivi che ha interessato soprattutto il mercato del credito e della raccolta ha tuttavia fatto crollare il mercato del *private equity*, ed in maniera ancor più marcata quello del *leveraged buy out*, con il minimo toccato nell'anno 2009, dove le operazioni effettuate sono state di oltre sei volte inferiori a quelle registrate due anni prima, nell'anno 2007.

Negli anni successivi e fino al primo semestre 2015, ultimo periodo a disposizione al momento della stesura del presente lavoro, vi è stata, invece, una progressiva ripresa del mercato considerato che lo stesso, sia relativamente al *private equity* in generale sia con riferimento più specifico al *leveraged buy out*, ha evidenziato valori progressivamente in crescita<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> F. Modigliani, M. Miller. "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment". American Economic Review vol. 3 (n. 48), Giugno 1958.

<sup>2</sup> R. Brealey, S. C. Myers "Principi di Finanza Aziendale" McGraw Hill, V ed.

<sup>3</sup> AIFI, "Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt nel primo semestre 2015,

A livello europeo infatti<sup>4</sup>, nel 2014 l'attività di raccolta dei fondi si è attestata a 44,6 miliardi di euro, il secondo risultato più alto per l'Europa degli ultimi cinque anni, nonostante una diminuzione rispetto al 2013 in cui l'ammontare raccolto è stato di 54,4 miliardi di euro (-18%). Il numero di fondi, pari a 298, è risultato in crescita, raggiungendo il punto più alto dal 2011 e tale crescita è stata registrata in tutti i segmenti di mercato.

La raccolta nel *venture capital* è diminuita del 12% attestandosi ad un importo pari a 4,1 miliardi di euro, mentre è cresciuta del 32% quella nell'*early stage*, raggiungendo il livello più alto degli ultimi sei anni. Infine la raccolta relativa al comparto dei *buyout* è scesa del 23% a 35,1 miliardi di euro, mentre quella per il settore dell'*expansion* è salita a 1,8 miliardi, raggiungendo il suo livello più alto in tre anni (+ 70% rispetto al 2013).

A livello di investimenti è stato registrato un ammontare degli investimenti in società europee in crescita del 14% a 41,5 miliardi di euro. Il numero di aziende in cui si è investito è cresciuto dell'8% a oltre 5.500 e per oltre l'80% si tratta di piccole e medie imprese.

Questo quadro ha portato in Europa ad una situazione nella quale più di 900 aziende sono state oggetto di *buyout* per un ammontare totale di 31,3 miliardi di euro, valori che, per quanto concerne l'ammontare investito e il numero di aziende oggetto di operazioni, hanno portato ad una crescita rispettivamente del 12% e del 13%, soprattutto grazie al contributo nelle operazioni effettuate nel c.d. segmento del *midmarket*.

Dal lato dei disinvestimenti, invece, il dato del 2014 mostra più di 2.400 aziende europee coinvolte in operazioni di disinvestimento per un valore totale, al costo storico di acquisto, di 37,8 miliardi di euro, il più alto ad oggi per il *private equity* europeo, in termini di ammontare. Lo strumento maggiormente utilizzato per le *exit* è stato il *trade sale* (26%), seguito dalla vendita a un'altra società di *private equity* (24%) e dalla cessione in Borsa (10%).

Nel panorama italiano, invece, la fotografia del 2014 mostra investimenti pari a 3,5 miliardi di euro, 311 operazioni di cui 106 in *seed* e *startup*, un ammontare investito stabile rispetto ai 1.366 milioni di euro del 2013 e una raccolta indipendente pari a 1.348 milioni di euro in crescita rispetto ai 623 milioni dell'anno precedente.

---

Milano, 22 ottobre 2015.

<sup>4</sup> *The EVCA Yearbook - 2014 European Private Equity Activity.*



In virtù di questi dati, l'intenzione di questo lavoro, proprio in ragione della suddetta ripresa delle attività per quanto riguarda le operazioni di *leveraged buy out*, è quella di dimostrare come l'operazione, che spesso è stata oggetto di critiche in sé non sia etichettabile in modo generico come "pericolosa" ma può invece generare valore e può validamente combinarsi con in nuovi strumenti di finanziamento.

Ciò che emergerà dall'analisi condotta è che la creazione del valore, obiettivo finale di questa tipologia di investimenti, è perseguibile anche in condizioni di mercato difficili qualora le stesse vengano operate sfruttando anche le nuove opportunità del mercato dei capitali e, nello specifico, delle nuove forme di raccolta delle risorse finanziarie offerte dallo strumento dei c.d. "minibond", ma, ovviamente, sotto determinate condizioni. In altre parole perciò, sono le premesse e le condizioni del contesto in cui l'azienda è inserita, ed il *leveraged buy out* si svolge, a determinare il successo od il fallimento dell'intera operazione.

A chiusura della disamina dell'operazione di *leveraged buy-out*, con la suddetta analisi delle caratteristiche del nuovo strumento dei minibond, si è ritenuto particolarmente efficace per la comprensione e la conferma di quanto asserito nel lavoro di ricerca, l'analisi del caso di *TeamSystem*, azienda oggetto di due diversi *leveraged buy out* e di una successiva ulteriore operazione di finanziamento attraverso l'emissione di minibond.

*TeamSystem* è un'azienda leader in Italia nello sviluppo e nella distribuzione di software e servizi rivolti ad aziende e professionisti. A livello consolidato evidenzia ricavi attesi per il 2015 pari a circa 260 milioni di euro, in crescita rispetto ai 240 milioni del 2014, conta su circa 1.800 addetti, 800 partner selezionati e oltre 185.000 clienti sul territorio italiano.

Il caso analizzato si rivela di particolare interesse considerato che le due operazioni di *LBO* hanno avuto luogo una nel 2004 e l'altra nel 2010, in periodi storici quindi profondamente diversi in termini di congiuntura economica ma nonostante quanto sopra la società nel 2011 ha generato un fatturato di oltre 130 milioni di euro, con un EBITDA di 50 milioni di euro, valori più che raddoppiati rispetto al 2004, anno della prima operazione di *LBO*. Inoltre, proprio la bontà delle prime due operazioni ha permesso alla società di proseguire nel percorso di crescita anche attraverso una nuova strutturazione del debito completata tra il 2013 e il 2014 che ha consentito di dare una nuova spinta al consolidamento dei risultati

economici.

Ciò a conferma del fatto che non è lo strumento del *leverage buy out* in se a determinarne la bontà delle operazioni poste in essere e la creazione di valore per gli *stakeholders*, ma, al contrario, sono le finalità, le condizioni e le opportunità create sotto le quali esso si attua a farlo.

## CAPITOLO 1: IL *LEVERAGED BUY OUT*

### 1.1 Introduzione

Le operazioni di *Leveraged Buy Out* (di seguito indicate anche come *LBO*) rappresentano la più diffusa tecnica di investimento nei mercati finanziari del *Private Equity* (di seguito *PE*). Strumento controverso a causa dell'ampio utilizzo di elevati livelli di debito, è stato spesso mitizzato ma da sempre anche oggetto di critiche, soprattutto da chi la ritiene una generica operazione di acquisizione che lascia l'impresa acquisita più indebitata di quanto non fosse prima dell'operazione stessa<sup>5</sup>.

L'analisi delle operazioni poste in essere nel tempo porta tuttavia a concludere per una interpretazione più "benevola" dello strumento considerato che l'*LBO*, nelle sue varie forme e tipologie, non può essere sicuramente definita come un'operazione "cattiva" in sé, ammesso che nel novero delle operazioni di Finanza aziendale possano esistere "buoni" e "cattivi" strumenti, bensì una modalità di acquisizione, che, pur presentando alcune criticità che ne possono pregiudicare il buon esito finale (non sono rari, infatti i casi di operazioni concluse con il fallimento dell'impresa), merita di essere approfondita per i potenziali vantaggi che può generare.

Storicamente le operazioni di *LBO* si affacciano nel panorama finanziario internazionale tra gli anni '70 e '80 figurando tra le operazioni del c.d. *going private*, ossia la tecnica adottata da un acquirente che, attraverso l'acquisizione di azioni, sia quotate sia diffuse tra il pubblico, concentrava i titoli azionari nel portafoglio di un numero ristretto di investitori (da *public corporation*, appunto, a *private corporation*), precludendo, così, la possibilità ad eventuali *takeover*.

Nel corso degli anni '80 il mercato del *PE* ha vissuto un'intensa fase di crescita caratterizzata da un netto miglioramento della tecnica finanziaria e del *credit risk management*<sup>6</sup> che ha permesso agli investitori di guardare ad imprese c.d. "target" di dimensioni sempre maggiori.

L'analisi dello strumento porta invece in primo luogo ad evidenziare che l'operazione di *LBO* è finalizzata all'acquisizione di un'impresa, detta "target" da parte di soggetti che

---

<sup>5</sup> Diamond S.C., *Leverage Buy-outs*, Dow Jones-Irwin, Homewood (IL) 1985

<sup>6</sup> Gaughan, V. (1999) "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructureings". 2nd Ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., pag. 291-326.

reperiscono risorse finanziarie di terzi, attraverso una società di nuova costituzione, definita “*newco*” dagli stessi appositamente costituita con la finalità proprio di addivenire all’acquisizione dell’impresa “*target*”.

In questo contesto il rimborso dei debiti contratti dalla *newco* è garantito dagli attivi patrimoniali dell’impresa acquisita ed è sostenuto, in termini di rimborso del debito contratto, dai *cash flows* generati dalla stessa “*target*”, oltre che, in altri casi, dall’eventuale dismissione di attività facenti parti del portafoglio delle attività dell’impresa oggetto di *LBO*, ma ritenute non più strategiche a seguito dell’acquisizione.

Peculiarità di questa operazione è quindi la convivenza di due eventi<sup>7</sup>:

- da un lato, il cambiamento della proprietà (“*Buy-Out*”, evento naturale di una operazione di acquisizione);
- dall’altro lato, una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione a causa dell’utilizzo della leva finanziaria (“*Leveraged*” poiché appunto viene a generarsi un incremento del livello di indebitamento).

Secondo le modalità sopra evidenziate, gli acquirenti, che attraverso la società veicolo procederanno alla fusione per incorporazione della *target*, riescono a ridurre al minimo l’esborso di capitale proprio, facendo leva su capitali di terzi, ottenuti come anticipato sopra, sulla base delle attività dell’impresa acquisita (*ex-target*) o delle sue azioni come garanzia.

In questo contesto le operazioni di *LBO* possono essere di tipo “amichevole” oppure “ostile”, qualora pur mancando l’assenso del venditore all’operazione, l’assetto proprietario dell’impresa *target* risulta contendibile, ciò si verifica tipicamente in caso di “public companies”, cioè di società quotate.

Le operazioni di *LBO* possono essere realizzate secondo due schemi alternativi<sup>8</sup>:

- a. acquisizione delle azioni dell’impresa target: è il caso di *LBO* classico nel quale l’operazione prende il nome di *cash merger*, evidenziando quindi il fatto che l’esecuzione della medesima prevede la fusione fra le società protagoniste dell’operazione, cioè la società *target* e la *newco* che si indebita per acquisirla.

---

<sup>7</sup> Monti E. *Manuale di Finanza per l’Impresa*, ISEDI 2009.

<sup>8</sup> Sironi A. e Iannotta G. in *Corporate & Investment Banking*, 4. ed. Egea, 2007.

Questa modalità è nota anche come schema KKR, dal nome della società statunitense che ha dato il via in maniera sistematica e professionale a questa tipologia di operazioni di *LBO*.

2. acquisizione di un ramo della società target o di alcuni cespiti, questa modalità, nota anche come “schema *Oppenheimer*”, dal nome della società che per prima l’ha utilizzata o “*Asset for Cash*”. Essa rappresenta la modalità ideale quando solo alcuni *asset* della *target* vengono ritenuti “strategici” dai soci della *Newco*, i quali non sono intenzionati ad accollarsi anche tutti gli altri impegni dell’impresa *target* e, pertanto si concentrano solo su una particolare unità di business, che costituirà la garanzia per i terzi finanziatori, assieme alle sue prospettive future.

Se le due modalità sono nella sostanza analoghe, con la creazione della società veicolo “*NewCo*”, che rappresenta la “scatola” nella quale vengono raccolti gli apporti di capitale proprio (di importo in genere minimo) e quello di terzi a titolo di debito, con i quali effettuare l’acquisizione, ciò che differenzia le due tipologie di operazione sopra rappresentate è la modalità di integrazione, al termine del *Buy Out*, fra la *NewCo* e la società *target* a seguito dell’acquisizione della medesima. Infatti, nel secondo caso non vi sarà una fusione, c.d. “merger”, ma esclusivamente il consolidamento dei beni acquisiti nello stato patrimoniale della *NewCo*.

Fatte tali premesse, appare opportuno evidenziare quali sono le diverse tipologie di operazioni di *LBO* a seconda dei promotori della medesima<sup>9</sup>:

- ***LBO in senso stretto***: se l’operazione trae origine da un intermediario finanziario che istituzionalmente e professionalmente si occupa di identificare opportunità di investimento in acquisizioni di tipo *leveraged*;
- ***Corporate Buy-Out***: se il soggetto acquirente è un’impresa industriale o commerciale che utilizza la tecnica di *LBO* per realizzare una strategia di crescita dimensionale per linee esterne;
- ***Management Buy-Out***: quando l’operazione trae origine da *manager* della stessa impresa *target* oggetto di acquisizione;

---

<sup>9</sup> Gervasoni A. e Sattin F. *Private Equity e Venture Capital*, 4a ed. Guirini Studio 2008.

- **Management Buy-In:** è il caso in cui l’iniziativa viene presa da un gruppo di *manager* esterni all’impresa da acquisire, ma dotati di competenze coerenti con le esigenze imprenditoriali della società *target*, solitamente perché provenienti da aziende di settori attigui. In questa maniera il *manager* entrante è in grado di valutare le prospettive economiche e l’appetibilità della società;
- **Management Buy-In&Out:** se vi è la presenza contemporanea di *manager* di provenienza interna ed esterna all’impresa *target*;
- **Workers’ Buy-Out:** quando l’acquisizione è effettuata da dipendenti dell’impresa *target*;
- **Family Buy-Out:** nelle ipotesi in cui l’operazione riguarda imprese a struttura familiare frammentata, in caso di passaggi generazionali o di acquisto di quote di partecipazioni di parenti non interessati a rimanere all’interno dell’impresa;
- **Leveraged Cash-Out:** ossia un’operazione tramite la quale gli azionisti di controllo della società *target* costituiscono la *newco* per acquisire la *target*, della quale sono soci. In questo modo non avviene alcuna variazione sostanziale nella compagine sociale, poiché i soggetti economici che controllano la società rimangono gli stessi: si assiste quindi, da un lato ad una monetizzazione a favore del venditore (che è anche socio dell’acquirente) della quota parte del valore economico della società *target*, dall’altro al fatto che quest’ultima, la *target*, viene gravata di un debito pari proprio alla monetizzazione citata.

Come si evince dall’elenco sopra riportato, in linea teorica la distinzione fra le diverse operazioni di *LBO* sembra essere piuttosto marcata. Nella pratica, ovviamente, raramente le operazioni si presentano in forma “pura”<sup>10</sup>, è più probabile difatti trovarsi dinanzi ad operazioni “miste”, con elementi appartenenti alle diverse tipologie sopra elencate. Ad esempio, l’acquisizione di un’impresa di dimensioni rilevanti da parte del management (*MBO*) richiede ulteriori apporti di capitale, di rischio e di debito. Diviene quindi fondamentale il supporto di intermediari ed operatori specializzati, poiché i *manager* non dispongono, normalmente, delle risorse finanziarie ed organizzative per completare

---

<sup>10</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit..

l'operazione.

Prima di analizzare a fondo lo strumento, cercando di indagare quali siano i vantaggi e le criticità, si ritiene sia opportuno fornire uno schema, che seppur generale data l'elevata flessibilità e varietà dell'operazione, come sopra notato, faccia da base per una corretta comprensione del prosieguo del lavoro.

## 1.2 I tratti generali dell'operazione

Come già affermato in precedenza, non esiste uno schema di operazione di *LBO* univoco, ma, allo stesso tempo, è possibile tracciare un percorso “maestro”<sup>11</sup> da seguire, qualsiasi sia la modalità di attuazione della peculiare operazione di *Leveraged Buy Out*.

1. **Individuazione della società-bersaglio**, con l'ausilio di alcuni strumenti di riferimento, quali:
  - il modello delle cinque forze competitive di Porter<sup>12</sup>. Il modello delle cinque forze competitive (anche detto analisi della concorrenza allargata o analisi delle cinque forze di Porter) è uno strumento utilizzabile dalle imprese per valutare la propria posizione competitiva. Il modello si propone di individuare le forze (e di studiarne intensità ed importanza) che operano nell'ambiente economico e che, con la loro azione, erodono la redditività a lungo termine delle imprese. Tali forze agiscono infatti con continuità, e, se non opportunamente monitorate e fronteggiate, portano alla perdita di competitività. Gli attori di tali forze sono:
    - Concorrenti diretti: soggetti che offrono la stessa tipologia di prodotto sul mercato;
    - Fornitori: coloro dai quali l'azienda acquista materie prime e semilavorati necessari per svolgere il processo produttivo e che potrebbero decidere di integrarsi a valle;
    - Clienti: i destinatari dell'output prodotto dall'impresa che potrebbero eventualmente decidere di integrarsi a monte;

---

<sup>11</sup> Gervasoni A. e Sattin op. Cit..

<sup>12</sup> Porter, M. *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.

- Potenziali entranti: soggetti che potrebbero entrare nel mercato in cui opera l'azienda;
- Produttori di beni sostitutivi: soggetti che immettono sul mercato dei prodotti diversi da quelli dell'impresa di riferimento, ma che soddisfano, in modo diverso, lo stesso bisogno del cliente/consumatore.

L'analisi di queste forze permette all'impresa di ottenere un quadro completo sulla sua posizione competitiva, di prendere decisioni strategiche, di stabilire i comportamenti e atteggiamenti da adottare nei confronti di queste forze. Nel *framework* di Porter la capacità di ottenere risultati superiori alla media nel settore nel quale è inserita dipendono dunque dalla sua capacità di posizionarsi all'interno del settore e dall'effetto di queste cinque forze. Anche se non inizialmente presenti nel modello originale di Porter (1982), più recentemente altre due forze competitive vengono generalmente annoverate in aggiunta alle cinque di cui sopra: i produttori di beni complementari e le agenzie governative/enti regolatori/stato.

- PEST Analysis<sup>13</sup>. Questo modello analizza il mercato attuale e le sue potenzialità, indagando su fattori Politici, Economici, Sociali e Tecnologici, carpandone prospettive di crescita o di declino, valutando inoltre l'appetibilità del mercato stesso, nonché le potenzialità del business.
- SWOT Analysis<sup>14</sup>. In combinazione col modello di analisi PEST, rispetto ad uno specifico business, analizza punti di forza (*Strengths*), debolezza (*Weaknesses*), le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*).

2. **Conferimento, da parte degli investitori, dell'incarico di individuare la struttura economica e finanziaria più opportuna per l'acquisizione**, ad un consulente finanziario, quali una *merchant bank*, una *investment bank* oppure una società di *venture capital*. Il consulente finanziario quindi elabora ipotesi sulle modalità di svolgimento dell'operazione, individuando l'ammontare di capitale proprio e di debito necessari per procedere all'acquisto, costituite nella

---

<sup>13</sup> Fontana F., Caroli M., *Economia e Gestione delle Imprese*, McGraw-Hill, 2008.

<sup>14</sup> Fontana F., Caroli M. op. Cit.



prassi da:

- Capitale Proprio;
  - Debito Senior;
  - Debito Subordinato;
3. **Costituzione di una società di capitali *ad hoc***, definita comunemente “NewCo”, la cui finalità è l’acquisizione della società *target*. La *NewCo* è costituita normalmente con un modesto capitale sociale, decisamente inferiore al valore della società *target* obiettivo dell’acquisizione. Assieme allo statuto della *NewCo*, vengono stipulati, da parte degli investitori, appositi patti parasociali relativi all’acquisizione della *target*, concernenti la *governance* di quest’ultima a seguito dell’acquisizione.
  4. ***Due diligence***. La *due diligence* è un’analisi investigativa della società *target*, svolta in relazione ad un’operazione che potrebbe portare ad un cambiamento significativo nella proprietà o nella composizione del capitale della società. La *due diligence* si suddivide solitamente in due parti, preliminare ed approfondita<sup>15</sup>.
    - la prima è un *report* che fornisce un quadro d’insieme generale della *target*, tramite un prospetto informativo del venditore, la copia degli ultimi bilanci approvati, dichiarazioni dei redditi, eventuali contestazioni, cause, analisi delle vendite, dei clienti, dei prodotti, i contratti rilevanti in essere, la descrizione approfondita dei macchinari e degli impianti posseduti, i dati sul personale.
    - la seconda invece affronta aspetti più prettamente operativi e finanziari, facendo ipotesi sul futuro dell’azienda, provvedendo all’elaborazione di proiezioni sugli sviluppi futuri.

La *due diligence* ha un ruolo fondamentale, dal momento che solitamente è l’esito della stessa a condizionare, in senso positivo o negativo, la concessione della maggior parte del capitale di debito necessario per procedere all’acquisizione.

---

<sup>15</sup> Attanasio A. *Fusione e Scissione di Società*, Expert Edizioni, 2008.

5. **Determinazione del prezzo.** Una volta che la *due diligence* avrà riportato esito positivo, si procede con la determinazione del prezzo da inserire in una proposta vincolante d'acquisto. Successivamente alla sua accettazione da parte del venditore, la *NewCo* ottiene i finanziamenti necessari all'acquisizione ed acquisisce il pacchetto di partecipazioni nella società target. Il prestito verrà garantito, in maniera contestuale all'acquisizione, attraverso le partecipazioni della *target*, ed eventualmente anche quelle della *NewCo*.
6. **Fusione.** Completata l'acquisizione si procede quindi alla fusione della *target* nella *NewCo*, più precisamente distinguiamo il caso classico di *cash merger/forward merger*, se la *target* viene incorporata nella *NewCo*, avremo invece un *reverse merger* nel caso opposto. Sono diverse le ragioni che possono spingere alla scelta di una o dell'altra modalità, talvolta questa modalità è necessaria, come avviene, ad esempio nei casi in cui la società *target* è quotata.
7. **Gestione della nuova impresa.** Completate le operazioni di tipo societario inizia la fase cruciale dell'operazione di *LBO*, che, diversamente da quanto potrebbe essere immaginato, non si è affatto conclusa. È questo, infatti, il momento di gestire l'operatività della società acquisita, facendo in modo che essa produca i *cash flows* necessari per restituire i finanziamenti ottenuti per l'acquisizione, e che siano in grado di sostenere la mutata struttura finanziaria che ora risulta ovviamente gravata dall'indebitamento contratto per l'acquisizione della società stessa. È questa, inoltre, la fase in cui è già possibile giudicare l'operato di chi ha predisposto la struttura finanziaria della società post-acquisizione, cioè quali strategie siano state previste per il ripagamento del debito, quindi, oltre ai flussi operativi derivanti dalla gestione tipica, la predisposizione di un piano di riduzione della liquidità eventualmente in esubero, la vendita di cespiti o di rami d'azienda non strategici oppure la strutturazione di operazioni più complesse come, ad esempio quelle di *leaseback*.

### 1.3 Fattori critici di successo dell'operazione

Dopo aver declinato le fasi-tipo di un'operazione generica di *Leveraged Buy Out*, è necessario procedere con un'analisi dei possibili fattori critici di successo dell'operazione nelle sue diverse forme, cercando infine di carpire le caratteristiche ideali di una società-bersaglio. Ricordiamo, innanzitutto, che l'operazione di *LBO*, rispetto ad una convenzionale operazione di acquisizione, utilizza un'elevata proporzione di capitale di debito, la cui restituzione dipende, in maggioranza dai *cash flows* prodotti dall'azienda acquisita ed eventualmente da operazioni di *Asset Stripping*. Per la rischiosità intrinseca dell'operazione, appare chiaro che non tutte le imprese possano essere candidabili ad un *LBO*, e che l'insuccesso dell'operazione deve essere considerata come un'eventualità non remota.

In primo luogo va osservato che, affinché l'operazione possa andare a buon fine devono sussistere contemporaneamente tre condizioni<sup>16</sup>:

- l'azienda risultante dall'operazione deve essere in grado di rimborsare il capitale preso in prestito;
- l'azienda risultante dall'operazione deve essere in grado di produrre un reddito operativo che sia sufficiente a coprire gli oneri finanziari passivi;
- il livello di rischiosità dell'operazione deve essere compatibile con la propensione al rischio dei vari finanziatori.

Il non rispetto di queste tre condizioni indispensabili può condurre al fallimento dell'operazione di *LBO*. Infatti, prima di iniziare l'operazione, è onere degli operatori coinvolti definire il grado di indebitamento massimo sostenibile dall'impresa, compatibile con il perseguimento di obiettivi economici e finanziari, nonché legati a profili di rischio accettabili. Aspetti, questi tutt'altro che banali. A riprova di ciò, fra le principali cause di fallimento dell'operazione di *LBO* si riscontrano<sup>17</sup>:

- **errata struttura finanziaria.** L'acquirente potrebbe prevedere in maniera errata i *cash flow* futuri, oppure non individuare con esattezza e precisione i fabbisogni finanziari, in termini di momento di manifestazione ed entità, in altre parole non

---

<sup>16</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit.

<sup>17</sup> Monti E. op. Cit.

aver ben chiaro i momenti di *cash-flow in* e di *cash-flow out*. Altri errori legati alla struttura finanziaria in generale possono essere connessi ad un'errata pianificazione del mix di capitale fra breve, medio e lungo periodo, nonché, ad un livello "superiore", fra *equity*, debito senior e subordinato;

- **errate previsioni riguardanti il progetto industriale che si va a pianificare, od il contesto settoriale e generale in cui si inserirà la nuova società.** Occorre notare come la nuova società necessita della massima stabilità possibile in termini di livello di reddito prodotto. Tale (elevato) livello e stabilità possono venir compromessi da un mutamento delle condizioni dell'industria di cui l'impresa fa parte, quali ad esempio shock tecnologici, aumento della concorrenza che possono modificare al ribasso la redditività, oppure un aumento sensibile dei tassi d'interesse. Un'attenta, precisa e puntuale analisi di contesto, quando ancora si è in fase di "screening" delle opportunità, con i già sopraccitati strumenti quali il diamante di Porter, la *SWOT Analysis* sono condizione necessaria per creare quanta più "awareness" possibile, ma purtroppo non sufficiente per essere al riparo dai cosiddetti "tail-events", cioè situati nella "coda" di una distribuzione di probabilità, tanto difficili da pronosticare quanto devastanti negli effetti.
- **prezzo troppo elevato rispetto alle caratteristiche economiche della società-bersaglio, oltre che alla capacità di ripagare i debiti con adeguati flussi di cassa.**

Come detto quindi, assumono ruolo fondamentale le proiezioni economico-finanziarie per l'individuazione e la realizzazione della struttura finanziaria ottimale e diventano quindi indispensabili nell'ambito della realizzazione di un'operazione di *LBO*<sup>18</sup>. Per effettuarle, si partirà dall'analisi storica della *performance* della società-bersaglio desumibile dai bilanci degli ultimi anni di esercizio, debitamente normalizzati. Bisognerà poi correlare queste informazioni con quelle derivanti dalla conoscenza di alcuni elementi fondamentali, quali il mercato, la struttura interna della società. Se per il mercato il focus sarà sui prodotti, i prezzi, i canali di vendita, con l'utilizzo di dati e statistiche per meglio comprendere il

---

<sup>18</sup> Gervasoni A. e Sattin F. op. Cit.

posizionamento competitivo dell'impresa, per quanto riguarda la struttura interna, invece, l'enfasi cadrà su elementi diversi, quali la struttura organizzativa e manageriale, in termini di ruoli, responsabilità, retribuzioni, meccanismi di incentivazione. Sarà infatti interesse dell'acquirente capire se l'attuale management potrà essere in grado di gestire l'impresa sotto la pressione del forte e maggior indebitamento, oltre che la capacità di operare nel rispetto di un budget predefinito. Tutto ciò però, riguarda, dal punto di vista di chi va ad analizzare una potenziale impresa target, il "passato" della stessa, di conseguenza queste seppur fondamentali analisi ed informazioni ottenute non sono sufficienti per valutare l'opportunità o meno di effettuare un *LBO*, poiché basarsi semplicemente su queste informazioni sarebbe come "traslare" nel futuro quanto avvenuto in passato, con tutti i rischi e la poca attendibilità che da questa operazione deriverebbe. Diventano quindi necessarie le proiezioni, indispensabili per cercare di capire cosa accadrà in futuro, come si modificheranno le condizioni operative e finanziarie della società, che influenza avranno sulla società stessa possibili cambiamenti dell'ambiente esterno.

La prassi nelle cosiddette "*what-if analysis*" prescrive di effettuare previsioni oltre che riguardanti lo scenario più probabile, anche il migliore ed il peggiore possibile fra quelli ipotizzati.

Un punto di partenza potrebbe essere l'analisi delle vendite. In relazione alla loro proiezione, occorre prendere in considerazione una serie di variabili che sono in parte endogene, ma in larga parte esogene. La previsione delle vendite presuppone l'analisi di due punti fondamentali, fra loro però collegati: la variazione dei volumi di vendita e la variazione dei prezzi. Per quanto riguarda il primo punto, l'analisi prende in considerazione la struttura della domanda e dell'offerta. Per il secondo, si terrà conto dei fattori legati allo scenario economico generale e concorrenziale. Sarà in particolare utile lo studio del *break-even point*, che permetterà di individuare il livello minimale delle vendite. La proiezione delle vendite e della struttura dei costi operativi determina le previsioni di altri voci di bilancio logicamente collegate, quali il capitale circolante, le immobilizzazioni tecniche e quindi il fabbisogno finanziario. Quest'ultimo è fondamentale, poiché si riflette sul conto economico, tramite gli oneri finanziari netti. L'obiettivo è quindi quello di determinare i *cash flow* e la loro capacità di far fronte, condizione come detto in precedenza

fondamentale per la riuscita dell'operazione di *LBO*, ai bisogni di cassa futuri. La preparazione della struttura finanziaria rappresenta quindi il momento più difficile ma anche più importante in un'operazione di *LBO*, assieme al reperimento delle fonti. Ciò che interessa a questo punto dell'analisi è sapere che i finanziamenti, per non ingessare la gestione, dovranno essere caratterizzati da un termine per il rimborso sufficientemente lontano nel tempo, e dovranno essere su misura per l'azienda, senza accrescerne in maniera sproporzionata il rischio ed irrigidirne troppo la gestione.

#### 1.4 Le caratteristiche ideali della società *target*

Abbiamo già ricordato in precedenza che non tutte le società si prestano ad essere oggetto di *LBO*. L'operazione comporta un forte incremento del livello di indebitamento della società *target*, per questo i finanziatori saranno disposti ad intervenire soltanto se potranno ragionevolmente ritenere che la società potrà far fronte a maggiori oneri finanziari. Le caratteristiche ideali che un'impresa dovrebbe possedere per essere candidata ideale ad un'operazione di *LBO*, secondo Kohlberg, Kravis e Roberts, fondatori di KKR<sup>19</sup> sono:

- **basso grado di sfruttamento della leva finanziaria.** Il ridotto indebitamento iniziale della società-bersaglio costituisce un presupposto fondamentale per poterne acquisire il controllo attraverso un'operazione "*leveraged*";
- **capacità di produrre utili e flussi di cassa costantemente positivi.** L'analisi degli equilibri economici e finanziari permette di valutare l'effettiva capacità dell'impresa di ripagare il debito e consente di effettuare analisi di sensitività volte ad identificare cosa potrebbe accadere in caso di variazioni inattese dei risultati aziendali. La capacità dell'impresa di produrre utili va valutata non tanto al momento dell'acquisizione, ma, ovviamente, con riferimento alle prospettive future. Quanto ai flussi di cassa, per evitare che successivamente all'operazione di *LBO* parte dei flussi di cassa generati venga sottratto alla primaria necessità di

---

<sup>19</sup> KKR è un operatore internazionale di *Private Equity*, specializzato in operazioni di *leveraged buy out*. Dalla sua fondazione nel 1976 ha completato operazioni per un controvalore di oltre \$400 miliardi. La società è celebre sia per lo storico *buy-out* di NJR Nabisco, il maggiore sino a quel momento, che per il *buy-out* di TXU, compagnia energetica del Texas che attualmente è il più grande *leveraged buy out* mai compiuto, un'operazione infatti pari a circa \$32 miliardi.

rimborso del debito, dovrebbero essere minimi gli investimenti in capitale circolante ed in capitale fisso. L'impresa cioè dovrebbe trovarsi in un mercato "maturo";

- **presenza di attività atte ad essere impiegate come garanzie verso i creditori**, che permettono di mobilitare un consistente volume di finanziamenti ad un costo relativamente contenuto;
- **presenza di attività o rami d'azienda autonomamente cedibili**. Il c.d. *Asset stripping* come abbiamo visto può rivelarsi fondamentale per il buon esito complessivo dell'operazione. Infatti, poter disporre di attività o cespiti cedibili, facilita il rispetto delle condizioni di fattibilità finanziaria, consentendo di affrontare situazioni eventuali di tensione finanziaria, attraverso la cessione di alcuni beni dell'impresa o di autonomi rami aziendali;
- **esistenza di un mercato potenziale nel quale cedere in futuro l'impresa**. La possibilità di dismettere l'impresa in un momento successivo costituisce un requisito essenziale per il successo di un *LBO*, soprattutto dal punto di vista degli intermediari finanziari che intervengono nell'operazione sottoscrivendo quote di capitale di rischio. Per questi soggetti partecipanti all'operazione infatti, il rendimento dell'operazione è in gran parte legato alla dismissione della partecipazione e dipende tanto dal prezzo di cessione, quanto dal tempo intercorrente fra investimento e disinvestimento. Al riguardo, secondo il cofondatore della KKR, Henry Kravis, "*Don't congratulate me when we buy it. Congratulate me when we sell it*".

Oltre a quanto sopra appare opportuno effettuare alcune considerazioni circa la posizione strategica della società *target* ottimale.

È evidente infatti che società operanti in mercati caratterizzati da forte tasso di crescita, o che offrono prodotti ad alta tecnologia non sono idonee in prima analisi ad essere acquisite con un'operazione di *LBO*: il forte tasso di crescita, infatti, richiede molto capitale circolante per incrementare i crediti commerciali, il magazzino ed inoltre, assorbe molti capitali per le spese di marketing e per l'ampliamento della capacità produttiva. I prodotti ad alta tecnologia, a loro volta, sono costantemente esposti al rischio di obsolescenza

generando così forti costi di ricerca e sviluppo. Al tempo stesso, poiché l'obsolescenza può ridurre fortemente il loro valore, essi non possono neanche costituire garanzia adeguata per il fornitore.

Pertanto la società-bersaglio ideale è generalmente un'impresa che opera in un mercato maturo, e con linee di prodotto non eccessivamente sofisticate. In ordine alla posizione di mercato, questa società dovrebbe essere fra i leader del settore, o comunque in una forte posizione di nicchia, in un mercato in sostanza dove saranno presenti elevate barriere all'ingresso per i *new-comers*, dove sarà cioè molto complesso e costoso conquistare quote di mercato per i nuovi entranti.

Il riferimento alle aziende “*cash cow*” della matrice *Boston Consulting Group* è quindi evidente: l'impresa target ottimale dovrebbe avere un portafoglio di prodotti sbilanciato verso l'area *cash-cow*, (“generatori di cassa”), cioè quella in cui vi sono bassi tassi di crescita legati ad una posizione competitiva rispetto alla concorrenza, cioè una quota di mercato relativa elevata. Elemento fondamentale del bilancio della *target* dovrebbe essere, innanzitutto, la prevalenza di immobilizzazioni materiali sulle immateriali, possibilmente non gravate da alcun diritto speciale e quindi in grado di costituire una garanzia per il finanziatore. Esse inoltre dovranno essere attentamente valutate per verificarne la funzionalità, il grado di obsolescenza e la loro attitudine ad essere prontamente liquidate ad un prezzo che non generi forti perdite. Al tal fine si rende necessario un esame per stabilire se i macchinari hanno un mercato ben definito e, quindi, un prezzo facilmente accertabile.

Tra le attività “preferite” dai finanziatori figurano anche i crediti commerciali, purché essi risultino, dall'analisi dei debitori, facilmente riscuotibili. Infine il magazzino, è ritenuto essere poco rilevante per i finanziatori, poiché poco liquido e soggetto a rapidi cambiamenti di valore, anche se potrebbero avere rilievo le scorte di prodotti finiti e di materie prime, poiché naturalmente più facilmente liquidabili rispetto ad esempio ad un semilavorato.



### 1.5 Le operazioni di *Leveraged Buy Out* creano ricchezza?

In un'analisi come quella condotta nel presente lavoro risulta indiscutibile la necessaria verifica dell'interrogativo di apertura del noto articolo pubblicato da *T. Opler e S. Titman*<sup>20</sup>, nel quale gli autori, al termine di una dettagliata analisi empirica, presenteranno conclusioni che risulteranno essere coerenti con quanto esposto nel precedente paragrafo.

Al riguardo infatti segnaliamo che il *paper* citato pone due interrogativi iniziali:

1. le operazioni di *LBO* creano ricchezza o semplicemente la ridistribuiscono?
2. il debito contratto per le operazioni di *LBO* è causa di ulteriori problemi in periodi di recessione? In altre parole, l'indebitamento che graverà sull'azienda acquisita, più i potenziali costi del dissesto che per definizione aumentano all'aumentare dell'indebitamento, fungono da deterrente alle operazioni in oggetto?

I sostenitori dell'operazione di *LBO*, tra cui Jensen<sup>21</sup>, rispondendo al primo quesito, affermano che questo tipo di operazioni sì, crea ricchezza, ed in due maniere: tramite il rafforzamento degli incentivi manageriali, e con una sorta di "imposizione" a trovare uno "sbocco" a quei flussi di cassa in eccesso che, senza effettuare operazioni di questo genere, potrebbero correre il rischio di essere impiegati in operazioni potenzialmente meno redditizie, in un logica di costo-opportunità. Per quanto riguarda la seconda questione sollevata da Titman ed Opler invece, i sostenitori dell'operazione argomentano che i maggiori costi derivanti da situazioni di stress finanziario non sono poi così rilevanti nel complesso dell'operazione. I critici del *leveraged buy out* invece, come Lowenstein, rispondendo al primo dei due quesiti, sostengono che la maggior parte dei guadagni siano frutto della deduzione fiscale degli interessi passivi legati al ripagamento del debito contratto, e rimangono inoltre dubbiosi circa le capacità di imprese oggetto di *LBO* di rimanere competitive in periodi di cattiva congiuntura economica.

Esiste quindi un *trade-off* importante da considerare per valutare se l'operazione crei o meno, nel complesso, ricchezza: da un lato, i guadagni ottenibili dagli incrementati

---

<sup>20</sup> Opler T. e Titman S. *The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Cost*, The Journal of Finance, vol. 48, n.5, Dicembre 1993.

<sup>21</sup> Jensen M., *LBOs and the Reemergence of Institutional Monitoring of Managers. Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, Yakov Amihud, ed. Dow Jones Irwin 1989.

incentivi ai manager, dall'altro i potenziali costi del dissesto legati allo "appesantimento" del passivo dell'azienda oggetto di *leveraged buy out*.

Diversi studi, tra i quali il più importante risulta forse esser quello di Kaplan<sup>22</sup>, concordano sul fatto che i risparmi fiscali siano fonte di guadagni ingenti, ma le operazioni di *LBO* non effettuano solo una mera redistribuzione della ricchezza, ma anzi la creano, anche se, tenendo conto del fatto che il fallimento dell'operazione non è poi fenomeno così remoto, data la peculiare struttura finanziaria dell'impresa *target* derivante dall'operazione, la tesi dei "detrattori" del *leveraged buy out*, che argomentano la loro posizione col fatto che operazioni siffatte sono potenzialmente dannose per i costi legati al debito in situazioni di particolare stress finanziario, merita comunque considerazione, e fa apparire la risposta al quesito che dà il titolo a questo paragrafo meno scontata di quella fornita dal Kaplan o comunque dai sostenitori più forti dell'operazione.

Per capire il motivo per cui potenziali costi del dissesto possano fungere da deterrente per l'operazione di *LBO*, bisognerebbe innanzitutto comprendere il motivo per cui il debito è parte integrante dell'operazione. Molti autori sostengono che il debito è utilizzato in vista dei risparmi fiscali di cui si accennava in precedenza, ma, chiaramente, non c'è sicuramente bisogno di effettuare proprio un'operazione di *LBO* per ottenere vantaggi fiscali. C'è sicuramente dell'altro nella *ratio* dell'operazione.

Jensen, Grossman e Hart dimostrano che il debito infatti può indurre il *management* ad agire nell'interesse degli investitori in una maniera che non potrebbe essere replicata nemmeno con un ottimo sistema di incentivi, poiché in gioco c'è il loro posto di lavoro, e questo effetto incentivante ha il suo picco una volta terminata l'operazione di *LBO*, nel momento più delicato, quando si è alle prese con decisioni importanti, riguardanti sovente la ristrutturazione aziendale post-acquisizione.

Cerchiamo ora di confrontare i due termini del *trade-off*, provando ad estrapolare delle variabili *proxy*, che approssimino cioè l'andamento del fenomeno, e che siano correlate alla scelta di intraprendere o meno un'operazione di *LBO*.

---

<sup>22</sup> Kaplan S. N., Stromberg P. "Leveraged Buyouts and Private Equity" National Bureau of Economic Research, Luglio 2008.

- **Potenziati costi del dissesto.** Non considerando per definizione imprese con basse prospettive di crescita (al limite di diminuzione) dei *cash flow* come potenziali candidate ad un'operazione di *LBO*, per evidenti motivi di non sostenibilità del debito, le aziende caratterizzate da produzioni uniche o comunque poco diversificate tendono a soffrire maggiormente in periodi di contrazione economica, risultando quindi meno inclini ad intraprendere operazioni di *leveraged buy out*, poiché un'azienda di questo tipo, a valle di un *leveraged buy out*, con la necessità di ripagare il debito contratto dalla società veicolo per acquisirla, in caso di congiuntura economica negativa, soffrirebbe sicuramente più di aziende che non hanno effettuato operazioni di questo tipo, poiché potrebbe non essere più in grado di verificare la disuguaglianza fondamentale che definisce la sostenibilità delle operazioni di *LBO*, ovvero sia:

$$ROI > i$$

dove ROI sta per *Return on Investment*<sup>23</sup>, che dovrà essere strettamente maggiore di *i*, cioè il costo dell'indebitamento.

Il non rispetto di questa condizione, in caso di forte indebitamento diventato non più sostenibile per l'impresa, potrebbe portare quest'ultima, all'estremo, all'uscita dal mercato nel caso in cui la "crisi" colpisca, per ipotesi, in maniera particolare il business ove essa opera. Una variabile *proxy* della bassa diversificazione potrebbe essere dunque il quoziente fra costi di R&S e vendite, oppure il quoziente fra le spese relative alla gestione delle vendite e le vendite stesse. Risulta quindi evidente che imprese poco diversificate non siano target ottimale per un'operazione delicata come quella di *leveraged buy out*.

- **incremento e ridefinizione degli incentivi ai Manager.**

Il *management* sarà più incentivato con, ad esempio, maggior partecipazione agli utili (detenzione di una partecipazione azionaria maggiore), *monitoring* continuo da soggetti esterni, quali i promotori dell'*LBO* stesso, e, come già detto in precedenza,

---

<sup>23</sup> Indice di redditività del capitale investito, che misura la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti, proprie o di terzi, utilizzate.  $ROI = \frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Capitale Investito Netto (Operativo)}}$

dall'accresciuta minaccia di perdita del lavoro (fattispecie vera soprattutto in casi, evidentemente di *MBO*) in caso di performance al di sotto delle aspettative. Questa ridefinizione dell'intero sistema incentivante può portare il *management* ad effettuare scelte migliori, tralasciando opportunità poco redditizie o poco sfruttabili in termini di sinergie con gli *asset* dell'impresa. Candidata ideale per un *LBO* potrebbe essere quindi un'azienda con elevati *cash flow*, ma management poco efficiente, che necessita quindi di essere "riallineato" con, è il caso di dirlo, debiti incentivi. Una variabile *proxy* della poca efficienza del management potrebbe essere la "q di Tobin<sup>24</sup>".

$$q = \frac{\text{Valore di mercato degli asset di un'impresa}}{\text{Costo di rimpiazzo degli stessi asset}}$$

Un basso valore di "q", unito ad elevati *cash flow*, starebbe ad indicare la propensione del *management* attuale ad utilizzare in maniera poco efficiente le risorse disponibili, le quali, essendo elevate, richiamando il più volte citato Jensen, sono esposte potenzialmente al rischio di utilizzo non ottimale. Al contrario, invece, un'azienda dai *cash flow* relativamente bassi, ma con elevato valore di "q", non è da considerare per un'eventuale operazione di *LBO*, dato che la combinazione di queste due variabili mostrerebbe come l'impresa possieda un management già efficiente, con le (relativamente) poche risorse a disposizione.

Secondo Hopler e Titman, quindi, la candidata ideale per un'operazione di *LBO* è un'azienda che unisce elevati *cash flow*, basso valore di "q" (che, ripetiamo, è segnale di scelte di investimento non ottimali in portafoglio, figlie quindi di un management poco

---

<sup>24</sup> La variabile q viene definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo *stock* di capitale. Tale valore rappresenta il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Il valore della q misura, quindi, il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo *stock* di capitale sul mercato dei beni.

Con  $q > 1$  c'è incentivo, per l'azienda, ad investire per aumentare il proprio *stock* di capitale. Con  $0 < q < 1$  c'è incentivo, per i possibili acquirenti, ad un'operazione di M&A con *target* l'azienda in oggetto.

incentivato a compiere la scelta migliore, dati comunque i relativamente elevati *cash flow*, e quindi incline, potenzialmente al non ottimale allocamento delle risorse a disposizione) ed alta diversificazione. Nella “black list” delle candidate ad un’operazione di *LBO* figurano quindi imprese dai potenziali elevati costi del dissesto, quali ad esempio quelle caratterizzate da ingenti e continue spese di ricerca e sviluppo. Grazie al supporto dei due autori risulta pertanto possibile giungere alla chiusura del cerchio relativamente alla definizione delle caratteristiche ideali di un’impresa *target* di un’operazione di *LBO*. Ma tornando al quesito principale di questo paragrafo, ovvero sia la “issue” sollevata proprio dai due autori circa la capacità, per le operazione di *leveraged buy out* di creare valore, la risposta, come spesso accade in finanza non è univoca. Le operazioni di *LBO*, proprio per la loro delicatezza, richiedono, per creare davvero ricchezza, tramite in prima istanza l’allineamento degli interessi fra manager e stakeholder, una scelta particolarmente oculata e ponderata dell’azienda *target* dell’operazione, per evitare di ritrovarsi in una situazione di insostenibilità degli oneri passivi tramite i flussi di cassa generati dall’impresa stessa, condizione che porterebbe al fallimento dell’azienda e dell’operazione nel suo complesso.

### **1.6 I soggetti coinvolti**

Avendo analizzato a fondo le caratteristiche ideali della società-bersaglio, l’analisi condotta necessita un passaggio anche in merito alla descrizione dei soggetti e degli interessi coinvolti nell’operazione di *LBO*. La complessità di un *leveraged buy out* risulta evidente anche dall’analisi, qualitativa e quantitativa dei soggetti partecipanti all’operazione, quali:

- la società-target;
- la NewCo;
- i soggetti finanziatori;
- i soggetti organizzatori dell’operazione;
- i consulenti e le società di revisione.

Sono dunque opportune delle considerazioni su ciascuno di questi e sulle peculiarità dell’attività da loro posta in essere. Particolare attenzione meritano invece i soggetti finanziatori, che godranno di una disamina più approfondita.

### **1.6.1 I Venditori**

Possiamo dividere in due categorie principali i soggetti che assumono la posizione di venditori in un'operazione di *LBO*:

- **grandi imprese, gruppi aziendali, multinazionali.** Qui solitamente l'oggetto della vendita è una società controllata, una filiale o una divisione interna, in ogni caso un'unità di business autonoma. La motivazione più ricorrente è il non ritenere più strategica quell'attività o ramo d'azienda, a fronte di una razionalizzazione industriale, prassi peraltro ricorrente lungo il ciclo di vita dell'impresa.
- **imprenditori privati,** per il privato invece, al contrario della grande azienda, la cessione della propria attività rappresenta un fatto unico. Le principali motivazioni possono essere sostanzialmente raggruppate in ragioni di carattere personale, quale ad esempio la semplice volontà di realizzare il guadagno, ragioni di carattere economico, quali la necessità di capitali per garantire lo sviluppo di altri investimenti, e ragioni di carattere manageriale-gestionale, che possono presentarsi in situazioni di divergenze insanabili fra i proprietari dell'azienda, oppure, nelle aziende familiari, successivamente al ritiro od al decesso del fondatore, qualora sia difficile trovare un'intesa fra i successori, oppure ancora in caso di assetto proprietario troppo frazionato, che rende di fatto impossibile la gestione.

### **1.6.2 L'impresa oggetto dell'acquisizione**

Dell'impresa *target* e delle sue caratteristiche ideali si è discusso a lungo in precedenza. Tuttavia, è possibile suddividere le potenziali società *target* in tre categorie, ognuna caratterizzata da un profilo di rischiosità differente, il che non significa che risultino meno appetibili, nel dettaglio:

- **Premium Companies.** Sono le aziende ideali, che godono di salute economico-finanziaria e che posseggono tutti quei requisiti indicati in precedenza come "ideali". Per riassumere in una parola, siamo di fronte ad un'azienda di tipo *Cash-Cow* nella definizione data nei paragrafi precedenti;
- **Second-Tier Companies.** Sono quelle imprese che manifestano carenze organizzative, commerciali e strategiche e che gli acquirenti, con un apporto

manageriale, intendono superare. Ovviamente il rischio connesso ad un investimento in una *second-tier company* rispetto ad una ideale è maggiore, in particolare la parte acquirente dovrà far attenzione a non sottostimare le debolezze rilevate nell'azienda target ed a non sovrastimare le proprie capacità di risolvere le suddette debolezze.

- ***Troubled Companies.*** Sono aziende che si trovano in difficoltà economico-finanziarie. Se, effettivamente, queste aziende potrebbero risultare le meno idonee ad essere oggetto di un'operazione di *LBO*, bisogna considerare innanzitutto che il loro prezzo d'acquisto sarà sensibilmente minore rispetto alle prime due categorie. Ciò che spinge all'acquisizione di un'impresa *troubled* è sicuramente la possibilità di godere delle possibili sinergie fra la parte acquirente e l'azienda acquisita, sinergie che, unite ad un prezzo d'acquisto relativamente basso, possono far innalzare sensibilmente il ROI dell'operazione.

### ***1.6.3 Gli Acquirenti, la NewCo***

Alla stregua dei venditori, anche gli acquirenti possono essere classificati in diverse categorie, in base alle motivazioni che li spingono ad effettuare un'acquisizione con la tecnica del *leveraged buy out*.

- **imprenditori ed investitori individuali**, che siano piccoli imprenditori o industriali. Sono spinti perlopiù da motivazioni economiche o talvolta anche da ambizioni personali, o dal semplice desiderio di effettuare un'operazione redditizia, ma molto rischiosa. Probabilmente quest'ultima categoria potrebbe rivelarsi inadeguata per un'operazione del genere, dato che il pericolo di sottostimare i rischi ed una conseguente incapacità di valutarli correttamente è molto elevato.
- **grandi società industriali e commerciali.** A differenza dei primi soggetti analizzati, questi sono probabilmente i soggetti ideali, pochè la scelta di effettuare un'operazione di *LBO* è frutto di una scelta aziendale, perseguita con scelte logiche e razionali, per la realizzazione di una precisa strategia aziendale, non certo il frutto dell'emotività che talvolta può "ubriacare" l'imprenditore.

- **investitori finanziari.** Facciamo riferimento alle società di *Private Equity*, *Investment Banks*, *Merchant Banks*. Questi soggetti decidono di procedere all'acquisizione con la prospettiva di conseguire un forte guadagno in conto capitale al momento della rivendita della società o della partecipazione che detengono. Le motivazioni quindi sono esclusivamente legate a fattori di carattere finanziario, l'operazione viene quindi classificata come un investimento, niente a che vedere con le motivazioni strategiche, quali le possibili sinergie che invece spingono ad esempio i grandi gruppi ad effettuare operazioni del genere.
- **il management.** In apertura di capitolo abbiamo ricordato la possibilità che siano gli stessi *manager* della società *target* a farsi promotori dell'operazione, che infatti assume il nome di *MBO-Management Buy-Out*. In questa maniera, vi è unificazione fra proprietà e *management*, anche se ovviamente, come già accennato in precedenza, raramente il *management* va a coincidere esattamente con la parte acquirente, poiché le risorse potrebbero rivelarsi non sufficienti a garantire l'avvio delle operazioni<sup>25</sup>. D'altra parte però, la presenza di un *management* adeguato tra gli acquirenti incrementa la possibilità di riuscita dell'operazione, specie nella critica fase del post-fusione. Infatti, i *manager* solitamente vengono incentivati con una partecipazione maggiore rispetto al loro effettivo conferimento, oppure con delle "*ratchet clauses*", clausole che cioè legano l'ottenimento da parte dei *manager* di partecipazioni in base al raggiungimento di prefissati obiettivi da parte dell'impresa. Le motivazioni che spingono il *management* a diventare nella sostanza imprenditore, andando a legare la propria carriera a doppio filo con l'impresa di cui diventa socio, sono diverse<sup>26</sup>. Sicuramente la principale è il desiderio di diventare proprietario dell'impresa in cui lavora, specie se il *management* in questione è in una posizione per cui gode di informazioni privilegiate circa ad esempio le potenzialità dell'impresa non ancora sfruttate, che potrebbero rivelarsi decisive in sede di gestione dell'impresa post-operazione.

---

<sup>25</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit.

<sup>26</sup> Monti E. op. Cit.



Con riguardo alla società veicolo, la *NewCo*, essa viene di solito appositamente costituita, ha un capitale sociale di poco superiore al minimo di legge ed un patrimonio limitato, ed ha come oggetto sociale lo stesso della società-bersaglio, in modo da evitare, una volta completata la fusione, il possibile recesso dei soci dissenzianti ai sensi dell'articolo 2361 del Codice Civile.

#### ***1.6.4 I soggetti finanziatori***

Come già molte volte ricordato, in un'operazione di *LBO*, sia l'ammontare del debito, spesso molto elevato, sia le caratteristiche delle garanzie ricevute, che solitamente sono costituite dalle azioni della società *target* o dai suoi beni o dalle azioni della *NewCo*, rendono l'operazione molto rischiosa. L'elevato livello di leva finanziaria quindi, rende i finanziatori fortemente esposti al rischio d'impresa. I finanziatori dovranno quindi essere in grado di comprendere in maniera ottimale le dinamiche del business che vanno a finanziare. Ruolo fondamentale a questo proposito lo gioca la presenza, fra i finanziatori, di soggetti particolarmente prestigiosi, allo scopo di accrescere la credibilità dell'operazione agli occhi di tutti gli *stakeholder*.

#### ***1.6.5 Gli organizzatori***

Il ruolo degli organizzatori risulta fondamentale per la riuscita dell'operazione. Infatti, la *merchant bank*, che funge da *arranger*, dovrà fornire credibilità all'intera operazione, andando anche a rassicurare con evidenze le capacità del *management* di gestire l'impresa, oltre che individuare tutte quelle figure consulenziali che potranno assistere gli acquirenti lungo tutta l'operazione.

#### ***1.6.6 I consulenti e le società di revisione***

Questi soggetti svolgono un ruolo importante nell'intera operazione. Infatti, i consulenti legali sono coinvolti sin dalle primissime fasi dell'operazione, il loro ruolo è quello di controllare in maniera puntuale e costante la correttezza legale di ogni fase dell'operazione e di predisporre tutti i contratti necessari. I consulenti fiscali invece devono assicurare la correttezza dal punto di vista tributario dell'operazione, specie per non cadere nella

violazione delle disposizioni in materia di elusione o di c.d. “abuso del diritto”, cioè l’effettuazione dell’operazione come esclusivamente mirante a conseguire indebiti risparmi di imposte e priva di validi ragioni economiche, e più in generale, a verificare le eventuali problematiche fiscali della *target*. Infine, la società di revisione ha il compito di verificare la correttezza e la veridicità di quanto riportato nei bilanci della *target*, poiché le scritture contabili della *target* sono la base da cui partono tutte le ipotesi, le valutazioni e le analisi di fattibilità dell’operazione.

### **1.7 Il ruolo degli intermediari finanziari nelle operazioni di LBO**

Gli intermediari finanziari partecipanti ad un’operazione di *leveraged buy out* possono essere distinti in due categorie<sup>27</sup>:

- intermediari che offrono un servizio di c.d. “*origination*” e, quindi, di progettazione delle caratteristiche economiche e tecniche dell’intera operazione con i relativi strumenti finanziari. Generalmente questo tipo di intermediari apportano anche capitale di rischio;
- intermediari finanziari che conferiscono solo capitale di debito.

Al primo gruppo, di cui fanno parte solitamente intermediari specializzati o divisioni specializzate di banche, competono varie funzioni connesse all’organizzazione complessiva dell’intera operazione. Il ruolo di questi intermediari, che possiamo definire veri e propri sponsor dell’operazione, si esplica nella parola “*origination*”, cioè, come detto, tutta quella serie di operazioni legate alla progettazione della struttura dell’operazione, che brevemente schematizziamo come:

- l’analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società-bersaglio;
- l’individuazione di un prezzo d’acquisto congruo;
- la definizione della struttura finanziaria dell’operazione di *LBO* compatibile con le caratteristiche economico-finanziarie della società *target*;
- la predisposizione del c.d. “*offering memorandum*”;

---

<sup>27</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit.

- l'individuazione di un gruppo di finanziatori in grado di apportare le risorse finanziarie necessarie per l'acquisizione.

Analizzando punto per punto l'analisi delle caratteristiche economiche, finanziarie e patrimoniali della società-bersaglio, questa è volta a verificare se l'impresa abbia requisiti tali da poter essere oggetto di un'operazione effettuata con la tecnica del *leveraged buy out*. In caso affermativo, sarà compito dell'*originator* compiere le prime valutazioni atte a definire una base di partenza per il processo di negoziazione del prezzo fra le parti e per l'individuazione della possibile struttura finanziaria dell'operazione. Dopo aver individuato il prezzo d'acquisto, è ora possibile identificare la combinazione fra debito *senior*, subordinato ed *equity* più adatta alle caratteristiche ed alle specificità dell'operazione. L'obiettivo è sfruttare il più possibile la leva finanziaria, per ottenere un effetto "moltiplicativo" del rendimento dei fondi investiti a titolo di capitale proprio, tenendo conto di vincoli quali il livello di rischio definito accettabile dalle parti, ed ovviamente la capacità dell'impresa di produrre risultati economico-finanziari adeguati, cioè i flussi di cassa necessari per ripagare il debito contratto. Il processo è delicato, poiché necessita numerose analisi di scenario, per identificare possibili evoluzioni dell'operazione, allo scopo di verificare i margini di sicurezza dei diversi finanziatori, ognuno col proprio livello di propensione al rischio.

L'*offering memorandum* è un documento redatto dall'*originator* in cui viene presentata l'operazione in tutti i suoi aspetti economico-finanziari e vengono descritte nel dettaglio tutte le caratteristiche della società-bersaglio. Il *memorandum* è la base da cui i finanziatori valuteranno la bontà del progetto e quindi la concessione dei fondi necessari. Solitamente, il *memorandum* si compone di diverse parti, ognuna giocante un ruolo fondamentale:

- sintesi delle principali caratteristiche dell'operazione, per fornire un quadro generale ai potenziali fornitori di capitali;
- descrizione della società *target*, sua evoluzione storica, attuale assetto proprietario, sua struttura produttiva, organizzativa e commerciale;
- analisi del settore di operatività della società ed il suo posizionamento competitivo quindi evoluzione attesa del mercato, concorrenti, fornitori, clienti ecc.;
- analisi dei dati storici della società *target* in maniera approfondita;

- *business plan*, che comprenderà dati previsionali della società per i successivi 3/5 anni circa l'evoluzione del fatturato, della redditività operativa, degli interessi passivi, dei costi e quindi della redditività netta. Saranno inclusi quindi Stati Patrimoniali attesi futuri, ovviamente i cash-flow ed ovviamente, la già citata analisi di sensitività, per mostrare come i dati appena riportati potranno variare al variare dello scenario in cui l'impresa opera;
- se già completata, saranno esposti i risultati della *due diligence* svolta da società terze. I risultati della *due diligence* saranno comunque presentati al più presto dato che da essi dipendono naturalmente i prestiti necessari all'acquisizione;
- le possibili modalità di disinvestimento, l'individuazione cioè delle possibili *way-out*.

Una volta predisposto e presentato l'*offering memorandum*, l'intermediario sponsor dell'operazione dovrà concretamente raccogliere le risorse necessarie per l'acquisizione. Per tale attività, è prevista una commissione in funzione della percentuale dei finanziamenti ottenuti. In tema di remunerazione, il rendimento atteso per gli intermediari sponsor, solitamente si attesta in una forbice compresa fra il 25% ed il 35% annuo, a causa ovviamente dell'elevato rischio connesso all'operazione che vanno a sostenere. Ma la loro remunerazione, com'è facile immaginare, non è rappresentata dal dividendo, che talvolta potrebbe addirittura venir vietato per favorire il rimborso del debito, quanto dal guadagno in conto capitale tramite la cessione della partecipazione che essi possiedono. La dismissione della quota sottoscritta dall'intermediario sponsor avviene normalmente entro 3-5 anni (con un orizzonte temporale che potrebbe tuttavia essere più ampio in periodi di crisi o difficoltà del mercato), secondo diverse modalità:

- quotazione dell'impresa;
- cessione ad un acquirente strategico, spesso un concorrente diretto della *target* (c.d. "trade sale");
- cessione ad un intermediario finanziario che abbia il proprio focus su aziende a quello stadio del ciclo di vita (c.d. *secondary buy out*);
- vendita della quota al *management* od ai familiari, nel caso di operazioni di dimensioni relativamente ridotte;

- *break-up*, cioè la cessione separata delle singole aree strategiche d'affari dell'impresa, qualora quest'ipotesi consenta di creare maggior profitto rispetto all'ipotesi di cessione unica e totalitaria.

Per quanto riguarda il secondo tipo di intermediari, quelli cioè conferenti capitale di debito, dobbiamo innanzitutto distinguere fra intermediari conferenti capitale di debito *senior* e quelli conferenti debito di tipo subordinato.

La concessione di finanziamenti di tipo “*senior*” viene solitamente effettuata da un sindacato di banche, cioè un gruppo di intermediari con una banca “capofila” con funzioni di “regia” dell'operazione. Solitamente è la banca dal maggior *standing* creditizio del lotto, di dimensioni ampie e con già esperienze di operazioni di prestiti sindacati a dirigere le operazioni.

Il prestito viene poi ripartito fra tutti gli intermediari partecipanti al sindacato ed un ruolo importante lo gioca ancora l'intermediario sponsor, l'*originator* dell'operazione, in quanto è anche sulla sua reputazione, oltre che naturalmente in base al giudizio relativo all'intera operazione (*offering memorandum*, *due diligence* ecc.) che le banche partecipanti al sindacato decidono di sottoscrivere il prestito.

La determinazione dell'ammontare e del costo del finanziamento *senior* si basa su due variabili fondamentali: il valore delle attività a garanzia del prestito, che rappresentano le “ancore di salvataggio” in caso di fallimento dell'operazione, e l'entità e la dinamica dei flussi di cassa della società acquisita, la cui verifica si basa sull'analisi e sulle considerazioni basate sulle informazioni fornite dall'intermediario sponsor dell'operazione.

I finanziamenti *senior* sono di norma concessi ad un tasso variabile, *Euribor* o *Libor*, maggiorato di uno *spread*, che oscilla normalmente fra i 150 ed i 350 bp, in maniera direttamente proporzionale al grado di rischio ed alle caratteristiche della singola operazione. All'onere per gli interessi, si aggiungono poi oltre alle commissioni già menzionate per l'*originator* (lo sponsor dell'intera operazione) anche quelle da attribuire alla banca *leader* del sindacato, che si occuperà di collocare il debito stesso.

Nella fase di raccolta del debito *senior*, la variabile tempo assume importanza fondamentale, data l'esigenza di assicurare ai venditori una rapida conclusione dell'operazione di acquisizione. Capita infatti che, a seguito di ritardi nell'attivazione di

finanziamenti, specie di quelli subordinati, viene richiesto al sindacato delle banche che concede i finanziamenti *senior*, un ulteriore finanziamento-ponte, detto *bridge-loan*, che consenta la conclusione dell'operazione nel più breve tempo possibile.

Per quanto attiene invece agli intermediari conferenti debito subordinato, dobbiamo innanzitutto considerare che essi si trovano in una posizione particolarmente rischiosa, dato che la restituzione del prestito si basa sostanzialmente sulla realizzabilità del piano industriale, sulla base del quale è stato valutato e concesso il prestito stesso. Il tasso di interesse corrisposto quindi sarà sensibilmente più elevato rispetto ai creditori di tipo *senior*. L'offerta di debito subordinato proviene da fondi di investimento specializzati, ma anche compagnie assicurative, fondazioni e fondi pensione che intendono diversificare i propri impieghi, migliorandone la composizione rischio-rendimento.

## **1.8 La struttura finanziaria di un *LBO***

Oltre a quanto descritto nei paragrafi precedenti, per una più completa disamina delle operazioni di *LBO* risulta opportuno analizzare in dettaglio i diversi livelli e le diverse tipologie delle fonti di finanziamento. Prima di procedere però, è bene ricordare che non esiste una struttura finanziaria "standard", poiché ogni singola operazione è oggetto di una specifica analisi atta ad individuare la composizione ottimale fra le diverse fonti di finanziamento: capitale azionario, debito *senior*, debito subordinato. L'obiettivo generale è quello quindi di assicurare a ciascun partecipante all'operazione un rendimento coerente col grado di rischio assunto e, allo stesso tempo, creare una struttura finanziaria flessibile, per permettere all'impresa acquisita di raggiungere i prefissati risultati economici e finanziari.

### **1.8.1 Il capitale azionario**

È costituito dall'apporto effettuato dagli acquirenti in sede di costituzione della *NewCo*. Normalmente, rispetto al totale dei mezzi finanziari necessari per l'operazione di *LBO*, corrisponde ad una quota compresa fra il 10% ed il 30%. L'ammontare esatto è stabilito in funzione della leva finanziaria utilizzabile (a sua volta correlata dall'esigenza di rispettare la compatibilità finanziaria, economica ed in termini di rischio assumibile da parte di ciascun socio investitore), oltre che in base alle caratteristiche specifiche dell'investimento, nonché il ritorno atteso degli investitori.

L'apporto di capitale viene effettuato dagli stessi promotori dell'operazione di *LBO*: uno o più intermediari specializzati, e tutti quei soggetti che partecipano al particolare tipo di *LBO* (il *management* della società in caso di *MBO*, ad esempio). Generalmente, però, l'apporto di capitale proprio, da parte dell'intermediario finanziario sponsor dell'operazione viene effettuato anche quando non si tratta di un'operazione di *LBO* in senso stretto, quindi ad esempio un *MBO*, *management buy-out*. Questo per diversi motivi<sup>28</sup>, in *primis* in quanto i promotori dell'operazione spesso non dispongono di tutte le risorse finanziarie necessarie per integrare i fondi ottenibili a titolo di debito, in *secundis* l'intermediario sponsor partecipa al conferimento del capitale di rischio anche perché questo gli consente di controllare dall'interno, in qualità di socio, le strategie ed i comportamenti posti in essere dal management (o il nuovo *management* nel caso di *Management Buy-In*) per assicurarsi che questi non danneggino i suoi interessi.

La determinazione della percentuale di capitale di rischio e la conseguente ripartizione fra i vari soggetti partecipanti è quindi operazione delicata e complessa, è necessario infatti venire incontro a diverse esigenze, talvolta contrastanti:

- riuscire ad assicurare alla società acquirente una congrua dotazione di mezzi patrimoniali;
- permettere a soggetti quali il *management* o i familiari eventualmente partecipanti all'operazione di ottenere una significativa quota di partecipazione alla società, allo scopo di incentivarli all'assunzione, in sede di scelte aziendali, di decisioni volte alla creazione di valore per gli azionisti, e quindi di riflesso anche per loro;
- assicurare agli intermediari specializzati partecipanti all'operazione l'ottenimento di un adeguato rendimento del capitale conferito a titolo di *equity*, coerente col grado di rischio assunto.

Il *matching* fra queste diverse esigenze, concretamente, avviene tramite meccanismi quali:

- la fissazione di prezzi di emissione diversi per le azioni da attribuire alle diverse categorie di soci. Spesso infatti, coerentemente con la logica di incentivazione, il

---

<sup>28</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit.

management sottoscrive le azioni al valore nominale, mentre gli altri partecipanti versano in aggiunta un adeguato sovrapprezzo;

- la definizione di specifiche regole statutarie e la stipula di patti parasociali. Come già abbiamo accennato in sede di analisi del ruolo degli intermediari, sovente accade che vengano inserite delle clausole di *ratchets*, meccanismi contrattuali che legano la quota di partecipazione posseduta dal *management* e le *performance* da loro ottenute. Avremo quindi *upward ratchets* in caso di previsione di aumento della quota di proprietà in caso di *performance* positive, e di *downward ratchets* in caso di diminuzione della partecipazione posseduta a seguito di performance al di sotto di livelli prefissati. La prassi mostra come siano molto più frequenti le clausole di tipo *upward*, che incentivano il *management* a comportarsi in maniera efficiente.

### **1.8.2 Il debito Senior**

Per debito senior intendiamo il complesso dei finanziamenti a medio-lungo termine, a fronte dell'operazione di *LBO*, non subordinati rispetto ad altri debiti. La durata dei finanziamenti *senior* varia fra i cinque e gli otto anni, e il loro totale rimborso precede sempre l'ammortamento del debito subordinato e dell'eventuale mezzanino impiegati per completare il finanziamento dell'operazione. Il debito *senior* rappresenta normalmente oltre la metà del totale dei mezzi finanziari necessari per procedere all'operazione e viene erogato, come visto in precedenza, solitamente da sindacati di banche. Il pacchetto di garanzie previsto dagli intermediari finanziatori per la concessione di debito senior comprende solitamente:

- pegno sulle azioni rappresentative del capitale della *NewCo*;
- pegno sulle azioni rappresentative del capitale della *Target*;
- post-acquisizione, il pegno sui marchi e sugli immobili della *Target*.

Talvolta è previsto un periodo iniziale di “*capital and interest holiday period*”, detto anche “*grace period*” o periodo di grazia, con la finalità di evitare che il pagamento degli interessi ed il rimborso della quota capitale generi tensioni in una fase delicata come quella iniziale, successiva alla fusione fra *Target* e *NewCo*. Per quanto concerne le caratteristiche economiche dei prestiti, il tasso di interesse è fissato in relazione ad un tasso base di



riferimento, generalmente l'Euribor, più uno spread che remunererà adeguatamente il rischio che l'investimento porta in dote. A questo proposito, giova ricordare che i finanziamenti *senior* sono corredati da particolari vincoli, detti *covenants*, atti a tutelare ulteriormente i creditori dal rischio di possibili comportamenti opportunistici da parte del management. Esistono quindi due maggiori categorie di *covenants* sono:

- *covenants* “**negativi**”, che si sostanziano in divieti o limitazioni, ad esempio il divieto di ricorrere a nuovi debiti più *senior*, cioè dotati di garanzie più elevate, oppure limitazioni alla distribuzione di dividendi o all'ammontare di nuovi investimenti;
- *covenants* “**positivi**”, che invece assumono la forma di impegni a rispettare alcuni obblighi, come l'obbligo di utilizzo di eventuali surplus di cassa per il rimborso anticipato dei finanziamenti;
- *financial covenants*, che rientrano nella categoria dei *covenants positivi*, e consistono nell'obbligo di mantenere alcuni ratio all'interno di prefissati valori minimi e massimi. L'utilizzo di questo particolare tipo di *covenants* serve a porre rimedio agli ovvi fenomeni d'agenzia fra creditori e *manager* dell'impresa, in maniera che i creditori *senior* siano tutelati da comportamenti eccessivamente rischiosi da parte del management tali da mettere a rischio la solidità dell'impresa. Il mancato rispetto di queste condizioni comporta l'insorgere dell'obbligo di rimborso anticipato dei creditori *senior*.

I più frequenti sono:

- *Interest Coverage Ratio*. È il rapporto fra EBIT ed interessi passivi; è il rapporto più utilizzato, per la sua intuitività di comprensione. In genere si concorda un *floor* sotto il quale l'indicatore non può scendere compreso fra 1,5 e 2;
- *Financial Charge Coverage Ratio*. È il rapporto fra EBITDA e la somma di quota capitale e quota interessi del debito *senior* in scadenza. Le parti solitamente concordano anche qui che non si scenda al di sotto di un livello prefissato, intorno ad 1-1,2;

- *Gearing Ratio*. È il rapporto fra ammontare di debito senior e la somma di debito subordinato e capitale di rischio. Qui, al contrario dei precedenti, si stabilisce un valore massimo di 1,50-1,70;

### **1.8.3 Il debito subordinato**

Il debito subordinato, noto anche come “*junior*”, o, in presenza di determinate caratteristiche, come “Mezzanino”, è costituito dall’insieme dei finanziamenti il cui rimborso della quota interessi e della quota capitale è postergato rispetto al debito *senior*. In caso di dissesto infatti, i creditori *junior* sono “*residual claimer*” rispetto ai *senior*, verranno cioè rimborsati solo dopo che saranno stati soddisfatti completamente i creditori *senior*.

La durata di un prestito di tipo *junior* è compresa fra i cinque ed i dodici anni, e può essere collocato, in termini di combinazione rischio-rendimento, a metà strada fra il capitale di rischio ed il debito *senior*.

Lo stesso debito *junior* è stato, fino agli anni novanta, a sua volta caratterizzato da più livelli di subordinazione, ma, come detto, a partire dall’ultimo decennio del secolo scorso, anche le operazioni più complesse sono state “semplificate” con sostanzialmente tre livelli di subordinazione, appunto il debito *senior*, il debito subordinato ed il capitale di rischio. Provando ora a definire la forma tecnica del debito *junior*, è necessario ricordare ancora nelle operazioni di *LBO* l’onere degli interessi che una società si addossa impone restrizioni piuttosto severe sui flussi finanziari dell’impresa, da cui dipende il buon esito dell’operazione stessa. Per ridurre quest’onere nelle fasi delicate immediatamente successive alla conclusione dell’operazione, si è fatto spesso ricorso, nell’emissione di prestiti obbligazionari subordinati, a strutture di cedole differite che permettono all’emittente di posticipare il pagamento degli interessi e di non gravare immediatamente sui cash flow della neonata impresa (oltre al fatto che ci sono comunque i creditori *senior* da soddisfare in maniera prioritaria). In particolare, secondo Fabozzi e Modigliani, sono state sviluppate tre diverse categorie di obbligazioni con cedole differite:

- obbligazioni con interessi posticipati, nelle quali l’interesse viene pagato interamente alla fine, oppure con modalità *zero-coupon bond*, cioè emissione a prezzo scontato e rimborso al valore nominale;

- obbligazioni di tipo “step-up”. Inizialmente il livello della cedola è molto basso rispetto ai tassi di mercato, ma, all’avvicinarsi della scadenza, cresce all’avvicinarsi della scadenza stessa
- *obbligazioni con pagamento in natura, “Payment in Kind”*, che attribuiscono la possibilità di effettuare il pagamento della cedola tramite l’assegnazione di un’ulteriore obbligazione identica per scadenza, tasso d’interesse e valore nominale a quella già posseduta dal creditore.

Le obbligazioni, per loro natura, hanno una struttura dei rendimenti asimmetrica, nel senso che esse sono limitate superiormente, cioè il rendimento massimo è la cedola ed il valore nominale, mentre sono illimitate inferiormente, nel senso che si può perdere l’intero capitale conferito in caso di default dell’emittente. Per ovviare a questa asimmetria, la remunerazione del debito subordinato può comprendere anche gli *equity kicker*. Un *equity kicker* è, brevemente, un’opzione “*call*” od un *warrant* che consente al possessore di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore del capitale di rischio della neonata impresa. Il debito subordinato con *equity kicker* assume quindi forma ibrida fra capitale proprio e capitale di debito, e viene perciò chiamato “mezzanino”.

## **1.9 Gli aspetti giuridici e fiscali dell’operazione**

A questo punto, dopo aver indagato la tecnica del *leveraged buy out*, è necessario approfondire alcuni aspetti civilistici e fiscali accennati nei paragrafi precedenti finalizzati alla miglior comprensione dello sviluppo delle operazioni di *LBO* in Italia rispetto a quelle poste in essere nel resto d’Europa.

### **1.9.1 Aspetti civilistici**

Fino alla riforma del diritto societario, avvenuta con il D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, l’ordinamento italiano non presentava alcuna previsione specifica in relazione a questa tipologia di operazioni; conseguentemente esistevano significative problematiche di tipo interpretativo circa la liceità dell’operazione.

L’operazione di *leveraged buy out* infatti, veniva vista come mezzo tramite il quale si addiveniva ad una violazione delle disposizioni contenute nell’articolo 2358 del Codice civile, in cui si fa divieto alle società di accordare prestiti e fornire garanzie per l’acquisto o

la sottoscrizione di azioni proprie da parte di terzi ed accettare azioni proprie in garanzia (il cosiddetto divieto di “*financial assistance*”). Avendo a mente la struttura dell’operazione di *LBO*, la violazione dell’articolo suddetto era ipotesi non certo remota (successivamente alla fusione, le garanzie per i finanziatori sono i beni dell’impresa *target* e le azioni della stessa) ed il rischio di vedersi dichiarare nulla l’operazione era effettivo, anche in considerazione del fatto che per diverse volte la Cassazione si era espressa in maniera contraria all’operazione come avvenuto, ad esempio, con la sentenza 4 febbraio 2000 n. 5503 in cui in sostanza si dichiarava l’operazione in contrasto con il principio fissato dal già citato articolo 2358 del Codice civile secondo cui la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, né può accettare azioni proprie in garanzia.

La riforma del diritto societario ha tuttavia dato legittimità all’operazione, senza operare una modifica delle disposizioni contenute nell’articolo 2358 del Codice civile, norma di derivazione Comunitaria in materia societaria, bensì inserendo nel nostro ordinamento l’articolo 2501-*bis* in base al quale sono stati introdotti alcuni adempimenti procedurali per la legittimità dell’operazione.

Le procedure previste dall’articolo 2501-*bis* del Codice Civile riguardano tutte le operazioni di fusione tra società nelle quali una abbia assunto debiti (che devono quindi essere finalizzati all’acquisizione) al fine di acquisire il controllo della società bersaglio, oppure i debiti sottoscritti per l’acquisizione del controllo, per effetto della fusione, saranno garantiti e rimborsati dalla società risultante dalla fusione.

In questi casi quindi, trattandosi di operazioni di particolare complessità e criticità, non è possibile avvalersi di procedure semplificate, previste dagli articoli 2505 e 2505-*bis* del Codice civile, ma è necessario ottemperare ad adempimenti aggiuntivi rispetto alle suddette procedure, in particolare:

- in aggiunta a quanto previsto dall’articolo 2501-*ter* del Codice civile occorre indicare nel progetto di fusione le risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, allegando un *business plan* che evidenzi sia un piano industriale sia un piano finanziario, prestando attenzione alla sostenibilità dell’indebitamento in capo alla società risultante dalla fusione. Il

documento dovrebbe inoltre evidenziare le fonti delle risorse finanziarie necessarie per l'estinzione dell'indebitamento;

- in aggiunta all'articolo 2501-*quinquies* del Codice civile, la relazione degli amministratori deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. Se da un lato il piano strategico presente all'interno del progetto di fusione dimostra la sostenibilità dell'operazione, nella relazione degli amministratori vanno indicate le ragioni e gli obiettivi che essi si pongono con l'operazione;
- in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 2501-*sexies* del Codice civile, la relazione degli esperti deve contenere l'attestazione della ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, gli esperti dovranno quindi valutare la sostenibilità finanziaria del *business plan* e quindi la ragionevolezza dei dati su cui si basa l'operazione di *LBO*, mentre le società soggette a controllo contabile affidato ad una società di revisione devono allegare, al progetto di fusione, una relazione a questa affidata, che attesti la correttezza contabile dei dati esposti dagli amministratori e contenuti nel progetto di fusione.

### ***1.9.2 Aspetti fiscali***

Per quanto riguarda gli aspetti fiscali dell'operazione, essi sono, se possibile, ancor più peculiari di quelli più strettamente giuridici analizzati al paragrafo precedente. Volendo pertanto concentrare l'analisi solo sugli aspetti più critici, le problematiche maggiori in operazioni di *LBO*, dal punto di vista fiscale sono riassumibili come segue:

- la presenza di un eventuale disavanzo di fusione e la possibilità di rivalutare i beni dell'impresa *target* incorporata;
- la deducibilità degli interessi pagati sul debito usato per effettuare l'operazione ai sensi dell'articolo 96 del TUIR.

Per quanto concerne il primo aspetto, ricordiamo che a seguito dell'acquisizione, la società-bersaglio giunge a detenere una partecipazione di tipo totalitario nella *newco*, può quindi accadere che il valore della partecipazione iscritta a bilancio sia maggiore rispetto al

patrimonio netto nella stessa *target*. Ciò in ragione sostanzialmente per due ordini di motivi:

1. la presenza nel bilancio della *target* di attività sottovalutate, a causa del fatto che il costo storico sottostima il valore effettivo di mercato;
2. la presenza di un avviamento, da intendersi in questa sede come l'extra-reddito che si ottiene con l'impresa rispetto ad un investimento alternativo di ammontare pari al valore patrimoniale dell'impresa considerata.

Con riferimento, invece, al secondo aspetto, appare utile segnalare che, come visto, la struttura più diffusa di *LBO* è quella nella quale la holding si indebita per ottenere le risorse necessarie per l'operazione, e conseguentemente, si trova a sostenere interessi passivi. Quando viene presa la decisione di incorporare la società operativa, o di far incorporare la holding dalla operativa stessa, ci si scontra con le norme antielusive specifiche contenute nell'articolo 172, comma 7 del Tuir in base alle quali le perdite fiscali e le eccedenze di interessi passivi non dedotti possono essere riportate nei periodi di imposta successivi solo a condizione che la società che li ha generati risulti attiva, e quindi con certi livelli di ricavi e di dipendenti, e comunque nei limiti dell'ammontare del patrimonio netto contabile.

La holding naturalmente non soddisfa queste condizioni, per la sua stessa natura di *NewCo* e, quindi, si rischia di perdere un beneficio fiscale considerevole. Per ovviare a questo problema, è necessario attivare un'apposita procedura di interpello, dimostrando la valenza economica dell'operazione.

Qualora questa venga validamente sostenuta, dimostrando l'assenza di scopi elusivi nel complesso dell'operazione posta in essere, i due passaggi fondamentali dell'operazione, e cioè la presenza di una società veicolo (anziché l'investimento diretto nel capitale della società da acquisire) e la fusione (anziché il mantenimento della holding) sono considerati leciti anche da parte dell'Amministrazione finanziaria e, pertanto, non viene posta alcuna limitazione alla deducibilità degli interessi passivi<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> In questo senso, in passato, si sono espresse: la direzione regionale delle Entrate del Lazio (protocollo 2007/60974) la quale ha recepito il fatto che è necessario costituire una nuova società veicolo soprattutto in presenza di più soci e comunque in ogni caso per facilitare l'accesso ai finanziamenti e ha valutato la fusione come operazione necessaria per rimuovere un'inefficiente duplicazione; la direzione regionale delle Entrate delle Marche (protocollo 910-15262 del 2008) la quale ha sottolineato che di fatto l'operazione di *leveraged buy out* collide con le norme restrittive del Tuir, che quindi vanno disapplicate

### **1.10 Il mercato del *leveraged buy out***

Come anticipato nella premessa, negli ultimi anni, il mercato del *private equity* sta mostrando segni di ripresa rispetto ai difficili periodi post crisi del 2007. Tralasciando il mercato statunitense, che per molti aspetti mostra caratteristiche differenti, la situazione è ben rappresentata dal confronto di ciò che accade negli in Europa e nel contesto italiano riportata dal report annuale, relativo all'anno 2014, dell'EVCA (*European Private Equity & Venture Capital Association*).

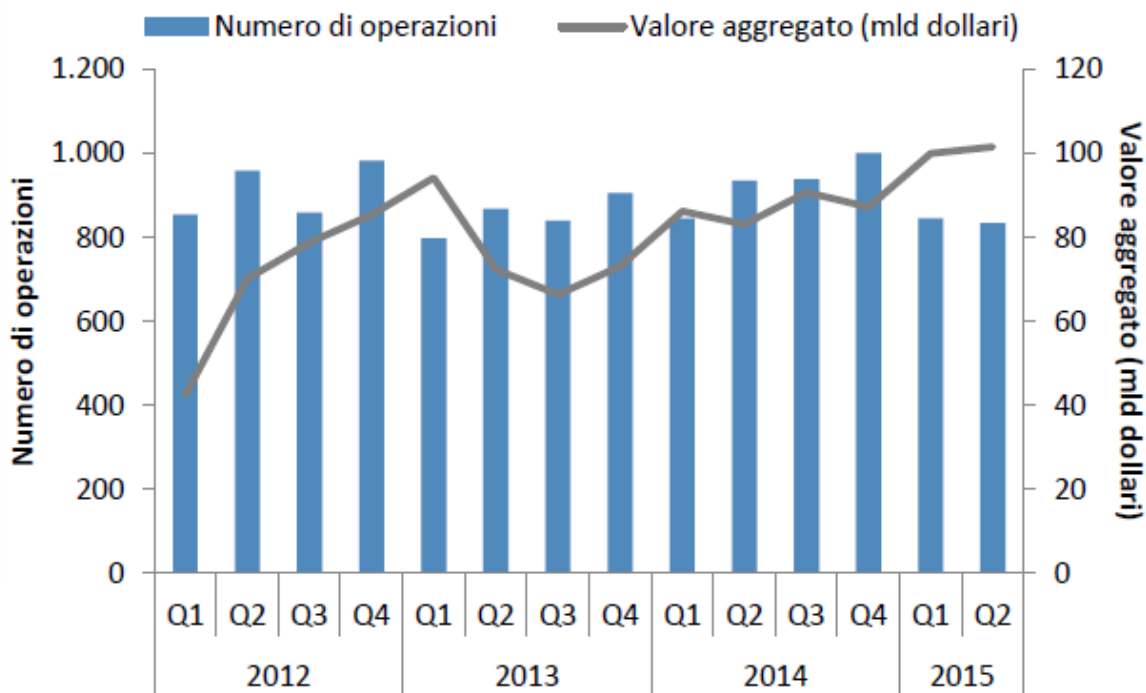
La crisi, che stiamo ancora affrontando, e che ha avuto il suo picco fra il 2008 ed il 2009, ha avuto un impatto devastante sulle attività di *buy-out* in Europa come nel resto del mondo, ma, diversi indicatori in crescita, quali l'ammontare di "*fund raising*", di investimenti e di disinvestimenti, sembrano incoraggianti.

Infatti, nel 2014 la raccolta di capitali ha raggiunto il totale complessivo di 44 miliardi di euro, il secondo miglior risultato negli ultimi 15 anni, gli investimenti sempre nel 2014 hanno superato i 41,5 miliardi di euro, mentre per quanto riguarda le *way-out*, l'inversione di trend sta continuando, con operazioni concluse per un valore di oltre 37 miliardi di euro, dei quali circa il 24% è rappresentato dalle operazioni di "*secondary buy-out*" ossia da un fondo di *PE* ad un altro.

---

perché sussistono motivi nella strategia imprenditoriale che viene adottata; la direzione regionale delle Entrate del Veneto (protocollo 907-14923 del 2009) che ha dichiarato non applicabile l'articolo 172 comma 7 del Tuir anche al caso di società veicolo preesistente acquistata sul mercato, sottolineando anche come la fusione sia prevista nell'accordo iniziale con il sistema bancario; la direzione regionale delle Entrate della Lombardia (protocollo 148482 del 2011) che ha confermato questa inapplicabilità, osservando che la società titolare dell'eccedenza di interessi passivi non è un soggetto depotenziato e svuotato di attività economica, bensì uno strumento tecnico di trasferimento di società; la direzione centrale normativa (protocollo 2013/38605 del 26 marzo 2013) che, infine, ha ulteriormente rafforzato tutti questi concetti, ritenendo non applicabile l'articolo 172 in quanto rivolto solo a operazioni riguardanti le cosiddette bare fiscali, e sottolineando come la fusione inversa rappresenti l'epilogo necessario dell'operazione di acquisizione.

Fig. 1 - Evoluzione dell'attività di private equity a livello internazionale.



Fonte: AIFI: Il mercato Italiano del private Equity, venture capital e private debt nel primo semestre 2015

### 1.10.1 L'impatto del mutato contesto economico

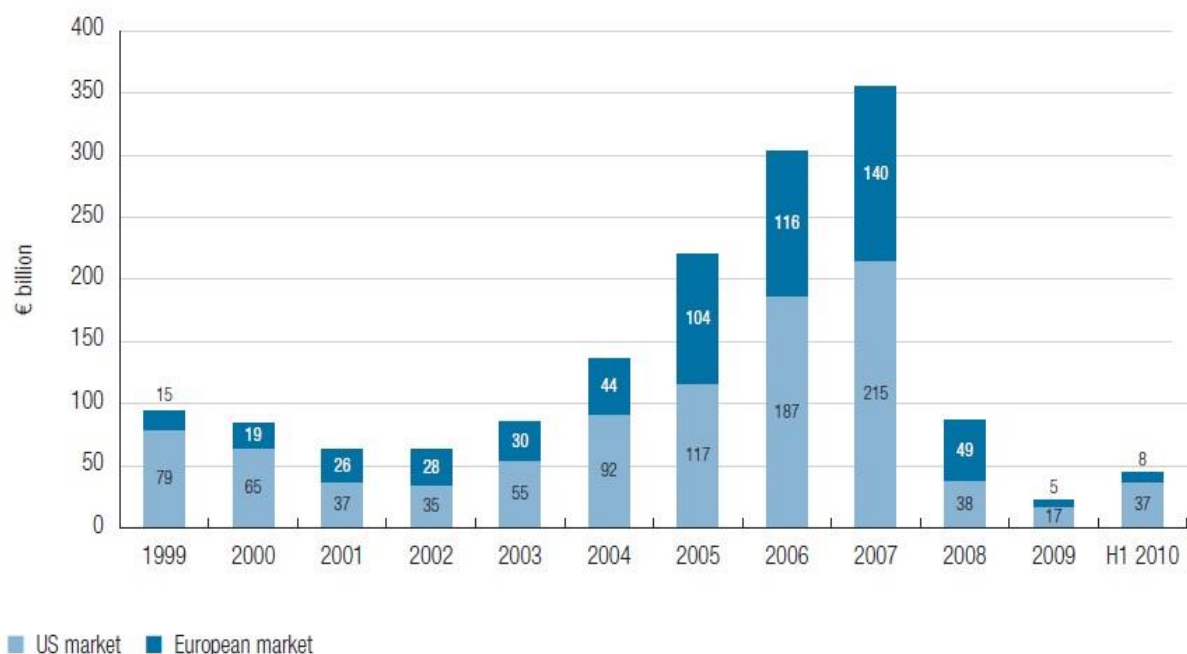
Volendo verificare quale sia l'impatto che il mutato contesto economico ha avuto e sta avendo sulle operazioni di *LBO* appare opportuno approfondire alcuni dati di dettaglio.

Dopo diversi anni di crescita ininterrotta, favorita da una favorevole combinazione di alcuni elementi, quali un contesto economico positivo, tassi d'interesse bassi, intensa attività e forte concorrenza fra i vari intermediari finanziari, il mercato del debito ha avuto un crollo improvviso con la crisi, a causa ovviamente del peggioramento repentino del contesto economico internazionale ed a fenomeni come il *credit-crunch*, che di fatto hanno prosciugato la liquidità disponibile. Dopo aver raggiunto livelli record nel 2007, infatti, i prestiti *senior* per operazioni di *LBO* sono crollati, nel 2008, dell'82% negli USA, passando da 215 miliardi di euro a 38 miliardi di euro, e del 65% in Europa, fino a raggiungere la quota di 49 miliardi di euro, con una successiva discesa che ha portato ai livelli minimi del 2009, nel quale l'attività di Europa ed Usa, complessivamente si è attestata intorno ai 22



miliardi di euro, in sostanza un decimo della sola attività “senior” degli stati uniti nel 2007. A partire dal 2010, tuttavia, si sono notati i primi segnali di inversione di tendenza, nonostante in Europa si sia registrato un trend minore rispetto a quanto accaduto negli USA, soprattutto a causa delle perplessità derivanti dalla crisi dei debiti sovrani che hanno fatto rallentare l’attività rispetto agli Stati Uniti, dove la crescita rispetto al 2009 è stata molto più accentuata. In ogni caso però, il volume di attività si è attestato su livelli molto bassi, la metà circa del 2008 e circa un decimo del 2007.

Fig.2 - Prestiti Senior in Europa ed Usa per operazioni di LBO



Source: Standard & Poor's LCD

This chart reflects the estimated primary volume to the US and European loan markets. Includes all private equity related transactions, including refinancings and recapitalisations.

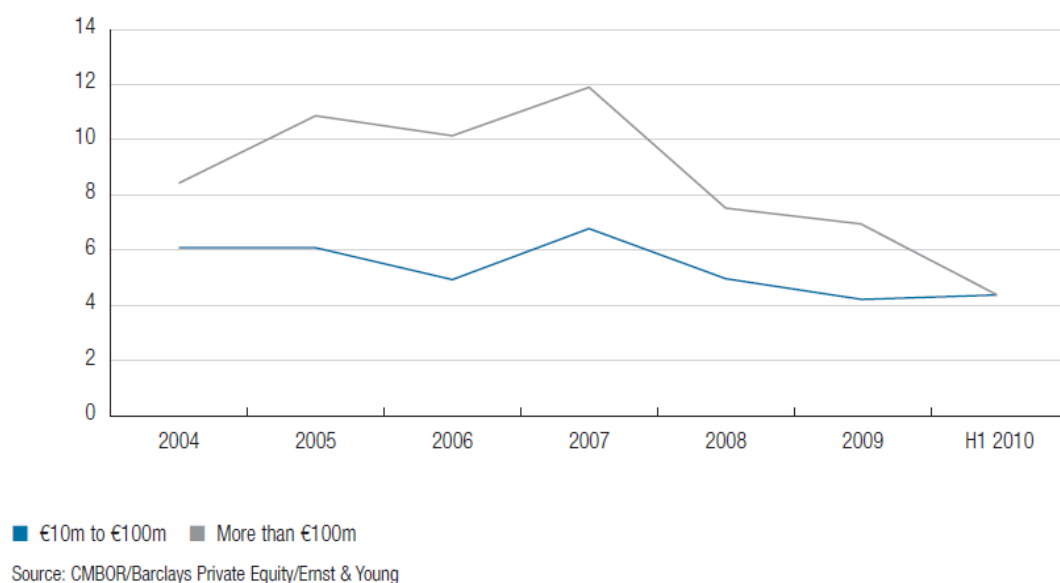
Altri sintomi del forte impatto che ha avuto la crisi possono essere riscontrati nell’analisi dei mutati quozienti Debito/Capitale Proprio.

Fino al 2007, infatti, le condizioni favorevoli del contesto economico avevano fatto salire vertiginosamente l’indicatore arrivando a 11,9 per *buy-out* superiori ai 100 milioni di euro, e 6,7 per le operazioni comprese fra i 10 ed i 100 milioni di euro.

Con il picco della crisi, questi “ratio” sono diminuiti, rispettivamente del 30% e del 25%, con un ulteriore calo nel corso del 2009.

Nel corso del 2010 invece, abbiamo assistito ad un fenomeno figlio del fatto che i concessionari di credito sono diventati molto più “conservatori”: i ratio per le operazioni oltre i 100 milioni di euro sono diminuiti ulteriormente, mentre i rapporti debito/*equity* hanno mostrato una risalita per le operazioni c.d. “intermedie”, ossia fino a 100 milioni di euro, toccando quota 4,4.

Fig. 3 - L'andamento del Debt to Equity Ratio nel corso degli anni compresi tra il 2004 e il 2010

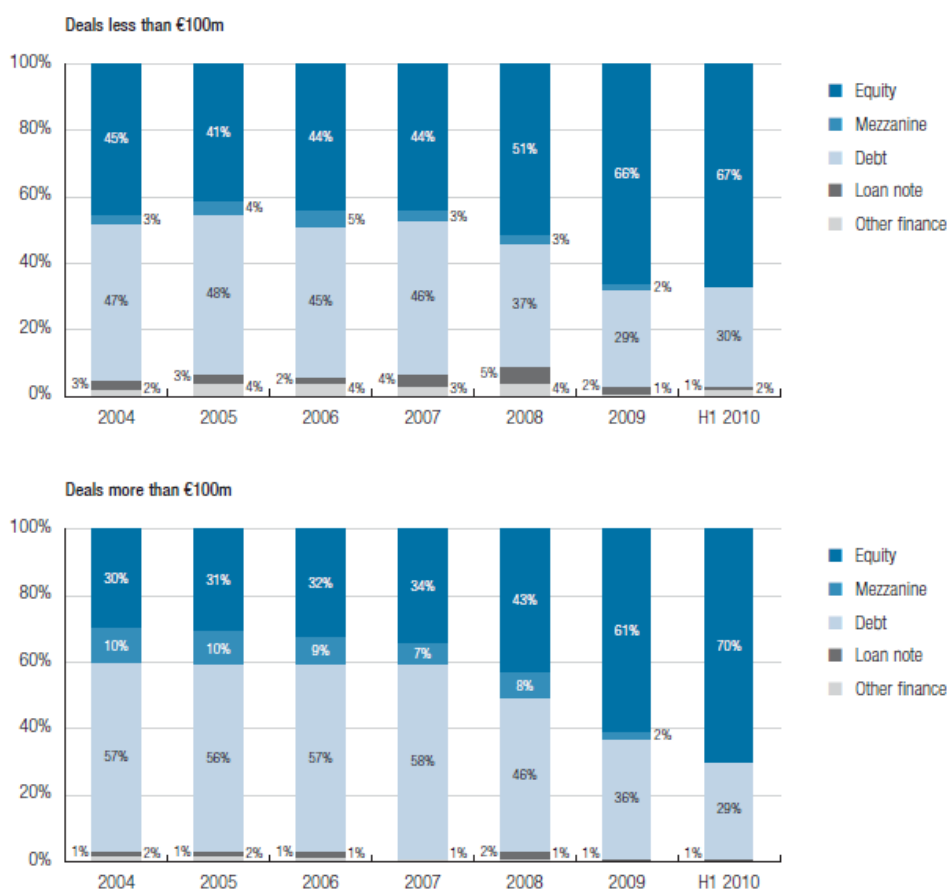


La crisi ha avuto come conseguenza primaria il fatto che le operazioni altamente “*leveraged*” non siano ora più viste in maniera positiva come in precedenza. Questo ha portato a decisi cambiamenti nella progettazione e strutturazione delle operazioni di *buy-out*, con la sempre maggior percentuale, dal 2008, di *equity*, a scapito del debito *senior* e del mezzanino.

Di conseguenza, “iniettando” più capitale di rischio nelle operazioni, si è preferito optare per transazioni più piccole mediamente di quelle ante-crisi, dato che operazioni con valore

superiore ai 100 milioni di euro sono diventate relativamente più “costose” con la percentuale di capitale proprio passata dal 34% del 2007 al 70% del 2010: in pratica è più che raddoppiata.

Fig. 4 - Come la struttura di un buy-out è andata modificandosi negli anni fino al 2010



Source: CMBOR/Barclays Private Equity/Ernst & Young

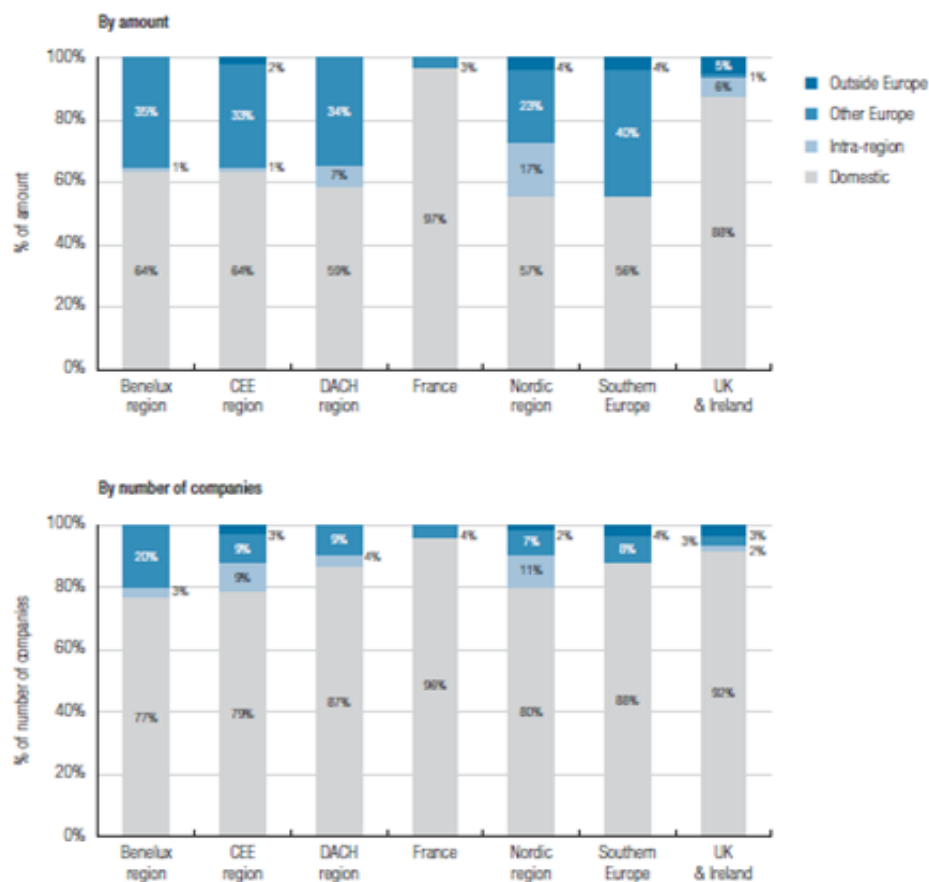
### 1.10.2 Come è cambiata l'attività di buy-out con la crisi

Anche per l'attività di *buy-out* la crisi post 2007 ha portato a radicali trasformazioni come dimostrano le evidenze del 2010.

Nel 2010, infatti, la maggioranza assoluta delle operazioni, nei vari paesi, è stata svolta da operatori nazionali, il che sta a significare che, in periodi di incertezza, la vicinanza alle proprie operazioni conta in modo significativo. Questa tendenza era verificata anche nei

periodi pre-crisi ma ha subito un significativo incremento proprio a causa della maggiore incertezza e del clima di diffidenza generale

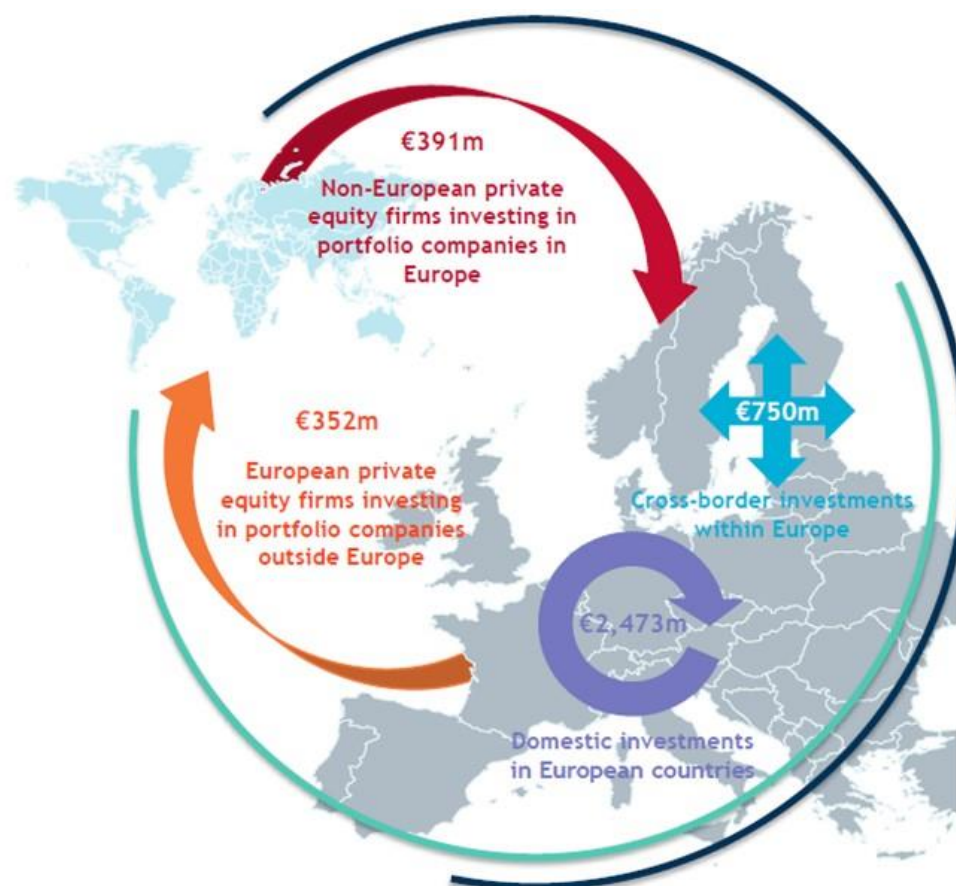
Fig. 5 - Flussi di capitali nazionali, Europei ed extra-Europei per volumi e per Paese di provenienza



Source: EVCA/PEREP\_Analytics

A distanza di quattro anni, lo schema non sembra essere cambiato considerato l'andamento dei flussi di capitale dai Paesi europei ed extra-europei e viceversa.

Fig. 6 - Andamento dei flussi di capitali dai Paesi europei ed extra-europei e viceversa



Fonte: EVCA

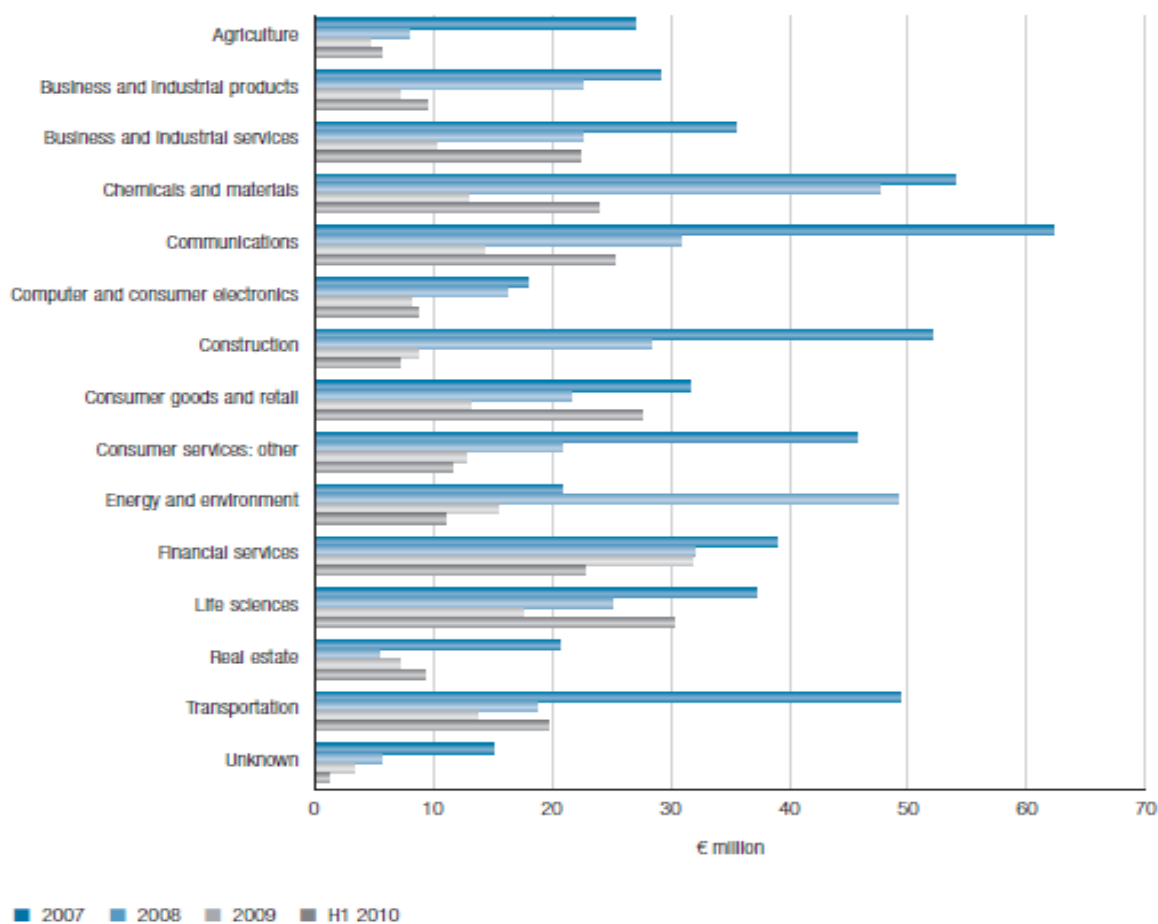
Per quanto concerne invece i settori industriali in cui si è concentrata l'attività di *buy-out*, anche qui possiamo notare dei cambiamenti di "focus" fra 2007, 2010 e 2014.

Nel periodo compreso tra il 2007 e il 2010, i settori dei prodotti industriali e dei beni di consumo risultavano leader incontrastati, con oltre 20 miliardi di euro l'uno, in particolare con 1.138 e 909 operazioni rispettivamente. Solo il settore dei prodotti industriali copriva infatti il 20% del totale delle operazioni.

Nel primo semestre del 2010 c'è stata tuttavia un'inversione di tendenza, con il settore dei beni di consumo e del *retail* arrivato a pesare per oltre il 20%, con oltre 130 operazioni per

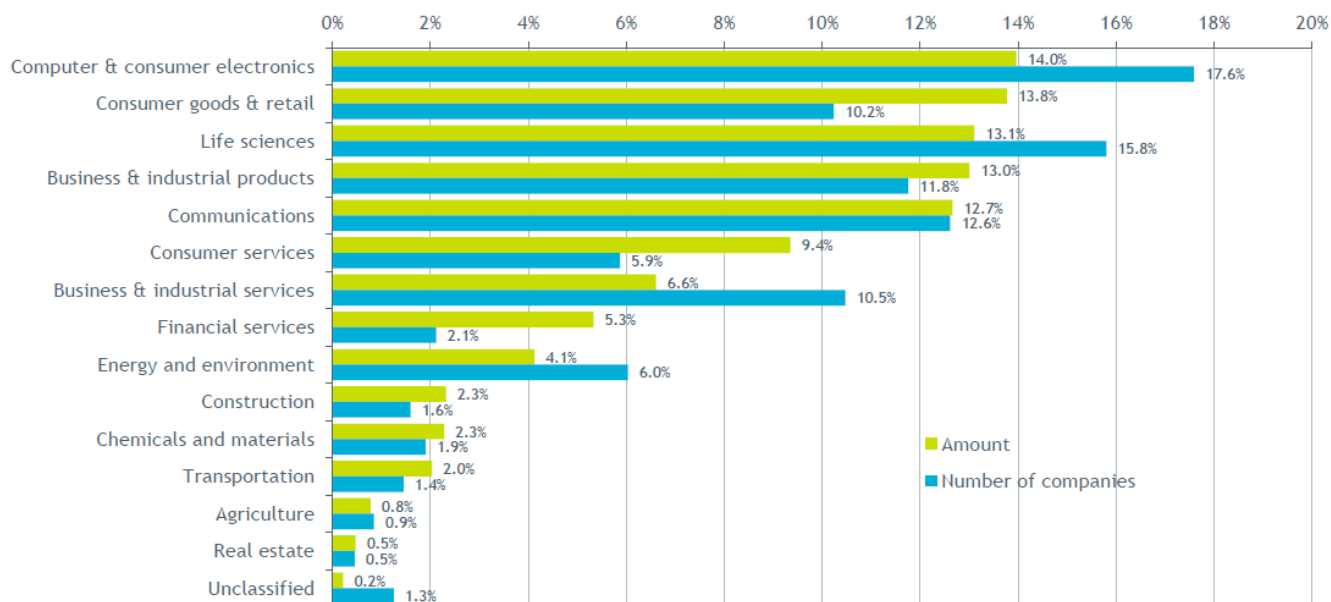
un controvalore di circa 4 miliardi di euro, dei quali la metà nel Regno Unito ed Irlanda. I settori che hanno subito maggiori cali rispetto ai livelli ante-crisi risultano essere quello dell'agricoltura, dei servizi al consumo ed il settore dei prodotti industriali, dove si sono più che dimezzati.

Fig. 7 - L'andamento, settore per settore, delle operazioni di buy-out dal 2007 al 2010



La fotografia al 2014 evidenzia, invece, la crescita del settore dell'informatica e dell'elettronica di consumo, arrivata a pesare per un importo pari al 14% del totale degli investimenti e del 17,6% del numero delle società

Fig. 8 - Gli investimenti del PE nel 2014 – analisi di settore



Source: EVCA / PEREP\_Analytics

### 1.10.3 Il leveraged buy out in Italia

L'analisi delle operazioni di *PE* in Italia necessita di alcune considerazioni preliminari. In Italia, infatti, lo sviluppo del mercato dell'*LBO* è stato limitato da una serie di problemi strutturali<sup>30</sup>:

- il quadro normativo-civilistico e fiscale a tratti sfavorevole o comunque poco chiaro fino alla riforma del diritto societario entrata in vigore il 1° gennaio 2004;
- il sistema finanziario.

Per quanto riguarda il primo punto, già analizzato ai precedenti paragrafi 1.9.1 e 1.9.2, tutti i dubbi circa la liceità dell'operazioni appaiono superati grazie proprio alla riforma Vietti del 2013 e alle successive pronunce di prassi.

Per il secondo punto invece, l'analisi della situazione del mercato evidenzia che in passato erano assenti operatori disposti a concedere finanziamenti sulla base di approcci diversi da quelli basati sulle garanzie patrimoniali, come gli immobili, ed inoltre il mercato mobiliare

<sup>30</sup> Sironi A. e Iannotta G. op. Cit.

non era così profondo da garantire l'IPO come *way-out* per il fondo o l'intermediario sponsor dell'operazione.

Con il passare degli anni, tuttavia, questi problemi sono stati progressivamente superati da un lato per effetto della sopra citata riforma del diritto societario, che ha garantito la liceità giuridica di queste operazioni e, dall'altro dall'ingresso nel nostro Paese di player specializzati e dalla maggiore esperienza degli operatori nazionali.

Da un punto di vista del mercato, il *leveraged buy-out* nel nostro paese ha caratteristiche peculiari, poiché storicamente ha visto come protagonisti dell'operazione:

- o imprese familiari, soprattutto nell'ottica del superamento delle problematiche connesse alla successione ed al ricambio generazionale, in maniera tale da favorire il trasferimento delle imprese a soggetti con maggiori motivazioni rispetto agli eredi ma che non disponevano di tutte le risorse per acquisire il controllo della società in questione;
- oppure per le privatizzazioni delle PMI di proprietà dello Stato (caso classico è quello del gruppo Seat-Pagine Gialle). In generale comunque questo tipo di operazioni, legate alle privatizzazioni, sono servite a dismettere le PMI in oggetto a prezzi coerenti con quelli di mercato, aumentando la platea degli investitori.

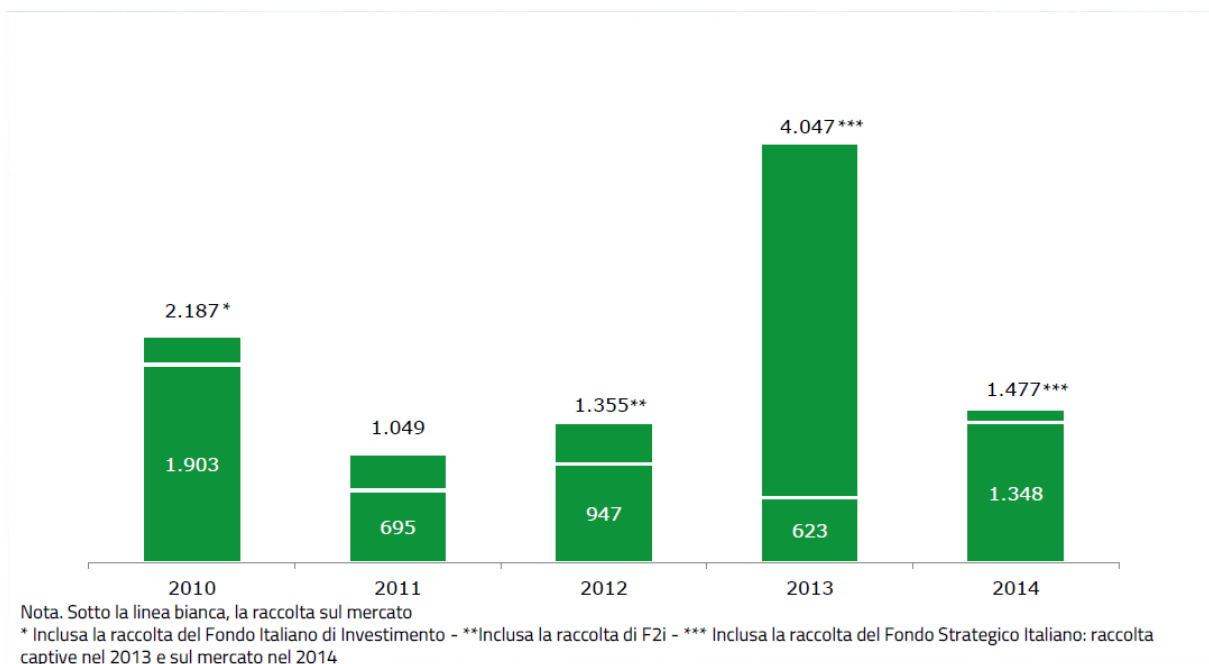
In questo contesto, il rapporto AIFI sul mercato italiano del *Private Equity* e del *Venture Capital* nel 2014 evidenzia una raccolta sul mercato pari a 1.348 milioni di euro, con un +116% rispetto ai 623 milioni del 2013. Il dato è tuttavia influenzato dalla forte raccolta di un operatore istituzionale, il Fondo Strategico Italiano, che ha ricevuto ingenti capitali dai fondi sovrani. Continua, tuttavia, la crescita del peso degli investitori esteri sulla raccolta in quanto, escludendo il contributo del Fondo Strategico Italiano, è pari al 45% del totale.

Da lato degli investimenti, invece, nel 2014 si registra un incremento del numero di operazioni di buyout, 91 rispetto alle 50 del 2013. È rimasto stabile, invece l'ammontare, pari a 2.181 milioni di euro di *equity* rispetto a 2.151 milioni di euro del 2013. In crescita, invece l'ammontare investito in *expansion* che passa da 914 milioni a 1.179 milioni di euro con un +29%; diminuisce il numero delle operazioni che passa da 138 a 101.

Dal medesimo rapporto possono essere desunti i principali indicatori, riportati nelle tabelle che seguono.

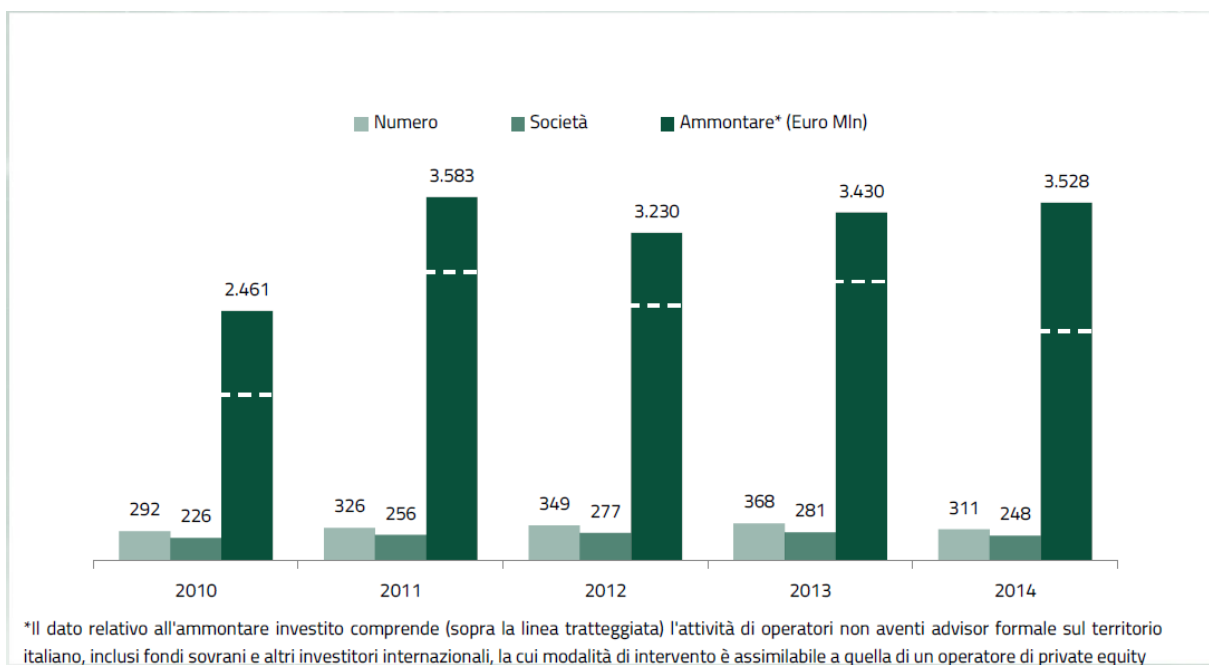


Fig. 9 - Evoluzione dei capitali raccolti 2010 - 2014



Fonte - AIFI

Fig. 10 - Evoluzione dell'attività di investimento 2010 - 2014



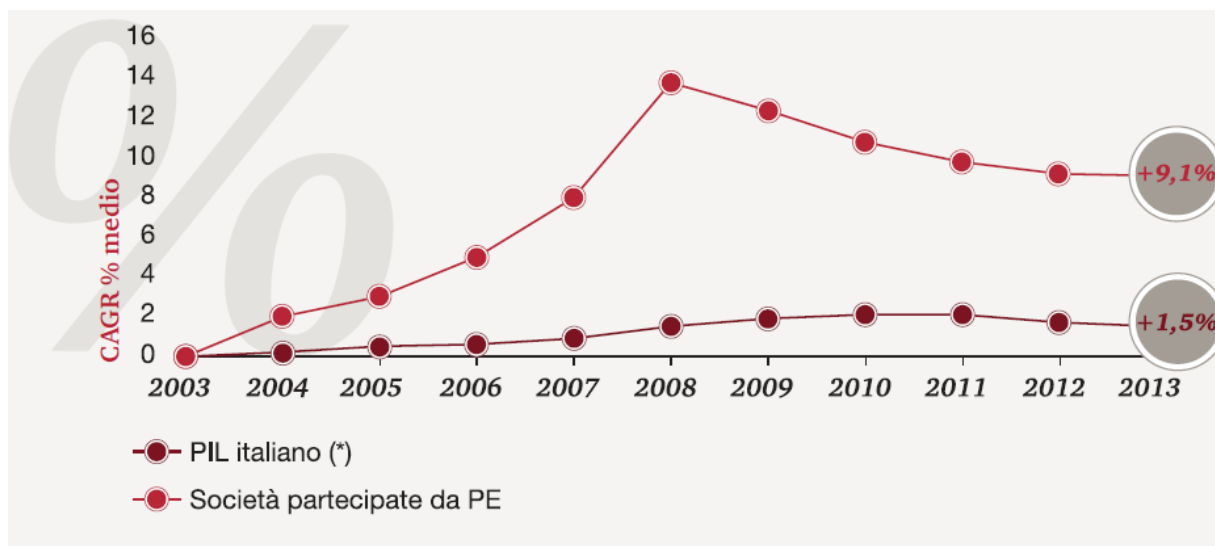
Fonte - AIFI

Concludendo la disamina appare utile soffermarsi su quello che risulta essere l'impatto economico del *Private Equity* in Italia.

A questo riguardo, uno studio fatto nel 2015 da *PricewaterhouseCoopers*<sup>31</sup> in merito all'analisi delle performance delle aziende possedute da operatori di *Private Equity* nel periodo 2003-2013 con un focus sulle operazioni di *Buy-out* e di *Venture Capital*<sup>32</sup> evidenzia come le agenzie gestite dal PE mantengono *trend* positivi di crescita negli anni, evidenziando performance superiori sia al PIL nazionale sia a quelle di aziende similari.

Lo studio mostra infatti che la crescita dei ricavi delle aziende in portafoglio ad operatori di *Private Equity* e *Venture Capital* pari al 9,1% nel 2013 evidenzia un *trend* di crescita significativamente più alto rispetto al quello del prodotto interno lordo italiano attestatosi all'1,5%.

Fig. 11 - Andamento dei ricavi delle società partecipate dal PE in raffronto con la crescita del PIL italiano



(\*) Il CAGR del PIL si riferisce al periodo 2003-2013

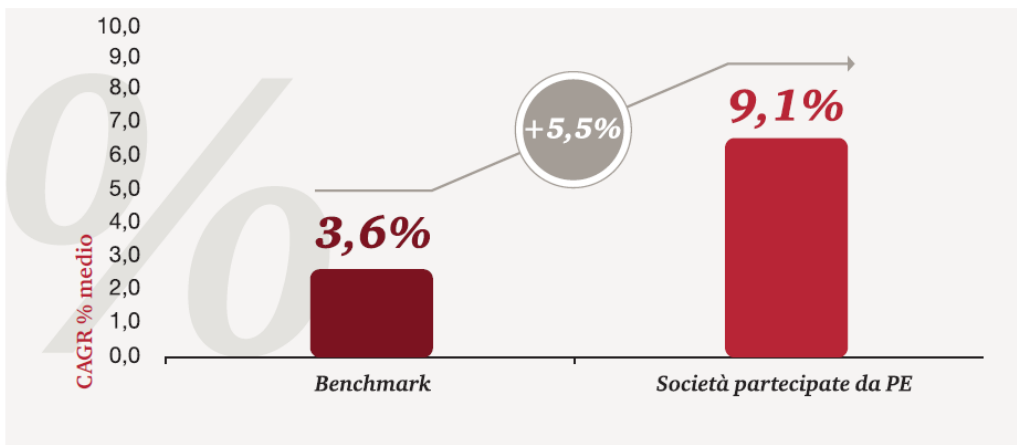
Fonte: ISTAT, AIFI e analisi PwC

Allo stesso modo, il tasso di crescita dei ricavi delle aziende possedute da operatori di *PE* e *Venture Capital* è risultato significativamente superiore rispetto al *benchmark*, come dimostra il grafico sottostante

<sup>31</sup> *PricewaterhouseCoopers, L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia, 2015.*

<sup>32</sup> Lo studio è stato condotto sulla base di un campione di 425 disinvestimenti (224 *Venture Capital* e 201 *Buy-out*) effettuati in Italia da operatori di *Private Equity* nel periodo 2003-2013.

Fig. 12 - Crescita dei ricavi nell'intervallo temporale 2003-2013



Fonte: AIFI e analisi PwC

## CAPITOLO 2: I MINIBOND

### 2.1 Premessa<sup>33</sup>

Le varie tipologie di obbligazioni, fra le quali si annoverano i cosiddetti *minibond*, costituiscono idonei strumenti di finanziamento rivolti anche all'universo delle piccole e medie imprese. Scopo di tali strumenti è quello di ridurre la cronica dipendenza delle PMI<sup>34</sup> dal canale bancario, favorendo così un sistema finanziario più orientato al mercato. In taluni casi si tratta di strumenti pensati *ex novo*; in altri casi, invece, il legislatore ha operato un mero *restyling* di strumenti già esistenti, cercando di superare i limiti che nel passato ne avevano penalizzato sviluppo e diffusione.

In Italia le PMI costituiscono il fulcro del sistema produttivo e, in considerazione della loro ridotta dimensione, le risorse finanziarie a loro disposizione sono limitate e spesso ne condizionano la crescita<sup>35</sup>.

Il ricorso al finanziamento mediante il capitale di rischio presenta evidenti limiti. Da un lato, infatti, l'autofinanziamento costituito dagli utili dell'esercizio non distribuiti è condizionato dall'andamento aziendale. Dall'altro, l'immissione di *equity* da parte dei soci risente spesso delle loro limitate capacità finanziarie.

L'ingresso di terzi con capitale di rischio, per lo più sotto la forma di interventi di *private equity*, è condizionato dalla ritrosia degli imprenditori ad aprire il capitale della propria società ad investitori terzi, con possibilità di perdere o comunque indebolire il controllo.

Storicamente, quindi, le PMI hanno fatto massiccio ricorso al capitale di terzi, segnatamente le banche. Di contro il ricorso diretto al mercato del credito non ha mai

---

<sup>33</sup> Il presente lavoro riprende e amplia lo studio pubblicato da F. Mariotti e A. Germani, *Minibond quale strumento per il finanziamento delle PMI: Profili civilistici e fiscali*, apparso sulla rivista *La gestione straordinaria delle imprese* n. 3-2015, Eutekne, con la collaborazione dell'autore.

<sup>34</sup> La definizione di "piccola e media impresa" è di derivazione comunitaria, in quanto la Raccomandazione 2003/361/CE distingue le microimprese dalle PMI, in funzione del loro organico e del fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale. In Italia è stata recepita dal decreto del Ministero delle Attività produttive 18.4.2005, che prevede le seguenti distinzioni, definendo: Media Impresa: organico inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro; Piccola Impresa: organico inferiore a 50 persone - fatturato o totale del bilancio annuale non superiore ai 10 milioni di euro; Micro Impresa: organico inferiore a 10 persone - fatturato o totale del bilancio annuale non superiore ai 2 milioni di euro.

<sup>35</sup> Cfr. Scheda informativa SBA 2013. Lo *Small Business Act for Europe* (SBA) è l'iniziativa faro dell'UE a sostegno delle piccole e delle medie imprese (PMI). I dati dello SBA per l'Italia relativi al 2013 fanno registrare una percentuale di micro imprese del 94,4%, di piccole imprese del 5% e di medie imprese dello 0,5%, per un totale delle PMI pari al 99,9%, contro una percentuale delle grandi imprese pari allo 0,1%.

costituito una significativa modalità di finanziamento per le medesime. Infatti, le dimensioni notevoli delle tradizionali emissioni obbligazionarie, i costi da sostenere, la difficile valutazione del profilo di rischio dell'emittente e, soprattutto, una normativa fiscale penalizzante hanno sempre tagliato fuori da questo canale di finanziamento le imprese di dimensioni piccole e medie.

Il massiccio ricorso al canale bancario è altresì spiegabile in virtù del tipico modello di proprietà chiusa e familiare della piccola e media impresa italiana; in un contesto del genere, infatti, il ricorso al *partner* bancario, la cui ingerenza nella gestione è assai limitata rispetto, ad esempio, ad un *private equity*, viene privilegiato dall'imprenditore, per via della minor informazione finanziaria richiesta e della limitata ingerenza nella gestione che caratterizzano il partner bancario.

Come anticipato anche nei paragrafi precedenti, questa situazione ha subito un forte stravolgimento a seguito della crisi finanziaria sviluppatasi a livello mondiale a partire dal 2007. Infatti, l'eccesso di liquidità aveva determinato un significativo incremento della leva finanziaria in quegli anni; d'altra parte, il forte ricorso alla tecnica della cartolarizzazione ha fatto sì che le banche abbiano ridotto l'attenzione alla qualità del credito erogato, nella errata convinzione che gran parte del credito stesso sarebbe stato in ogni caso smobilizzato attraverso ripetute operazioni di *securitization*.

Sull'evoluzione del credito alle piccole e medie imprese hanno influito anche i nuovi *standard* prudenziali stabiliti dal Comitato di Basilea. Le banche sono infatti chiamate ad analizzare con maggiore profondità la capacità dei clienti di rimborsare i prestiti e le caratteristiche del cliente sono sintetizzate in un *rating*. L'assorbimento del capitale di rischio, inteso come risorsa scarsa e costosa, rischia di determinare una perdita di interesse da parte delle banche verso le PMI ed una maggiore difficoltà da parte di queste ultime, viste per lo più come soggetti opachi e a basso *standing*, ad accedere al credito a prezzi competitivi.

In tale contesto, il legislatore italiano è intervenuto nel tentativo di ridurre la cronica dipendenza delle PMI dal sistema bancario e di promuovere un sistema più orientato al mercato in relazione al capitale di credito. Ciò è avvenuto attraverso una serie di interventi

normativi quali i c.d. decreti Crescita<sup>36</sup>, Crescita *bis*<sup>37</sup>, Destinazione Italia<sup>38</sup> e Competitività<sup>39</sup>, con i quali, in un orizzonte temporale di due anni, è stata ridisegnata la disciplina relativa agli strumenti finanziari innovativi a disposizione delle piccole e medie imprese italiane.

Da ultimo, non può non segnalarsi la previsione contenuta nello schema del decreto legislativo recante “Misure per la crescita e l’internazionalizzazione delle imprese”<sup>40</sup> volta ad abrogare la c.d. Legge Prodi<sup>41</sup>, ultimo vincolo fiscale a carico dell’emittente.

Di seguito l’analisi verrà concentrata in particolare sui cosiddetti *minibond*, con riguardo agli aspetti civilistici e fiscali.

## **2.2 Profili civilistici dei minibond**

I *minibond* sono titoli di credito, nello specifico obbligazioni, che possono essere emessi da un’impresa non quotata, il cui principale obiettivo è quello di raccogliere nuove risorse finanziarie, realizzando una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito. In tema di obbligazioni l’art. 2412 comma 1 c.c. stabilisce che *“La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite”*.

Il successivo comma 2 del predetto articolo stabilisce che *“Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”*.

L’art. 32 comma 26 del DL 83/2012 ha invece riformulato il comma 5 dell’art. 2412 c.c.,

---

<sup>36</sup> DL 22.6.2012 n. 83, conv. L. 7.8.2012 n. 134.

<sup>37</sup> DL 18.10.2012 n. 179, conv. L. 17.12.2012 n. 221.

<sup>38</sup> DL 23.12.2013 n. 145, conv. L. 21.2.2014 n. 43.

<sup>39</sup> DL 24.6.2014 n. 91, conv. L. 11.8.2014 n. 116.

<sup>40</sup> Si tratta dello schema di decreto legislativo che da attuazione agli articoli 1 e 12 della legge delega fiscale (Legge 11 marzo 2014, n. 23)

<sup>41</sup> Art. 3 comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549.

relativo ai limiti all'emissione delle obbligazioni di società azionarie, stabilendo che: *“I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni”*.<sup>4243</sup>

Confrontando le due versioni del predetto comma 5, si rileva che la vigente versione di fatto continua a prevedere un caso di esenzione rispetto al limite legale dell'indebitamento, ma viene ampliata sia la categoria di soggetti che ne possono beneficiare sia le tipologie di obbligazioni esenti da tale limite<sup>44</sup>. Infatti, rispetto alla previgente formulazione, che consentiva il superamento del limite legale solo in presenza di società con azioni quotate in mercati regolamentati e solo per le obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, la nuova formulazione del comma 5 amplia notevolmente la platea dei destinatari. Oltre al venir meno del requisito coincidente con la circostanza che l'emittente sia una società con azioni quotate in mercati regolamentati, le caratteristiche oggettive vengono ampliate nei seguenti casi:

- obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione;
- obbligazioni che danno diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni.

Come è inoltre possibile notare, il legislatore ha disciplinato questi nuovi strumenti finanziari per le imprese nell'ambito dell'art. 32 del DL 83/2012, ma ha di fatto anteposto i

---

<sup>42</sup> Come emerge dalla Relazione illustrativa al DL 83/2012 *“Le disposizioni contenute nell'articolo intendono semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando infine le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale. L'obiettivo del provvedimento è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei. L'introduzione della nuova regolamentazione Basilea III determina un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia. Il mutamento delle regole di «welfare», con il passaggio a sistemi previdenziali contributivi, preme per un aumento strutturale della propensione al risparmio a fini pensionistici integrativi, con domanda d'investimento correlata. Con le seguenti norme si mira ad aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento, per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine (previdenza, accumulazione, investimento) verso il sistema produttivo delle PMI nazionali. I beneficiari, definiti dal comma 1, sono le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione diverse dalle micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003”*.

<sup>43</sup> Il testo precedentemente in vigore era il seguente: *“Il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”*.

<sup>44</sup> Studio Consiglio Nazionale del Notariato 9.5.2014 n. 143-2014/I.

profili fiscali a quelli civilistici, che sono contenuti soltanto nell'ultimo comma del predetto articolo<sup>45</sup>.

## **2.3 Profili fiscali dei minibond**

Il DL 83/2012 in particolare, e in parte anche i decreti successivi, sono intervenuti a rimuovere le principali criticità del regime fiscale che avevano in passato ostacolato l'emissione dei titoli obbligazionari in capo alle PMI, consentendo quindi a queste ultime di beneficiare di misure fiscali meno penalizzanti, a condizione che l'emissione obbligazionaria sia quotata. Di seguito si analizzano le specifiche misure contenute negli interventi normativi, fornendo un quadro di raffronto con il regime previgente finalizzato ad individuare gli spunti di maggior interesse in un'ottica di sempre maggiore fruibilità di questi nuovi strumenti di finanziamento delle imprese.

### **2.3.1 Regime fiscale in capo ai sottoscrittori**

#### *2.3.1.1 Regime previgente*

Il regime fiscale antecedente all'entrata in vigore del DL 13.8.2011 n. 138, che ha unificato l'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, stabiliva all'art. 26 del DPR 600/1973 un obbligo di ritenuta in capo ai sostituti di imposta mediante applicazione di una ritenuta del 27%, che era ridotta al 12,50% per le obbligazioni e titoli simili di durata non inferiore a diciotto mesi e per le cambiali finanziarie, emessi da società ed enti, diversi dalle banche e dalle società con azioni negoziate in mercati di Stati membri della UE o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE) inclusi nella lista degli Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni<sup>46</sup>.

A seguito dell'intervento operato dall'art. 2 comma 6 del DL 138/2011, vi è stata

---

<sup>45</sup> Cfr. in tal senso Carrière P. "I minibond e le «nuove» obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico", *Le Società*, 2014, p. 183.

<sup>46</sup> La minore aliquota era consentita a condizione che il tasso di rendimento effettivo non risultasse superiore: al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni e i titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati sopra citati o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento dell'emissione; al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni ed i titoli simili diversi dai precedenti. Era altresì previsto che nel caso in cui il rimborso delle obbligazioni e titoli simili con scadenza inferiore a diciotto mesi avesse luogo prima di tale scadenza, sugli interessi e altri proventi maturati fino al momento dell'anticipato rimborso l'emittente dovesse corrispondere una somma pari al 20%.



l'unificazione al 20% dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale disciplinati dall'art. 44 del TUIR. Pertanto, gli interessi e gli altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili emessi da sostituti di imposta diversi dai grandi emittenti privati residenti non sono più soggetti a ritenuta con aliquote differenziate sulla base della durata e del tasso di rendimento effettivo; inoltre, è stato abrogato il prelievo del 20% in caso di rimborso anticipato.

Il regime dell'imposta sostitutiva disciplinato dal DLgs. 1.4.1996 n. 239 si applicava invece soltanto agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli simili emessi dai grandi emittenti privati (banche, società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati comunitari e Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella *white list* ed enti pubblici trasformati in società per azioni). Tale decreto prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva – prima del 20% e attualmente del 26%<sup>47</sup> – soltanto nei confronti dei percettori nettisti (vale a dire le persone fisiche, i soggetti dell'art. 5 del TUIR ad eccezione delle società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, gli enti non commerciali, i soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche) e l'erogazione dei proventi al lordo per i cosiddetti soggetti lordisti (ovvero i soggetti diversi dai nettisti)<sup>48</sup>. Inoltre, il DLgs. 239/1996 prevede l'importante estensione del regime di esenzione da imposta sostitutiva anche in capo ai soggetti non residenti<sup>49</sup>.

### 2.3.1.2 Regime attuale

L'art. 32 comma 9 del DL 83/2012 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal DLgs. 239/1996 anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di

---

<sup>47</sup> Modificata dall'art. 3 co. 1 del DL 24.4.2014 n. 66, conv., con mod., L. 23.6.2014 n. 89.

<sup>48</sup> Cfr. circolare Agenzia Entrate 6.3.2013 n. 4.

<sup>49</sup> L'art. 6 co. 1 del DLgs. 239/1996 stabilisce che: “*Non sono soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli simili di cui all'articolo 2, comma 1, percepiti da soggetti residenti in Stati o territori inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Non sono altresì soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli simili percepiti da: a) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia; b) gli investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi di cui al primo periodo; c) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato*”.

negoziiazione.

Tecnicamente, infatti, è stata disposta la modifica dell'art. 1 comma 1 del DLgs. 239/1996 nella maniera che segue: *“La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, emesse da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime”*. Pertanto l'ultimo capoverso del comma 1 dell'art. 1 del DLgs. 239/1996, come modificato dall'art. 32 comma 9 del DL 83/2012, introduce l'esenzione della ritenuta del 26% in caso di emissione di *minibond* da parte di società che non corrispondono alla categoria dei grandi emittenti, a condizione che questi titoli siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

L'inclusione di questi titoli nell'ambito della disciplina del DLgs. 239/1996 si applica a quelli emessi a decorrere dalla data di entrata in vigore del DL 83/2012, ovvero dal 26 giugno 2012.

Occorre invece notare che la ritenuta dell'art. 26 del DPR 600/1973 resta comunque applicabile nei casi di obbligazioni e titoli similari non quotati emessi da società con azioni non negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Va anche detto che per la prima volta vengono equiparati ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione, esercitati da imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. Tali sistemi sono autorizzati dalla CONSOB e l'elenco aggiornato

dei medesimi è disponibile sul sito internet dell'Esma<sup>50</sup>.

In base a queste rilevanti modifiche normative, gli interessi relativi ai cosiddetti *minibond* e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 26%, ai sensi dell'art. 26 del DPR 600/1973 ma sono anch'essi assoggettati al regime dei titoli dei c.d. grandi emittenti disciplinato dal DLgs. 239/1996. Conseguentemente:

- verrà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale (c.d. nettista),
- ovvero l'erogazione senza alcun prelievo alla fonte sia quando il percipiente è una impresa – società o ente commerciale – residente in Italia (c.d. lordista), sia quando il percettore è un soggetto residente all'estero ma in un Paese *white list*.

Questo beneficio riduce il carico di adempimenti sia per l'emittente sia per il sottoscrittore; inoltre dovrebbe essere in grado di veicolare un maggior afflusso di capitali dall'estero<sup>51</sup>.

In questo contesto, si inserisce l'ulteriore modifica normativa introdotta dall'art. 21 comma 1 del DL 24.6.2014 n. 91. Esso, infatti, ha modificato l'art. 1 comma 1 del DLgs. 239/1996, *estendendo l'esenzione dalla ritenuta anche al caso di obbligazioni e titoli similari e cambiali finanziarie che non siano negoziati, purché siano detenuti da uno o più investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del DLgs. 58/1998*. Come indicato nei lavori del Senato<sup>52</sup> per l'approvazione del decreto legge in questione, questa misura è destinata ad agevolare le operazioni cosiddette di *private placement*, ampiamente diffuse nei mercati internazionali.

Il successivo comma 2 dell'art. 21 del DL 91/2014 ha modificato il comma 9-*bis*<sup>53</sup> dell'art. 32 del DL 83/2012 prevedendo che *“La ritenuta di cui all'articolo 26, comma 1, del*

---

<sup>50</sup> <http://mifiddatabase.esma.europa.eu>.

<sup>51</sup> Cfr. in tal senso circolare Assonime 16.12.2013 n. 39.

<sup>52</sup> Cfr. A.S. 1541: *“Conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea”* consultabile su [www.senato.it](http://www.senato.it)

<sup>53</sup> Tale disposizione, poi modificata dal DL 91/2014, era stata introdotta originariamente dal DL 23.12.2013 n. 145, nella seguente formulazione *“La ritenuta del 20 per cento di cui all'articolo 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie”*.

*decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari e delle cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio, istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali titoli e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. La composizione del patrimonio e la tipologia di investitori deve risultare dal regolamento dell'organismo. La medesima ritenuta non si applica agli interessi e altri proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130, emittenti titoli detenuti dai predetti investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali obbligazioni, titoli similari o cambiali finanziarie".* Pertanto è prevista la disapplicazione della ritenuta alla fonte per i proventi percepiti da OICR istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione Europea, a condizione che il loro patrimonio sia investito per oltre il 50% nei suddetti titoli e le quote di tali organismi siano detenute esclusivamente da investitori qualificati. Inoltre, come chiarito nel comunicato congiunto dei Ministeri dello Sviluppo economico e dell'Economia e delle Finanze<sup>54</sup>, tale misura è finalizzata all'estensione della disapplicazione della ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e dei titoli similari corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono, allo scopo di eliminare una residua asimmetria di trattamento fiscale in capo alle suddette operazioni di cartolarizzazione.

### **2.3.2 Deducibilità in capo al soggetto emittente**

#### **2.3.2.1 Regime previgente**

Prima dell'introduzione del DL 83/2012 il regime fiscale in capo all'emittente di obbligazioni era disciplinato dalle regole ordinariamente previste dall'art. 96 del TUIR, al netto di quelli indeducibili in modo assoluto per effetto di specifiche disposizioni delle quali resta ferma l'applicabilità in via prioritaria<sup>55</sup>. In particolare, in relazione agli interessi

---

<sup>54</sup> Presentazione MISE-MEF del 18.6.2014 consultabile sul sito [www.governo.it](http://www.governo.it).

<sup>55</sup> L'art. 96 del TUIR prevede la deducibilità degli interessi passivi, al netto di quelli attivi e dei proventi assimilati, nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL), consistente nella differenza fra il valore e i costi della produzione previsti dalle lett. A) e B) dell'art. 2425 c.c., con

derivanti da prestiti obbligazionari vigeva la limitazione prevista dall'art. 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549<sup>56</sup>. Tale disposizione, che limita la deducibilità degli interessi passivi sulla base dei parametri di rendimento del prestito obbligazionario, non si applica agli interessi passivi relativi alle obbligazioni e titoli simili emessi dai c.d. grandi emittenti, i quali restano soggetti esclusivamente alle regole fissate dall'art. 96 del TUIR.

#### 2.3.2.2 *Regime attuale*

L'art. 32 comma 8 del DL 83/2012 prevede che la specifica indeducibilità stabilita dall'articolo 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549 non si applichi alle cambiali finanziarie e ai *minibond*. In particolare, con riferimento al soggetto emittente, la norma prevede che si tratti di soggetti con azioni non quotate, diverse dalle banche e dalle microimprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6.5.2003<sup>57</sup>. Essa tuttavia introduce due condizioni alternative che debbono essere soddisfatte per non incorrere nella speciale indeducibilità prevista dalla L. 549/1995.

La prima condizione consiste nel fatto che questi titoli obbligazionari siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi dell'Unione Europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list*. In questo senso, il legislatore ha previsto che la condizione della quotazione costituisca un elemento di garanzia che consente di beneficiare della disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995, senza dover effettuare altre verifiche; in tal caso si applicano soltanto i limiti alla deducibilità degli interessi passivi stabiliti dall'art. 96 del TUIR.

Come chiarito al riguardo dall'Agenzia delle Entrate con la circolare 6.3.2013 n. 4:

---

esclusione delle poste previste al n. 10, lett. a) e b), e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali.

<sup>56</sup> Tale normativa prevedeva la deducibilità degli interessi a condizione che, al momento dell'emissione, il tasso di rendimento non fosse superiore: al doppio del tasso ufficiale di rendimento applicato su obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli stati membri dell'UE e degli stati aderenti all'accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white list*; al tasso ufficiale di riferimento, aumentato di due terzi, applicato alle obbligazioni e ai titoli simili diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse stato superiore ai limiti sopra descritti, gli interessi passivi eccedenti tali limiti erano indeducibili dal reddito d'impresa.

<sup>57</sup> Si definisce micro-impresa quella che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure possiede un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

- il requisito della quotazione deve essere verificato al momento dell'emissione delle obbligazioni, dei titoli simili e delle cambiali finanziarie<sup>58</sup>;
- qualora, in un momento successivo all'emissione di tali titoli, gli stessi perdano il requisito della quotazione (*delisting*), agli interessi e agli altri proventi da essi derivanti continuerà ad applicarsi il regime di deducibilità di cui all'art. 96 del TUIR e non la limitazione speciale alla deducibilità dettata dalla L. 549/1995.

La seconda condizione subentra invece nel caso in cui le cambiali finanziarie, le obbligazioni e i titoli simili non siano quotati; in tal caso la disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995 è possibile al verificarsi di tutte le seguenti condizioni:

- gli strumenti finanziari siano detenuti da investitori qualificati, come definiti ai sensi dell'art. 100 del DLgs. 58/1998 (TUF)<sup>59</sup>;
- tali investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie e per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente;
- il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Il limite del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente è stato peraltro inserito allo scopo di evitare un'attribuzione di interessi che mascheri dividendi e, più in generale, un fenomeno di erosione dell'imponibile societario.

Per quanto concerne la qualificazione del socio rileva tanto il possesso delle azioni ordinarie quanto di quelle speciali (azioni privilegiate, postergate, di godimento, prive del diritto di voto o con voto limitato o subordinato)<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> Ciò in analogia a quanto precisato con riferimento al requisito della quotazione delle azioni delle società per azioni contenuto nella circolare Min. Finanze 23.12.1996 n. 306.

<sup>59</sup> Come individuati dalla CONSOB con regolamento 29.10.2007 n. 16190.

<sup>60</sup> Come chiarito dall'Agenzia delle Entrate nella circolare n. 4/2013. Nell'occasione l'Amministrazione finanziaria ha altresì chiarito che per il calcolo della percentuale di partecipazione si deve tener conto dell'effetto demoltiplicativo. Ciò è stato illustrato con il seguente esempio:

- Investitore qualificato A sottoscrive obbligazioni della società emittente;
- Investitore A detiene partecipazioni pari al 50% del capitale sociale della società Alfa;
- Società Alfa detiene partecipazioni pari al 3% del capitale sociale della società emittente.

In tale ipotesi la quota di partecipazione indiretta nella società emittente posseduta dall'investitore qualificato A è pari al 50% del 3%, vale a dire 1,5%.

Con riferimento al beneficiario effettivo, la condizione richiesta è quella di una localizzazione del medesimo in un Paese di residenza che consenta un adeguato scambio di informazioni<sup>61</sup>. Il percettore degli interessi si qualifica come beneficiario effettivo quando riceve i flussi come beneficiario finale e non come intermediario, agente, delegato o fiduciario di altri soggetti<sup>62</sup>.

Secondo la prescritta disciplina, l'emittente dovrà, allo scopo di dedurre gli interessi passivi, verificare la presenza delle tre condizioni in precedenza esaminate, acquisendo apposita certificazione del sottoscrittore o del successivo acquirente, nella quale costui attesti di possedere tutte le condizioni richieste dall'art. 32 comma 8 del DL 83/2012 per la disapplicazione della limitazione alla deducibilità degli interessi prevista dall'art. 3 comma 115 della L. 549/1995. Tale limitazione resta valida in relazione ai titoli sottoscritti dai soggetti che non rispettano le citate condizioni e per quelli emessi dalle micro imprese.

Infine, come chiarito nella relazione all'art. 36 del DL 179/2012, l'eventuale indeducibilità si applica soltanto *pro quota*, in relazione agli interessi dei titoli detenuti da investitori non qualificati o da soci che partecipano al capitale o al patrimonio in misura superiore al 2% e/o agli interessi il cui beneficiario effettivo non sia residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni, maturati durante il periodo di possesso, e non a tutti i titoli emessi.

Per l'emittente tali novità si applicano ai titoli emessi a partire dalla data di entrata in vigore del DL 179/2012 (20 ottobre 2012)<sup>63</sup>.

Come anticipato in premessa, tuttavia, la complessa disciplina appena descritta è, al momento, oggetto di un completo ed opportuno riesame da parte del legislatore.

Infatti, il comma 2 dell'art. 4 dello schema di decreto legislativo recante "Misure per la

---

<sup>61</sup> Come chiarito sempre dalla circolare Agenzia Entrate n. 4/2013 ciò trova spazio in presenza di una convenzione per evitare la doppia imposizione o uno specifico accordo internazionale (ad esempio un *tax information exchange agreement* – TIEA).

<sup>62</sup> Come chiarito nella circolare Agenzia Entrate 2.11.2005 n. 47, affinché possa considerarsi beneficiario effettivo, occorre che il soggetto che percepisce gli interessi tragga un proprio beneficio economico dall'operazione di finanziamento posta in essere e che, quindi, non possa considerarsi come mero "veicolo" attraverso cui i flussi di reddito conseguiti si limitano a "transitare" in favore di altri soggetti.

<sup>63</sup> Come evidenziato anche da Assonime nella citata circolare n. 39/2013, le novità presentano una decorrenza differenziata per ciò che riguarda l'emittente e il sottoscrittore.

crescita e l'internazionalizzazione delle imprese” (Atto Camera n. 161)<sup>64</sup>, dispone l'abrogazione dell'art. 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549.

Si tratta di una disposizione assai positiva che certamente consentirà il pieno sviluppo dei minibond, con ricadute positive sulla liquidità delle imprese e sulla loro capacità di investimento.

### **2.3.3 Deducibilità dei costi di emissione**

In relazione alle spese sostenute per l'emissione delle obbligazioni, l'art. 32 comma 13 del DL 83/2012 stabilisce che tali spese sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

La circolare n. 4/2013 aveva già chiarito che nel caso specifico vale il principio di cassa. Come ribadito dalla stessa Agenzia delle Entrate con la circolare 26.9.2014 n. 29:

- tale disposizione attribuisce la rilevanza fiscale di tali oneri secondo il principio di cassa, indipendentemente dall'imputazione a Conto economico, consentendo, quindi, di dedurre le spese in questione in via anticipata;
- la norma non intende però superare in modo assoluto il criterio generale di deducibilità per competenza delle suddette spese di emissione, seguendo la ripartizione contabile effettuata in più esercizi e lungo la durata dell'operazione di finanziamento;
- la deducibilità per cassa delle spese di emissione dei titoli obbligazionari, titoli similari e delle cambiali finanziarie, va infatti considerata una facoltà e non un obbligo, in linea con la *ratio* di natura agevolativa che caratterizza l'intero “decreto Crescita”.

Come chiarito anche da Assonime nella circolare n. 39/2013:

- si tratta di un beneficio, in quanto i principi contabili normalmente prevedono una ripartizione degli oneri di emissione in più esercizi e lungo la durata dell'operazione di finanziamento;

---

<sup>64</sup> Al momento della chiusura dell'articolo lo schema di decreto legislativo era presso l'esame delle Commissioni Finanze della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica chiamate a rilasciare apposito parere.



- la rilevanza fiscale attribuita a questi oneri secondo il principio di cassa, indipendentemente dall'imputazione a Conto economico, dunque, consente di dedurre gli oneri in questione in via anticipata.

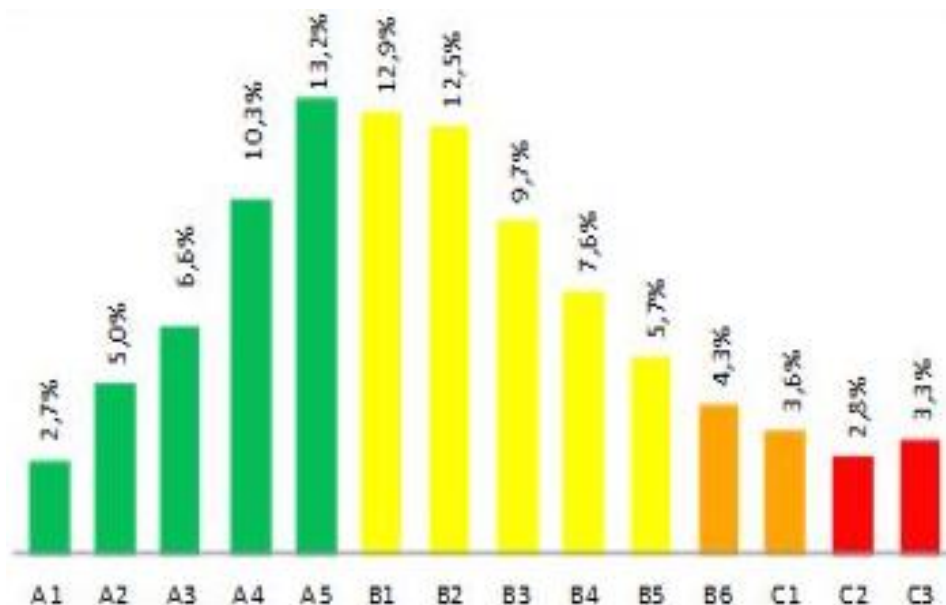
## **2.3 Il mercato italiano dei minibond**

### ***2.3.1 La potenziale dimensione del mercato***

L'industria dei mini-bond (ovvero titoli obbligazionari e cambiali finanziarie emessi da piccole e medie imprese) è nata in Italia grazie proprio alle innovazioni normative apportate fra il 2012 e il 2013 che, come visto nei paragrafi precedenti, hanno introdotto la possibilità di raccogliere capitale sul mercato attraverso questi strumenti anche per le imprese non quotate che rappresentano il cuore del tessuto produttivo italiano.

Nel corso del 2012, CRIF, agenzia di rating specializzata sulle PMI, ha effettuato uno studio sulla distribuzione per classi di rating delle imprese private italiane secondo il qual circa 2.500 aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro possono essere considerate "Top performer" ossia con un rating CRIF compreso tra A1 e A4 e, pertanto, caratterizzate da un'ottima situazione di equilibri finanziario e rischio di *default* molto contenuto, adatte per accedere al mercato dei capitali.

Figura 13 - Distribuzione per classi di rating delle imprese private italiane



Fonte: CRIF Rating Agency: Distribuzione per classe di rating delle imprese non finanziarie con fatturato superiore a 50 milioni di euro

In questo contesto inizialmente il mercato è partito a rilento ma evidenziando ritmi costanti di crescita. Come verificato anche dall'Osservatorio<sup>6566</sup> sui minibond, le prime operazioni sono state costruite con una logica "tailor-made", con l'intervento di una ristretta cerchia di operatori specializzati.

Il contesto si sta, invece evolvendo con l'ingresso dei fondi di c.d. *private debt*, che con ogni probabilità saranno i soggetti che daranno nuova linfa al mercato, affiancando emittenti e investitori.

Dall'inizio del 2013, infatti<sup>67</sup>, sono state annunciate 30 iniziative da parte di fondi di *private debt*: 20 da parte di operatori indipendenti e 10 di matrice bancaria. Tra queste, ad ottobre 2014, 17 risultavano essere in fase di avanzata realizzazione e alla medesima data risultavano complessivamente raccolti 700 milioni di euro su un obiettivo potenziale di mercato pari a 4 miliardi di euro.

<sup>65</sup> L'Osservatorio sui Mini-Bond è stato costituito nel 2014 presso la School of Management del Politecnico di Milano, attraverso il supporto di partner privati e istituzionali, con l'obiettivo di analizzare e interpretare in modo esaustivo le dinamiche competitive della filiera dei mini-bond in Italia.

<sup>66</sup> 1° Report Italiano sui Minibond – Politecnico di Milano.

<sup>67</sup> Fonte: AIFI.

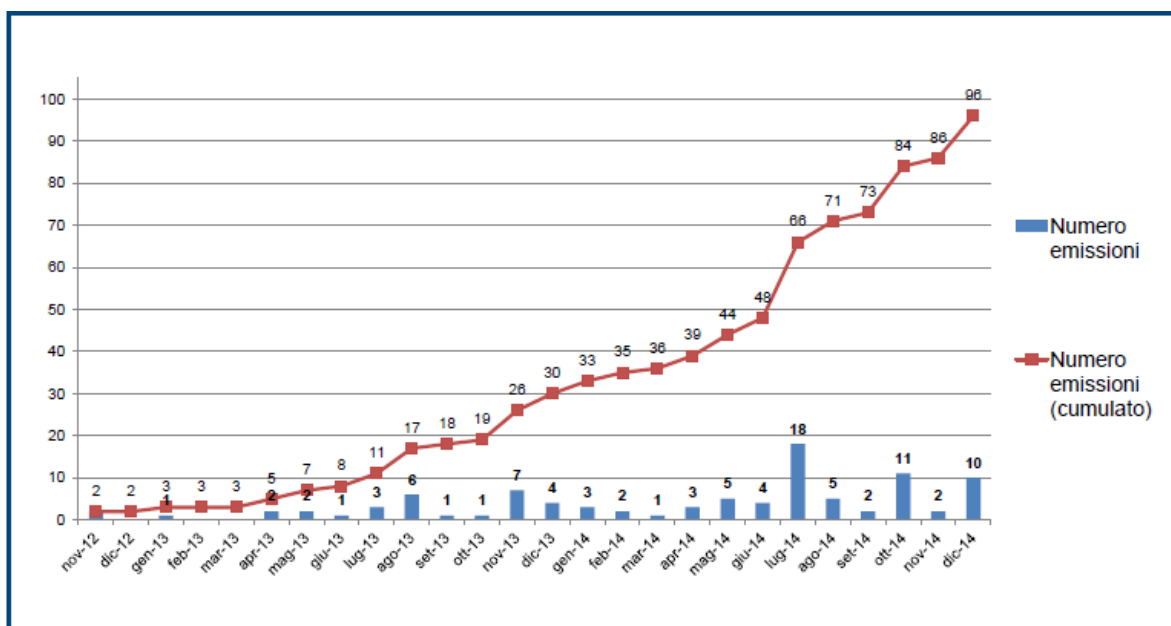
### 2.3.2 L'andamento e le caratteristiche delle emissioni di minibond

L'industria dei mini-bond ha conosciuto nel 2013 e nel 2014 uno sviluppo costante, in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal *credit crunch*. L'effetto combinato della riduzione dei margini aziendali e della minore offerta di credito da parte del sistema bancario italiano ha infatti spinto le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative.

I dati dell'Osservatorio sui minibond evidenziano che alla data del 31 dicembre 2014 risultavano esservi 86 imprese che avevano collocato minibond in Italia, in gran parte società per azioni ma anche società a responsabilità limitata e cooperative. Fra queste, 34 possono essere identificabili come PMI.

Il grafico che segue riporta il flusso temporale delle emissioni di minibond da parte di società italiane fino al 31 dicembre 2014.

Figura 14 - Andamento delle emissioni di minibond in Italia



Fonte: Osservatorio Mini-bond, 1° Report Italiano sui mini-bond. Politecnico di Milano, febbraio 2015

Nel successivi grafici, invece, è riportata la suddivisione delle società emittenti in funzione della dimensione dell'impresa, espressa dal fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione e la distribuzione della scadenza dei minibond.

Figura 15 - Suddivisione delle società emittenti in funzione del fatturato

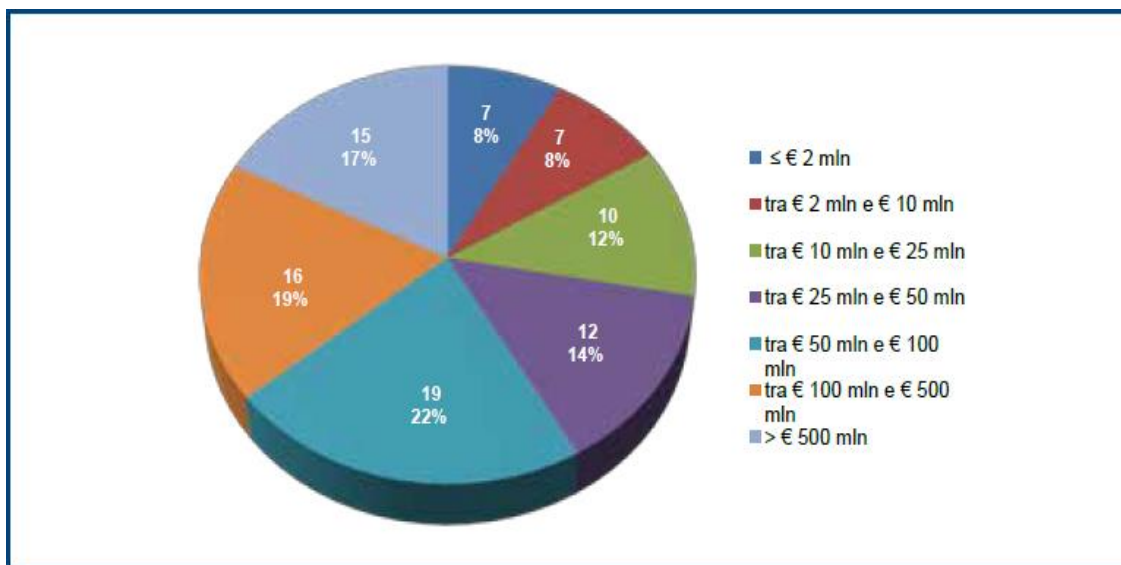
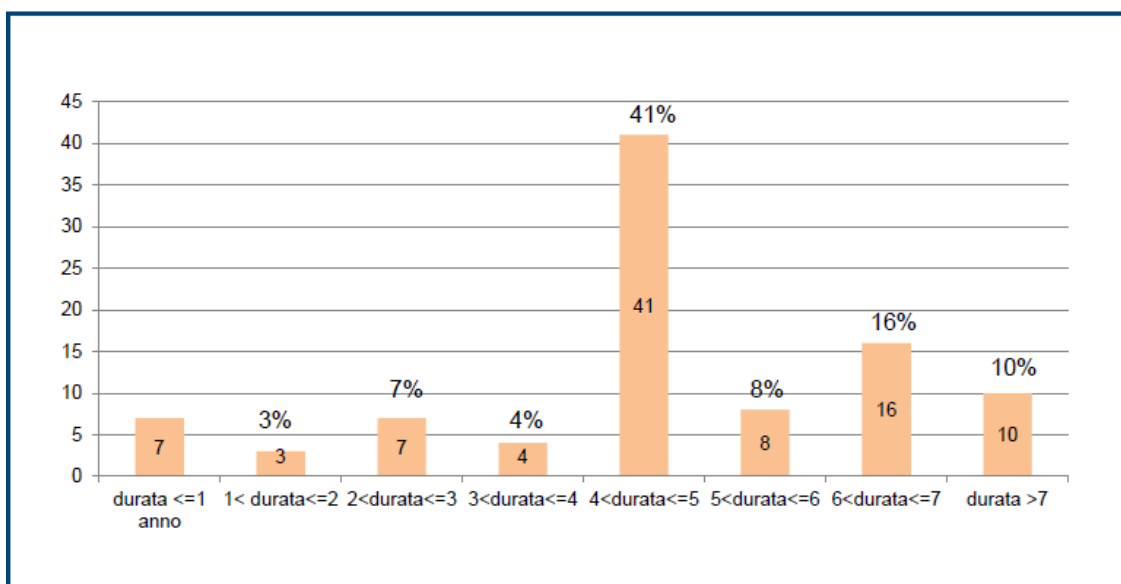


Figura 16 - Distribuzione della scadenza dei minibond



Fonte: Osservatorio Mini-bond, 1° Report Italiano sui mini-bond. Politecnico di Milano, febbraio 2015

Come si può notare la classe di aziende emittenti più numerosa è quella compresa tra 50 e 100 milioni di euro, seguita dal gruppo fra 100 e 500 milioni di euro mentre la durata media delle emissioni si attesta prevalentemente tra i 4 e i 5 anni.

#### 2.4. Il finanziamento delle operazioni di PE attraverso i minibond

A partire dal 2013 il mercato italiano ha registrato la presenza di minibond sul mercato delle società c.d. “*venture backed*”. L’analisi del fenomeno<sup>68</sup> evidenzia che l’opportunità data dal nuovo strumento nasce dall’esigenza di finanziare nuovi progetti di crescita in un periodo nel quale, a causa del protrarsi della crisi del credito, il mercato risulta ancora caratterizzato da significative difficoltà di accesso al credito bancario come dimostrato dal grafico che segue dove viene mostrata la variazione dello *stock* disponibile di credito bancario su base trimestrale (in blu) e su base annuale (in rosso).

Figura 17 - Variazione dello stock disponibile di credito bancario



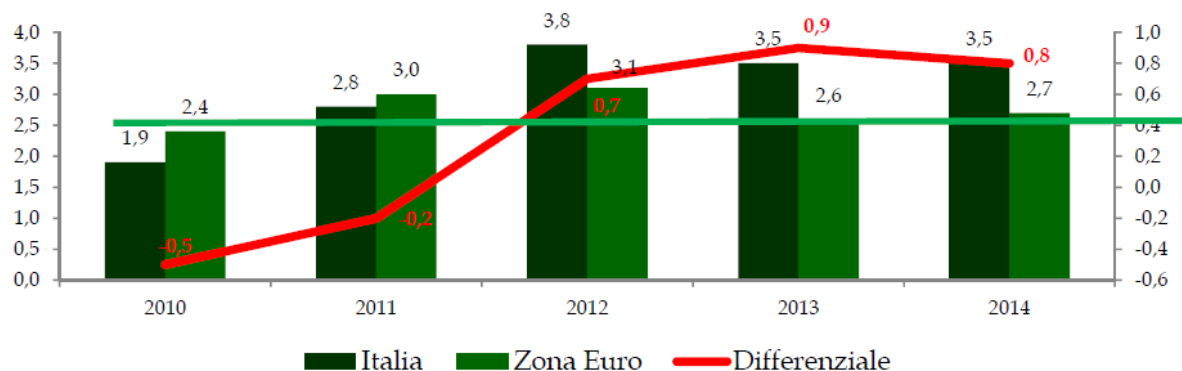
Fonte: Banca d'Italia

A quanto sopra, come evidenziato da una ricerca condotta dall'Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza, si aggiunge il fatto che il differenziale tra il costo del debito bancario italiano e quello dei Paesi della zona euro è ancora superiore di circa 1 punto percentuale rispetto alla media, fattore che porta l'Italia ad essere uno dei Paesi europei con il maggior costo del debito.

<sup>68</sup> V. Conca, *Il private equity si finanzia con i mini bond*, Economia e Management n. 2-2014, p. 39 e ss.

Figura 18

**Tassi di interesse medi complessivi sui prestiti alle imprese (istogrammi e scala di sinistra) e differenziale di tassi (linea rossa e scala di destra) tra Italia e zona Euro.**



Fonte: Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

L'interesse manifestato dal *PE* nel nuovo strumento si conferma nelle motivazioni del collocamento. Analizzando, infatti, le motivazioni che hanno portato le imprese ad emettere i minibond, infatti, risulta<sup>69</sup> che le stesse possono essere sostanzialmente riepilogate in quattro categorie:

1. **il finanziamento della crescita "interna"**, ovvero la raccolta di risorse finanziarie per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, oppure in nuovi prodotti o nuovi mercati;
2. **il finanziamento della crescita "esterna"**, ossia l'utilizzo delle risorse ottenute attraverso l'emissione per acquisizioni di altre imprese;
3. **la ristrutturazione del debito o la rimodulazione dello stesso**, anche per sfruttare le opportunità offerte dai minori costi della raccolta;
4. **il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa**, con un obiettivo, quindi, più di breve termine.

In questo contesto, tuttavia, ciò che è stato rilevato è che, ad eccezione di un'operazione, tutte le emissioni operate non rientrerebbero nella sfera propria dei minibond.

<sup>69</sup> Articoli della stampa specializzata e prospetti informativi dei prestiti.

Figura 19 – Caratteristiche delle emissioni di minibond da parte di aziende italiane

Nome	Motivo emissione	Valore	Interesse	Durata	Quotazione
Primi sui Motori	Ristrutturazione finanziaria	€ 2,5 mln	9%	3	Extramot Pro 08/08/2013
Zobele	Rifinanziamento linee di credito per il precedente buyout	€ 180 mln	7,88%	5	Negoziazione OTC
Marcolin	Finanziamento acquisizione di Viva International e rimborso debiti pregressi	€ 200 mln	8,50%	6	Extramot Pro 14/11/2013
IVS Group	Rifinanziamento linee di credito	€ 200 mln	7,13%	7	Extramot Pro 04/04/2013
Gamenet	Rimborso debito corrente	€ 200 mln	7,25%	5	Extramot Pro 01/08/2013
Sisal	Rifinanziamento linee di credito per precedente buyout	€ 275 mln	7,25%	4	Extramot Pro 15/05/2013
Guala Closures	Rifinanziamento linee di credito per delisting 2008	€ 275 mln	Euribor 3 mesi + 5,375%	6	Borsa del Lussemburgo
Teamsystem	Rimborso debito generato dal secondary buyout del 2010	€ 300 mln	7,38%	7	Extramot Pro 03/05/2013
Rhiag Group	Finanziamento acquisizione di Rhiag-Inter Auto Parts Italia	€ 200 mln € 215 mln	Euribor 3 mesi + 5,5% 7,25%	6 7	Extramot Pro 15/11/2013
Manutencoop	Rimborso linee di credito in scadenza	€ 425 mln	8,25%	5	Extramot Pro 02/08/2013
Cerved	Rimborso prestiti bancari, pagamento tasse di emissione e acquisto, pagamento di parte del dovuto a Bain Capital	€ 250 mln € 300 mln € 230 mln	Euribor 3 mesi + 5,37% 6,375% 8%	6 7 8	Extramot Pro 25/03/2013

Fonte: V. Conca, *Il private equity si finanzia con i mini bond*, *Economia e Management* n. 2-2014

Nonostante quanto sopra, comunque, non può non essere registrato un significativo interesse del *private equity* ad utilizzare le nuove possibilità offerte dal “Decreto Sviluppo” sia per lo sviluppo delle operazioni poste in essere, anche mediante la ristrutturazione del debito finalizzato ad un’ottimizzazione delle risorse finanziarie utilizzate, sia per finanziare nuovi progetti di crescita esterni, attraverso operazioni di “*add-on*”, anche al fine di poter raggiungere dimensioni delle imprese partecipate maggiormente interessanti per la quotazione in borsa o, comunque, per addivenire ad un disinvestimento a valori superiori e, pertanto, più interessanti nell’ottica propria degli investimenti di *PE*.

## **CAPITOLO 3: IL CASO TEAMSYSTEM**

### **3.1 Premessa**

Come anticipato, obiettivo del presente lavoro è quello di verificare se la bontà delle operazioni di *LBO* nell'ambito degli interventi di *private equity* in un orizzonte temporale a medio-lungo termine e se la combinazione dei diversi interventi, integrata con l'utilizzo dello strumento dei minibond può effettivamente portare alla creazione di valore.

A questo fine si è ritenuto opportuno dover inserire un caso reale di *LBO*, rappresentato dall'azienda *TeamSystem* in quanto oggetto di due operazioni di *LBO* tra il 2004 e il 2010, in contesti economici quindi completamente differenti ma, come si vedrà, con risultati positivi in entrambi i casi, a dimostrazione dell'utilizzabilità dello strumento dell'*LBO* sia nei periodi di congiuntura economica positiva sia in caso di andamento negativo del contesto economico e di crisi del sistema finanziario.

A livello metodologico, trattandosi di un'operazione di *private equity*, nella quale le informazioni sono scarsamente accessibili, si è scelto di operare attraverso l'analisi di dati pubblici presenti nella banche dati operando attraverso un'analisi prevalentemente di tipo qualitativo, con l'obiettivo di mostrare l'andamento delle due operazioni nel complesso, per poi operare un confronto complessivo tra le stesse e verificare l'apporto dato dall'emissione del minibond avvenuta nel corso del 2013.

### **3.2 Il Gruppo *TeamSystem* in sintesi**

Il Gruppo *TeamSystem* è leader in Italia nei Software Gestionali/ERP e nei Servizi di formazione rivolti alle Micro - Piccole e Medie Imprese, ai Professionisti (Commercialisti, Consulenti del Lavoro, Avvocati, Amministratori di Condominio e Liberi Professionisti), alle Associazioni, alle Palestre, ai Centri Benessere/SPA e agli Impianti Sportivi. Integrando le competenze delle diverse società che lo compongono (*TeamSystem* e le sue divisioni, *Danea Soft*, *Digita*, *Euroconference*, *INFORYOU*, *Lexteam*, *Metodo*, *Nuovamacut*, *Paradigma*, *TeamSystem Communication*, *TeamSystem Service*, *Zeronove*), il Gruppo fornisce a professionisti ed imprese una suite completa di prodotti, servizi e contenuti, spaziando dalla consulenza ai software gestionali al *training* ed *education*.

Con queste caratteristiche il Gruppo *TeamSystem* rappresenta una tra le realtà italiane più



dinamiche del settore. Infatti, dal 2000 è cresciuta costantemente a tassi nettamente superiori a quelli medi del mercato IT, relativamente a tutti i principali indicatori economici. Vanta inoltre una clientela fidelizzata, ottenuta attraverso una consulenza e assistenza puntuali fornite dalle strutture sul territorio e grazie all'offerta di soluzioni modulari, con un'ampia copertura per le diverse aree funzionali ed i differenti settori di mercato, sempre innovative dal punto di vista tecnologico.

Questi risultati sono stati ottenuti grazie soprattutto grazie alla strategia del Gruppo e degli investitori che si sono susseguiti nel tempo nel capitale della società fortemente orientata ad una politica di investimento. Circa il 40% delle risorse finanziarie del Gruppo sono infatti impegnate nella ricerca e sviluppo, al fine di garantire soluzioni tecnologicamente evolute e costantemente aggiornate in funzione delle variazioni normative<sup>70</sup>.

### **3.3 L'operazione di *Leveraged Buy Out* del 2004**

L'intervento dei fondi di investimento nel capitale di *TeamSystem* inizia nel corso del 2000 quando il controllo della società viene acquisito dal fondo *Palamon Capital Partners*, fondo chiuso di diritto inglese specializzato su aziende europee ad elevato potenziale di crescita, con l'obiettivo di consolidare l'azienda nel mercato italiano del software gestionale (che all'epoca risultava essere molto frammentato), perseguendo una strategia di investimento sui prodotti, sulla rete commerciale e sulla struttura di erogazione dei servizi.

Quattro anni dopo l'acquisizione di una percentuale complessiva del 67% dell'azienda, e dopo importanti risultati economici raggiunti, il fondo *Palamon* ha avviato la ricerca della miglior opportunità possibile di disinvestimento da *TeamSystem*, coerentemente con la fisiologia dell'investimento, dell'orizzonte temporale trascorso e della natura del fondo, focalizzato su investimenti di taglia inferiore (compresa tra 10 e 80 milioni di €)<sup>71</sup> e quindi, con ogni probabilità, non più compatibile con la dimensione raggiunta da *TeamSystem*.

La prima opzione considerata è, come spesso accade nella definizione delle *way-out strategies*, l'IPO. In tempi molto rapidi, a partire dal mese di marzo del 2004, gli operatori finanziari *Citigroup* e *Banca IMI*, in veste, rispettivamente di sponsor e responsabile del

---

<sup>70</sup> Fonte: Bilanci *TeamSystem S.p.A.* e *TeamSystem Holding S.p.A.*.

<sup>71</sup> [www.palamon.com](http://www.palamon.com)

collocamento, predispongono tutte le operazioni e gli adempimenti necessari per perfezionare l'operazione (e, tra questi il deposito del prospetto informativo presso la Consob), con l'obiettivo dichiarato di arrivare alla quotazione sul mercato borsistico nel minor tempo possibile, con l'inizio previsto delle negoziazioni delle azioni per il 3 novembre 2004<sup>72</sup>.

Nonostante quanto sopra, le reazioni degli investitori istituzionali all'IPO non risulta essere delle migliori, e alcuni di essi sconsigliano in modo netto la sottoscrizione delle azioni<sup>73</sup>.

Infatti il report predisposto da ING, prevedendo realisticamente (visto il sovrapprezzo di oltre 1,3€ richiesto da *TeamSystem*) un *range* di prezzo compreso fra gli 8,33 euro ed i 10 euro, giudica troppo alta la richiesta formulata alla società, soprattutto in considerazione del *pricing* delle azioni di altre aziende europee e statunitensi confrontabili con la stessa in termini di attività, rispetto alle quali, secondo gli analisti, *TeamSystem* avrebbe dovuto prevedere uno sconto di circa il 15-20% rispetto alla quotazione prevista. Ciò anche in considerazione del fatto che, al prezzo richiesto, *TeamSystem* avuto avrebbe un rapporto P/U relativo molto superiore alla media (20x rispetto al 16,1x di *Sage*, azienda comparabile ma comunque di dimensioni significativamente superiori).

Tenuto conto del contesto di mercato sfavorevole, il management di *TeamSystem*, coadiuvato dal fondo *Palamon*, decide di intraprendere il cosiddetto "dual track". In parallelo al mandato affidato a Citigroup e Banca Imi, infatti, viene chiesto a HSBC di sondare il mercato del *private equity* per individuare possibili investitori interessati ad investire nella società operando, di fatto, una sorta di concorrenza tra il mercato privato, con l'asta predisposta da HSBC, ed il pubblico, con l'IPO.

Come poi dimostreranno i fatti, gli azionisti ed il *management* di *TeamSystem* decideranno di accettare la proposta del fondo di investimento *Bain Capital*, e di rinunciare pertanto alla quotazione in borsa, ritenendo "maggiormente interessante in termini finanziari e di prospettive di sviluppo della società"<sup>74</sup> l'offerta del fondo di *private equity*.

---

<sup>72</sup> Prospetto informativo per l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione predisposto da Citigroup, Banca IMI e *TeamSystem*.

<sup>73</sup> Villa V., Tognoli A., *ING Financial Markets IPO Preview "TeamSystem, quality software player, but expensive"*.

<sup>74</sup> Relazione degli Amministratori al bilancio d'esercizio 2004 di *TeamSystem*.

Prima di entrare nel dettaglio dell'analisi della struttura finanziaria dell'operazione, che sarà utile in sede di confronto con l'operazione successiva del 2010, proveremo ad individuare i motivi per i quali il fondo di investimento *Bain Capital* ha ritenuto vantaggioso l'investimento in *TeamSystem*.

### **3.4 Il contesto di Mercato del 2004**

#### ***3.4.1 Le caratteristiche***

Innanzitutto, è necessario definire il contesto di mercato nel quale *TeamSystem* era inserita nel 2004.

In quest'anno le PMI (imprese da 1 a 100 dipendenti) ed i professionisti (commercialisti, revisori), la clientela *target* per eccellenza per *TeamSystem*, risultavano essere, rispettivamente, 4,5 milioni e circa 90.000. Il mercato era caratterizzato da una forte frammentazione, che rappresentava un'opportunità per l'azienda, poiché erano notevoli le possibilità di consolidamento della propria posizione data l'elevata base di clientela potenzialmente aggredibile.

Risultavano inoltre essere molto alte le barriere all'ingresso per nuovi eventuali *competitor*, a causa di diversi fattori, quali le economie di scala e di scopo dei *player* del settore, data la struttura dei costi di sviluppo, implementazione ed aggiornamento dei software prevalentemente di tipo fisso, e le forti sinergie fra i diversi segmenti di mercato dove *TeamSystem* operava, cioè PMI, professionisti e software paghe.

Le barriere all'ingresso erano poi alimentate dalle relazioni esclusive con i rivenditori di software che *TeamSystem* aveva instaurato, oltre alla qualità intrinseca del prodotto, nonché l'affidabilità dello stesso, elementi essenziali per una clientela professionale. Infine, è interessante notare come il mercato e, quindi, la domanda fosse relativamente inelastica al prezzo dei software ed in particolare degli aggiornamenti degli stessi, poiché vincolati agli aggiornamenti normativi richiesti obbligatoriamente dalla norma (ad esempio in materia fiscale o di diritto del lavoro).

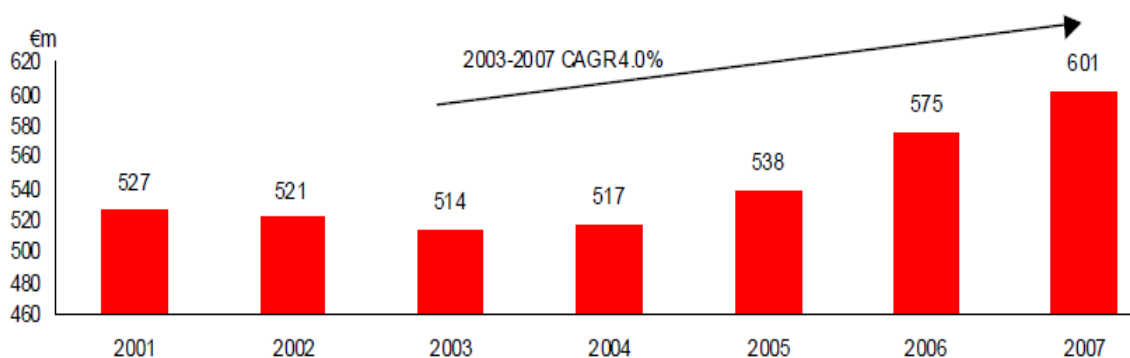
### 3.4.2 Le dimensioni del mercato

Una ricerca di SIRMI del 2003 quantificava il valore del mercato dei servizi IT per le aziende in Italia in circa 9 miliardi di euro, previsto in crescita per gli anni successivi, fino a raggiungere quota 11 miliardi di euro nel 2007, con un CAGR<sup>75</sup> del 2,6% annuo.

In particolare, analizzando i segmenti di mercato serviti da *TeamSystem*, questi erano previsti essere tutti in crescita, ed in maniera superiore alla media del settore. Nel dettaglio:

- Software ERP: Il mercato del software ERP, ad esclusione dei prodotti per le grandi aziende, fuori dal target di *TeamSystem*, era stimato in circa 515 milioni di euro, ed atteso in crescita per il successivo quadriennio

Figura 20 – Andamento e previsioni di crescita per il settore dell'ERP

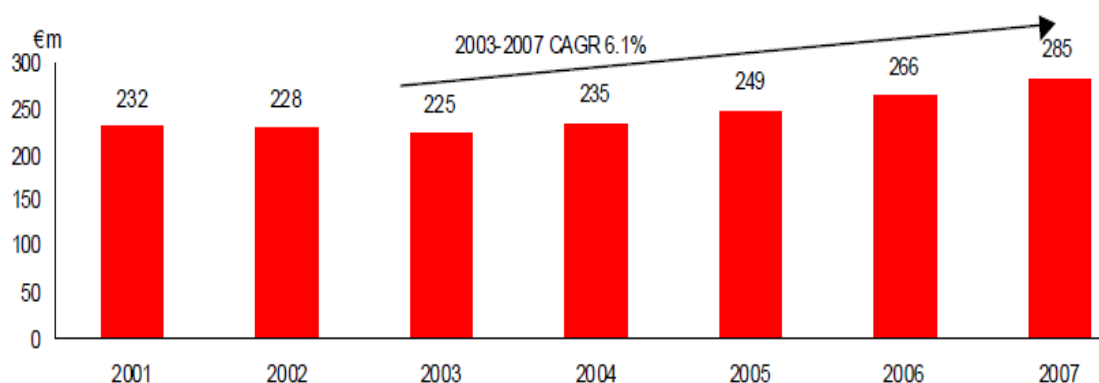


Fonte SIRMI

- Software Tax ed Accounting: Il mercato dei software di supporto alle aree *Tax/Accounting* erano previste in crescita ad un tasso di circa il 6% annuo. Questo segmento include sia le PMI sia i professionisti, e richiede continui aggiornamenti a causa delle frequenti modifiche normative.

<sup>75</sup> *Compound Annual Growth Rate*, indice che esprime il tasso annuo di crescita applicato ad un investimento, od ad un'attività produttiva, ed è una misura del suo tasso di rendimento.

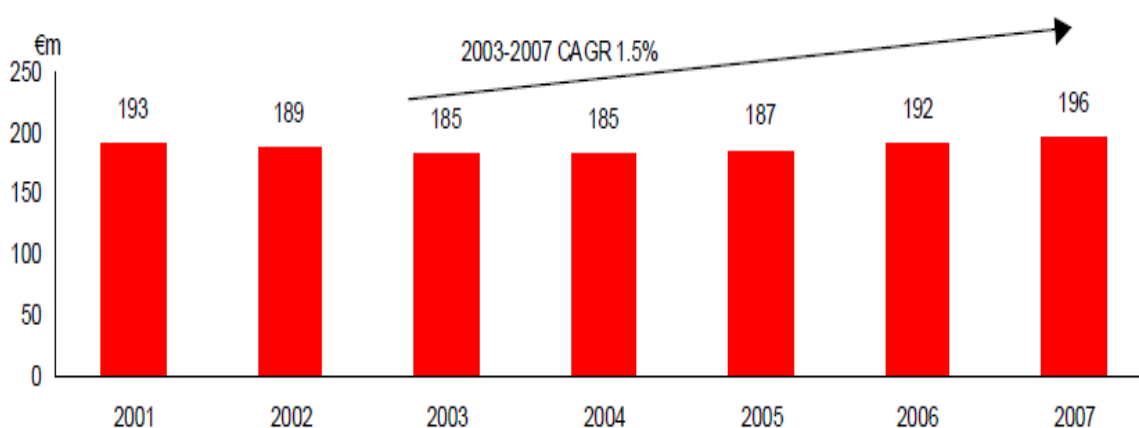
Figura 21 – Andamento e previsioni di crescita per il settore Tax/Accounting



Fonte SIRMI

- Software per il Payrolling (gestione degli stipendi): questo segmento era valutato in circa 190 milioni di euro, con una crescita prevista nel successivo quadriennio pari all'1,5%.

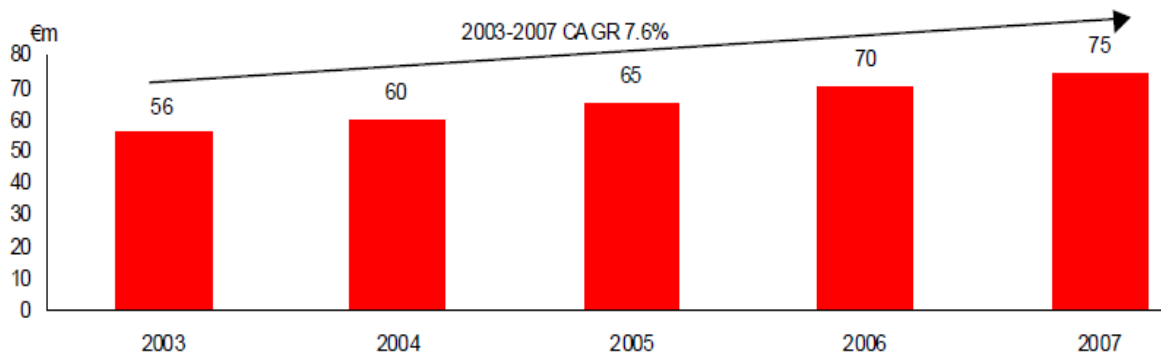
Figura 22 – Andamento e previsioni di crescita per il settore del Payrolling



Fonte SIRMI

- Software educativi: con l'acquisizione di *Euroconference*, *TeamSystem* è presente anche nel mercato dell'editoria e dell'aggiornamento professionale. Entrambi i mercati apparivano essere molto frammentati, lasciando così spazio ad ampi margini di crescita, seppur questo settore non rappresenti il *core business* dell'impresa.

Figura 23 – Andamento e previsioni di crescita per il settore educativo/aggiornamento professionale



Fonte SIRMI

### 3.4.3 Il posizionamento competitivo di TeamSystem

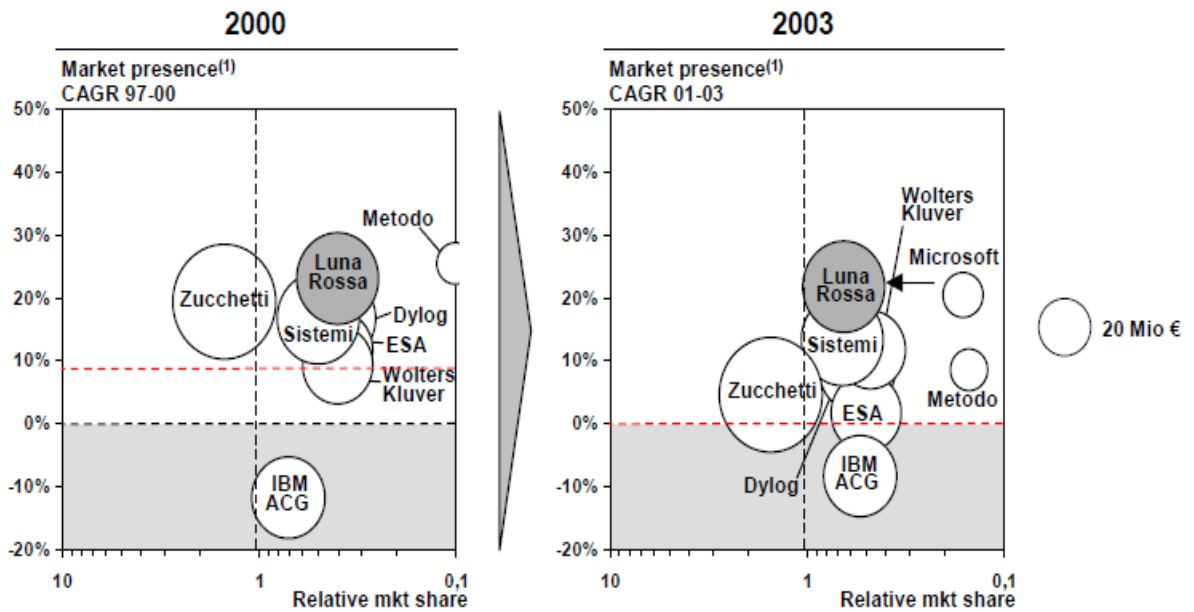
Dopo aver analizzato il contesto competitivo di *TeamSystem*, al fine di completare il quadro di analisi risulta opportuno fornire una fotografia del posizionamento che l'azienda possedeva nel periodo oggetto di esame<sup>76</sup>, in paragone a quella detenuta tre anni prima, per avere anche cognizione del trend evolutivo di *TeamSystem*<sup>77</sup>.

Il dato che può arricchire l'analisi è quello relativo alla quota di mercato detenuta dal gruppo nel segmento della formazione, pari al 6%, quinto *player* in assoluto in un mercato con un indice di concentrazione dei primi cinque competitor pari al 60%. I dati invece relativi all'editoria professionale sono quasi irrilevanti, con la quota di mercato per *TeamSystem* pari allo 0,6%, in un mercato concentratissimo, dove i primi cinque *player* da soli assorbono oltre il 98% dell'intero settore, con il gruppo Il Sole 24 Ore a farla da padrone.

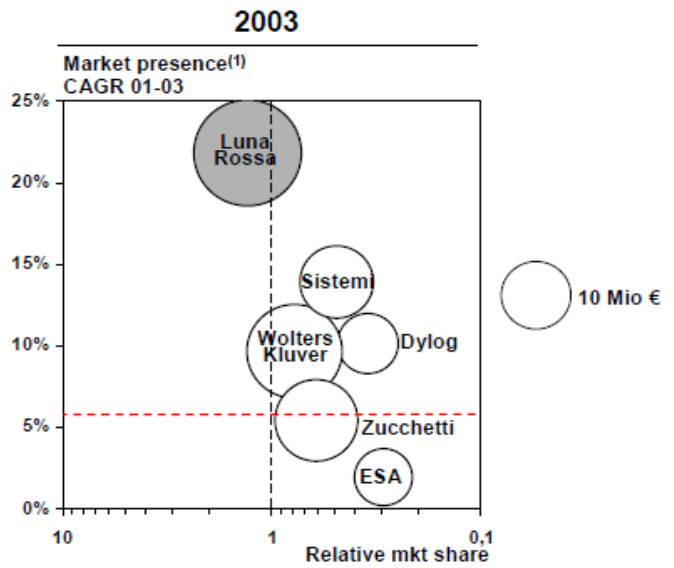
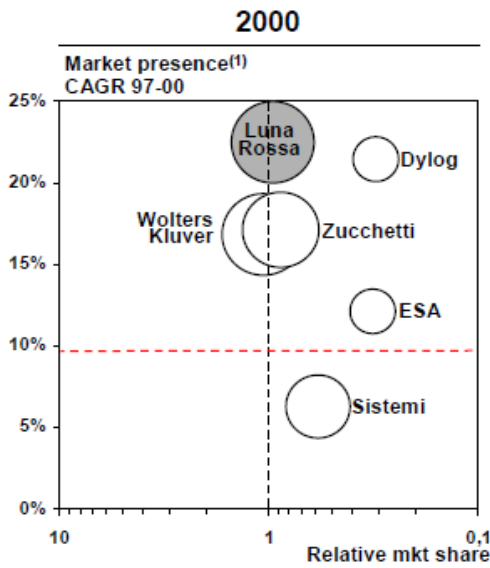
<sup>76</sup> I dati presentati nel presente paragrafo sono stati tratti da documenti riservati predisposti da uno degli operatori partecipanti all'operazione di *LBO*, pertanto, per motivi di riservatezza, il gruppo *TeamSystem* è indicato come "Luna Rossa".

<sup>77</sup> L'analisi condotta non ricomprende la linea di business dei software educativi in quanto nei periodi oggetto di osservazione era poco influente considerato che l'acquisizione di *Euroconference* era molto recente.

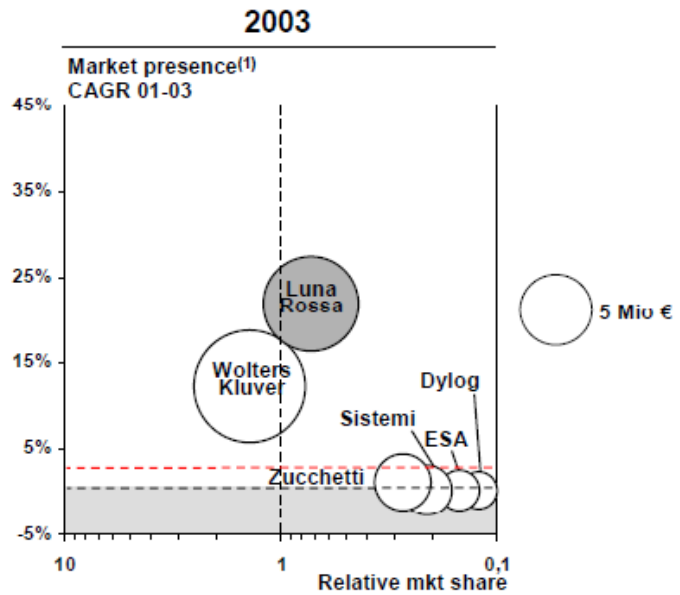
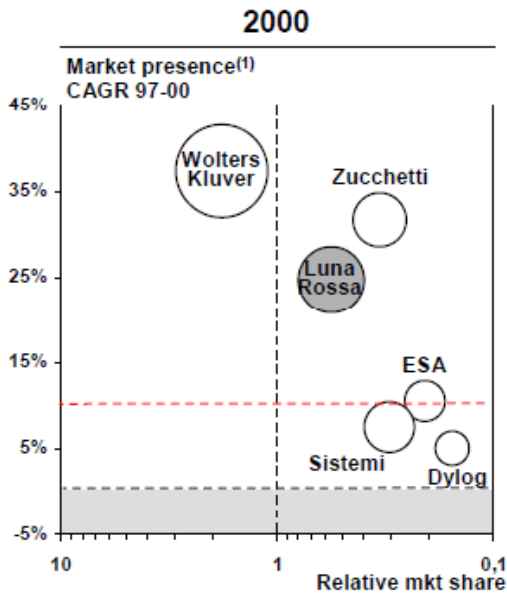
- ERP: *TeamSystem* aveva guadagnato la *leadership* del settore, con la quota di mercato vicina al 10%. Nel grafico sottostante, che confronta la CAGR del fatturato con la quota di mercato relativa ed il fatturato delle singole aziende, si può evincere come la crescita sia stata netta nel triennio 2000/2003



- Tax/Accounting: *TeamSystem* nel corso degli anni ha rafforzato la propria leadership, sottraendo clienti alla concorrenza invece in declino, con la quota di mercato che superava il 24%;



- *Payrolling*: TeamSystem è riuscita a guadagnare la *co-leadership* del settore, con la propria quota di mercato pari al 9,5%, con il gruppo Zucchetti avanti di un solo punto percentuale.





### 3.5 Il business model di *TeamSystem*

*TeamSystem* sviluppa, distribuisce e vende i propri prodotti e servizi nel 2004 sia in maniera diretta, tramite i suoi 12 punti vendita, sia in maniera indiretta, tramite una rete di oltre 280 rivenditori con contratto di esclusiva, selezionati in base a rigidi criteri di professionalità e competenza.

I prodotti venduti, con le relative licenze, sono offerti insieme a contratti di manutenzione e supporto. Il cliente quindi paga al momento d'acquisto il prezzo del software, e successivamente una *fee* annuale per la manutenzione ed il supporto.

*TeamSystem* inoltre genera ricavi attraverso le *royalties* pagate annualmente dai rivenditori autorizzati. In genere le *royalties* sono basate su contratti solitamente triennali legati ai volumi di vendita ed ai risultati del singolo rivenditore.

Data quindi la flessibilità e la qualità dell'offerta, i costi di *switching* da *TeamSystem* verso un *competitor* risultano essere molto elevati, con infatti un tasso di abbandono annuo che non supera il 2%.

I clienti serviti da *TeamSystem* nel 2004 erano 43 mila, di cui 7 mila tramite canale diretto, ed il resto tramite i rivenditori autorizzati. La base clienti era molto frammentata, condizione favorevole in quanto nessun cliente aveva di fatto un elevato potere contrattuale: infatti, nel canale diretto, i primi dieci clienti rappresentavano circa il 2,4% del fatturato, mentre, per quanto riguarda il canale indiretto, i primi dieci contavano addirittura solo poco meno dell'1,5%.

Figura 24 - Frammentazione della clientela di TeamSystem dei canali diretto ed indiretto. N:B. I "Var" rappresentano i distributori autorizzati da TeamSystem che compongono la filiera del canale di vendita indiretto.

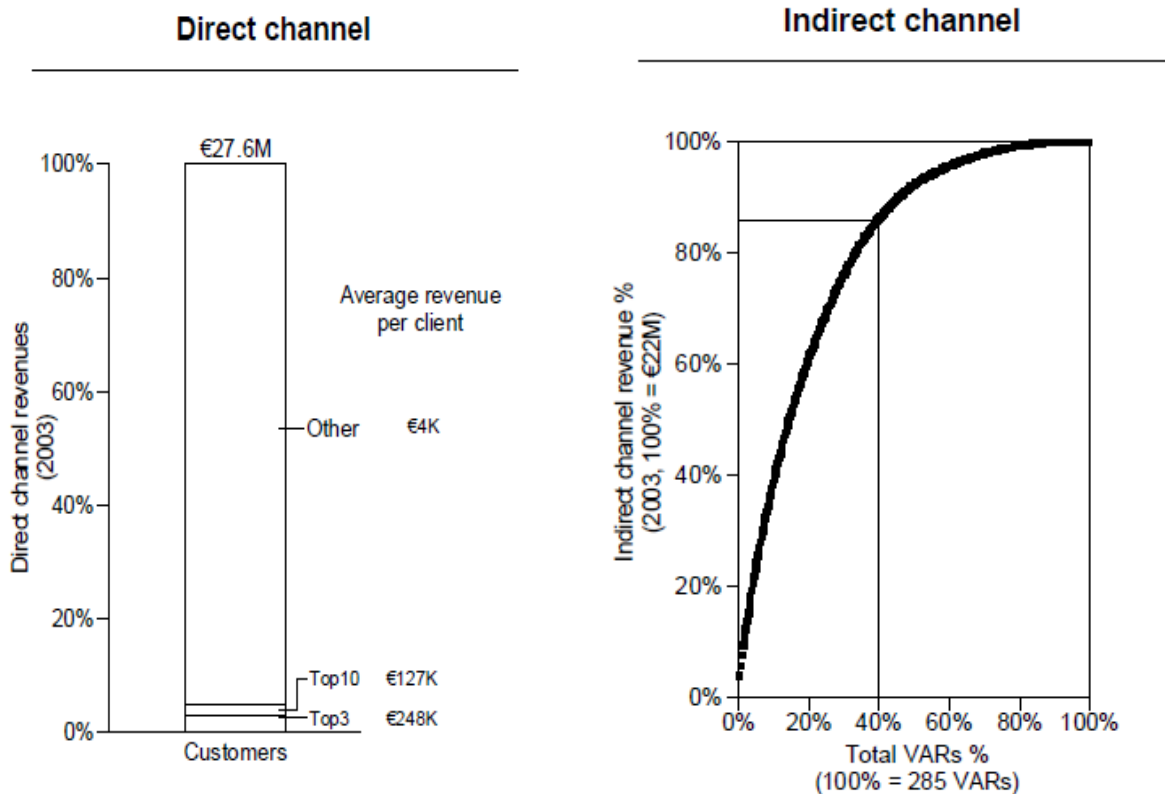


Figura 25 - Andamento del numero dei clienti e dei ricavi nel canale diretto

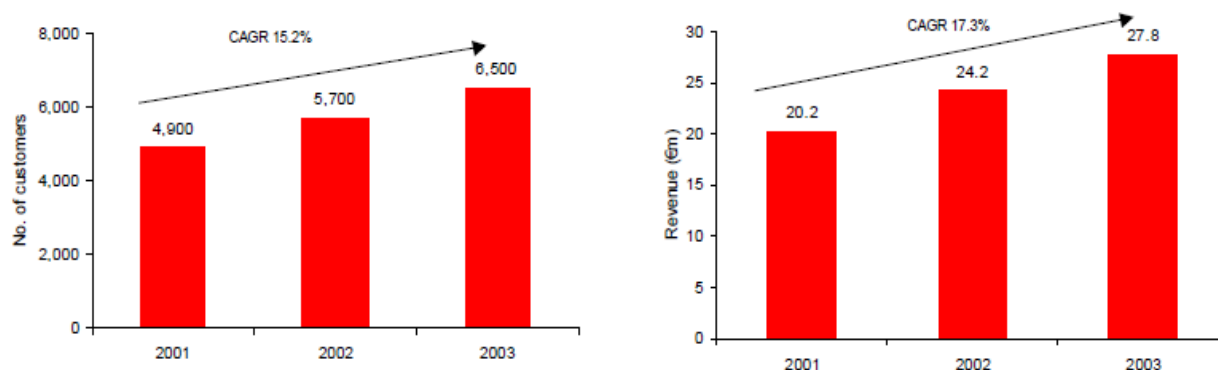
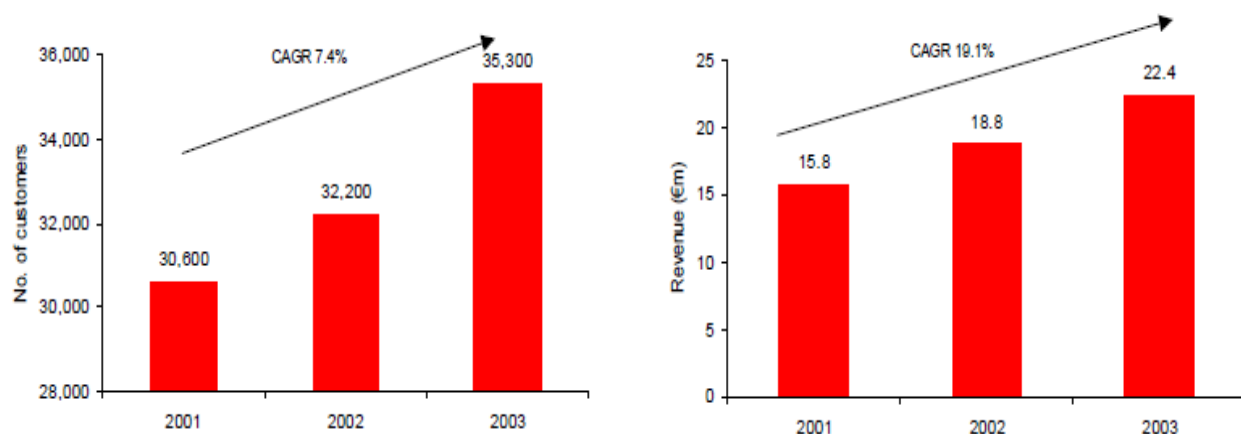


Figura 26 - Andamento del numero dei clienti e dei ricavi nel canale in diretto



Anche la crescita della base clienti, come d'altronde si è potuto evincere dall'analisi del *trend* del posizionamento competitivo di *TeamSystem* fatta in precedenza è stata costante e crescente nel tempo, con le PMI che contano per circa il 63% del totale, con i professionisti al 27%.

### 3.6 Principali risultati economico-finanziari nel periodo 2000-2004

Nei grafici che seguono, vengono confrontate la struttura dei costi e dei ricavi di *TeamSystem*, ed il conseguente andamento del fatturato e dell'EBITDA nel corso degli anni così come risultanti dai bilanci predisposti dalla società. Come si potrà evincere, il *business model* risulta essere solido, seppur in un settore ad alto tasso di crescita, ma, in un certo senso, caratterizzato da una certa sensibilità alle congiunture economiche, sia positive che negative.

Figura 27 - Analisi della struttura dei ricavi e dei costi di TeamSystem

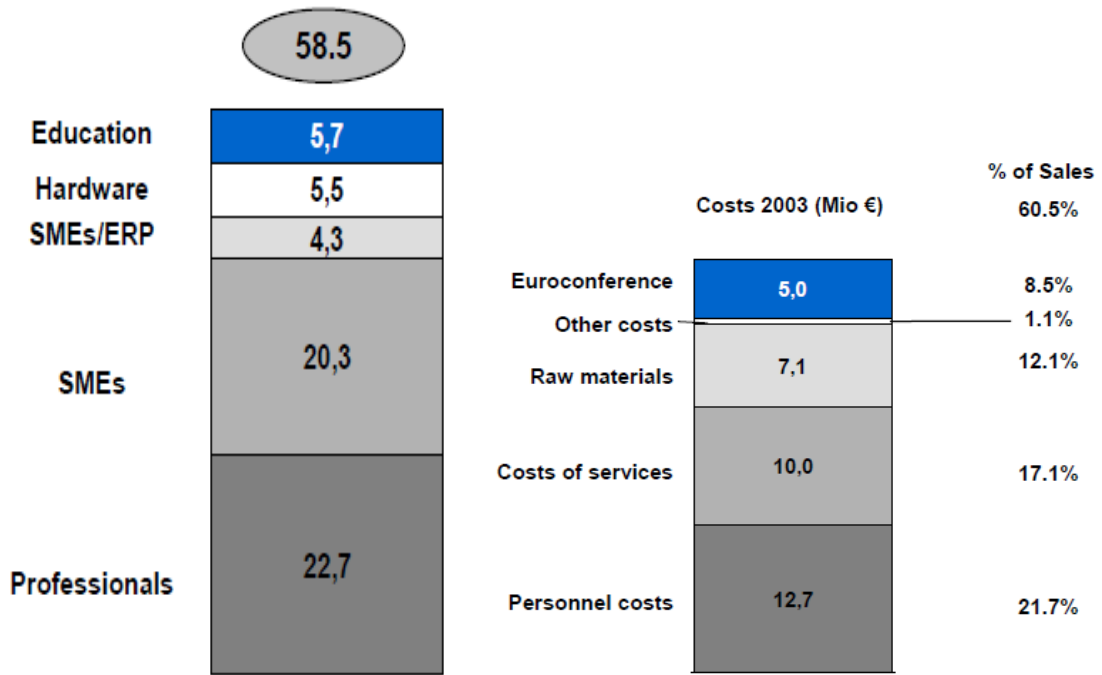
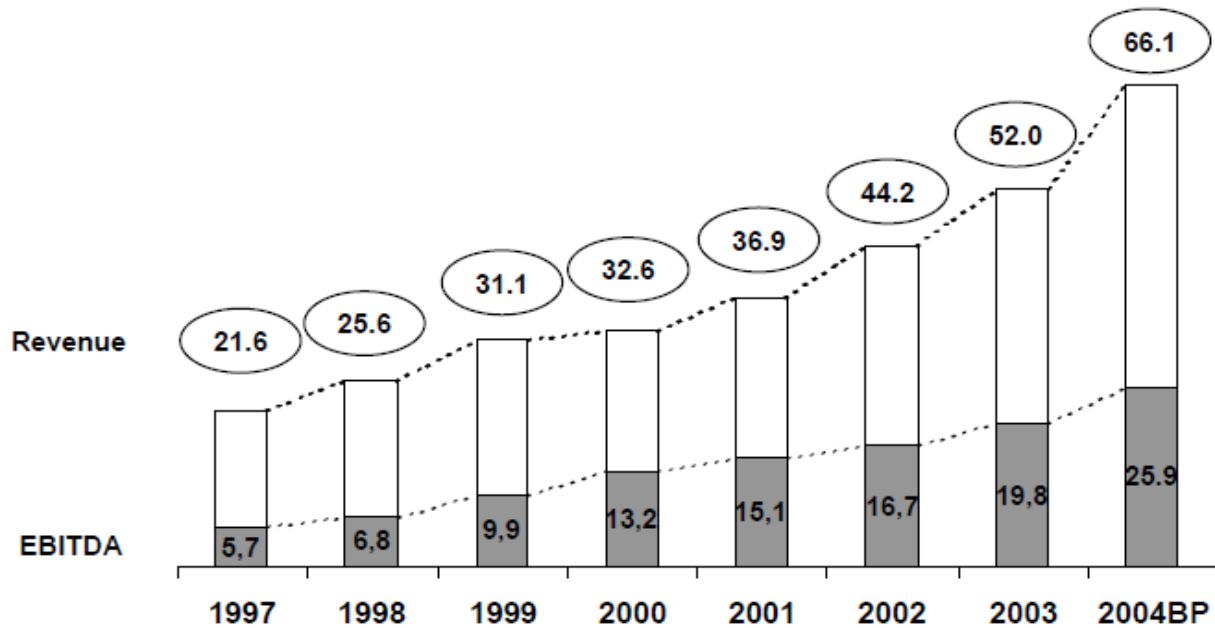


Figura 28 - Andamento dei ricavi e dell'EBITDA di TeamSystem nei sette anni precedenti l'LBO



La tabella di seguito, riporta invece la sintesi dei risultati di *TeamSystem* negli anni antecedenti l'operazione di *Buy-Out* del 2004, che hanno visto una sensibile crescita del fatturato e dei profitti, riuscendo a stabilizzare i margini: infatti, le voci di costo sono cresciute in maniera proporzionale al fatturato.

Figura 29 - Andamento sintetico di *TeamSystem* del triennio 2001-2003. Il pro-forma include l'acquisizione di *Euroconference*

Year ended 31 December	2001	2002	2003 Actual	2003 Pro forma	2004 Budget
<b>€ 000</b>					
Direct channel sales	20,240	24,194	27,835	27,835	33,127
Indirect channel sales	15,843	18,792	22,368	22,368	24,178
Education	-	-	-	6,315	7,444
Other sales	848	1,194	1,812	1,912	1,387
<b>Total revenues</b>	<b>36,931</b>	<b>44,180</b>	<b>52,015</b>	<b>58,430</b>	<b>66,136</b>
<i>Growth</i>	-	19.6%	17.7%	-	13.2%
Cost of personnel	(7,989)	(10,341)	(12,653)	(13,172)	(15,736)
Cost of services	(6,503)	(8,561)	(9,986)	(13,755)	(15,361)
Cost of purchased goods	(6,096)	(7,101)	(7,075)	(7,600)	(9,271)
Other operating costs	(502)	(586)	(625)	(811)	(1,315)
<b>EBITDA</b>	<b>15,841</b>	<b>17,591</b>	<b>21,676</b>	<b>23,092</b>	<b>24,452</b>
<i>Margin</i>	42.9%	39.8%	41.7%	39.5%	37.0%
Depreciation and provisions	(789)	(854)	(1,729)	(2,435)	(1,672)
<b>EBITA</b>	<b>15,052</b>	<b>16,737</b>	<b>19,947</b>	<b>20,657</b>	<b>22,780</b>
<i>Margin</i>	40.8%	37.9%	38.3%	35.4%	34.4%
Amortisation	(5)	(37)	(201)	(6,260)	(6,261)
<b>EBIT</b>	<b>15,047</b>	<b>16,700</b>	<b>19,746</b>	<b>14,397</b>	<b>16,519</b>
<i>Margin</i>	40.7%	37.8%	38.0%	24.6%	25.0%

Fonte *TeamSystem S.p.A.*

Il costo del personale è cresciuto in termini assoluti, ma questo è giustificabile con la strategia di crescita dell'azienda, così come la ricerca e sviluppo, poiché *TeamSystem* ha

ritenuto di prioritaria importanza lo sviluppo e l'ingegnerizzazione di nuovi prodotti, per servire al meglio i propri clienti.

Tralasciando il comparto educativo e di formazione derivante dall'acquisizione di *Euroconference*, che pesa circa 6 milioni di euro in termini di fatturato, i ricavi sono cresciuti complessivamente di quasi il 19% tra il 2001 ed il 2003 (mentre il settore ha fatto registrare nel suo complesso un calo del 2% nello stesso periodo), con una crescita maggiore del canale indiretto rispetto al diretto, che pesano in termini di fatturato, rispettivamente, circa il 45% ed il 55%<sup>78</sup>.

Figura 30 - Ripartizione del fatturato e CAGR per i canali diretto ed indiretto

Year ended 31 December	2001	2002	2003 Actual	2004 Budget	CAGR 2001-2003
€ 000					
Software TeamSystem	3,289	3,987	4,615		18.5%
Assistance and maintenance	7,462	9,199	11,137		22.2%
Other services	1,649	2,497	3,850		52.8%
Other products	691	687	614		-5.7%
Software supplied by third parties	835	820	1,046		11.9%
Hardware	5,263	5,849	5,307		0.4%
System subscriptions	1,051	1,155	1,266		9.8%
<b>Direct channel revenues</b>	<b>20,240</b>	<b>24,194</b>	<b>27,835</b>	<b>33,127</b>	<b>17.3%</b>
Contracts and recurring sales to existing VARs	14,312	16,788	20,207		18.8%
Revenues from new VARs	109	447	508		115.9%
Other sales to existing VARs	1,422	1,557	1,653		7.8%
<b>Indirect channel revenues</b>	<b>15,843</b>	<b>18,792</b>	<b>22,368</b>	<b>24,178</b>	<b>18.8%</b>
Other revenues	848	1,194	1,812	1,387	46.2%
<b>Total revenues</b>	<b>36,931</b>	<b>44,180</b>	<b>52,015</b>	<b>58,692</b>	<b>18.7%</b>

Fonte TeamSystem S.p.A.

Ultimo punto di assoluto rilievo ai fini della corretta analisi e della disamina del caso in oggetto è il *cash flow*. La grande forza di *TeamSystem* era infatti quella di trasformare in cassa una percentuale elevatissima dell'EBITDA in *cash flow*. L'indice di *Cash*

<sup>78</sup> Percentuali calcolate considerando il fatturato al netto del segmento formativo, che nel complesso peserebbe poco meno del 10%.

*Conversion*<sup>79</sup> è infatti pari a quasi il 60%, nonostante la crescita continua del settore in cui *TeamSystem* opera. Essendo la sostenibilità dell'impresa e, per quel che riguarda questo lavoro, la sostenibilità del debito, proprio funzione diretta di quest'indice, possiamo dunque concludere che *TeamSystem* rispecchia appieno le caratteristiche enunciate nel primo capitolo come "ideali" per una società oggetto di *Leveraged Buy Out*, sotto tutti gli aspetti, dalla profittabilità del business e quindi alla sostenibilità del debito alla posizione competitiva molto forte, addirittura di leadership in alcuni segmenti, alle ottime prospettive di crescita, poi realizzatesi dal momento dell'operazione in poi.

Figura 31 - Andamento dell'EBIT e dei Cash Flow operativi nel pre-2004

Year ended 31 December	2001	2002	2003 Actual	2003 Pro forma
€ 000				
<b>EBIT</b>	<b>15,047</b>	<b>16,700</b>	<b>19,746</b>	<b>14,397</b>
Net interest	720	723	617	(3,970)
Tax	(6,526)	(7,466)	(8,681)	(6,855)
Depreciation and amortisation	753	836	1,060	7,825
Provisions and exceptionals	544	(2,927)	849	1,194
Change in working capital	(737)	651	(2,065)	(1,469)
<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>9,801</b>	<b>8,517</b>	<b>11,526</b>	<b>11,122</b>

Fonte *TeamSystem S.p.A.*

### 3.7 La struttura finanziaria dell'operazione di *Leverage Buy Out* del 2004

Come detto in apertura di capitolo, sarà *Bain Capital* ad aggiudicarsi l'asta indetta da *HSBC* per l'acquisizione di *TeamSystem* dal fondo *Palamon*. L'operazione ha avuto come protagonisti principali:

- *RBS – Royal Bank of Scotland*, nel ruolo di arranger dell'operazione nonché provider delle tranche di debito senior;
- *ICG – Intermediate Capital Group* come fornitore della *tranche* di finanziamento di

<sup>79</sup> L'indice è calcolato come il rapporto fra il Cash Flow e l'EBIT (come in questo caso) oppure l'EBITDA.

tipo mezzanino;

- il management dell'azienda, che ha partecipato alla costituzione della società veicolo, la NewCo, denominata *TeamSystem S.r.l.* insieme a *Bain Capital*.

In conformità alle strutture classiche di *LBO*, al fine di poter porre in essere l'operazione viene dunque costituita la società veicolo, la *TeamSystem S.r.l.*, partecipata all'80% da *Bain Capital* tramite due fondi di diritto lussemburghese, *Teamsystem Luxco Participation I S.a.r.l.* e *Teamsystem Luxco S.a.s.* e, per il restante 20%, dal *management* della società, aspetto questo, che, proprio in virtù dell'elevata percentuale di partecipazione del *management* al capitale sociale della *NewCo* avvicina molto l'operazione a quella degli *MBO (Management Buy-Out)*.

Le risorse finanziarie necessarie per l'acquisizione vengono reperite, oltre che dal capitale sociale della società veicolo appositamente costituita, presso i due intermediari citati.

In particolare, le tranche di finanziamento *senior* fornite da RBS risultavano essere 4, più una linea di tipo *revolving* per un totale di 143 milioni di euro, mentre l'unica tranche di debito mezzanino fornita da ICG, era pari a 40 milioni di euro, per un totale complessivo di capitali presi a prestito per l'acquisizione pari a 183 milioni di euro, circa 8,5 volte l'*EBITDA* di quell'anno per *TeamSystem*.

<i>Tranche - Provider</i>	<b>Ammontare (mln. €)</b>	<i>Pricing</i>
Tranche A - RBS	60	Libor + 225 bp
Tranche B (revolving) - RBS	10	Libor + 225 bp
Tranche C - RBS	15	Libor + 240 bp
Tranche D - RBS	29	Libor + 275 bp
Tranche E - RBS	29	Libor + 325 bp
Mezzanine Tranche - ICG	40	Libor + 800 bp
<b>TOTALE</b>	<b>183</b>	

*Nota: Libor a 3 mesi Dicembre 2004: 2,55%*



L'ammontare di *equity* versato invece da *Bain Capital* e dal *management* della società risultava pari a circa 77 milioni di euro, con l'incidenza del management, come detto del 20%.

L'operazione viene ufficialmente chiusa il 16 dicembre 2004, ad un prezzo prossimo ai 260 milioni di euro, con una corrispondente valutazione dell'azienda pari a circa 11 volte l'EBITDA.

Questo risultato permette al fondo *Palamon*, che aveva pagato pochi anni prima, nel 2000, circa 35 milioni di euro per il pacchetto di maggioranza dell'azienda pesarese di generare una significativa plusvalenza dall'operazione.

### **3.8 L'andamento di *TeamSystem* nel post-LBO del 2004**

La scelta di vendere ad un fondo di *private equity*, anziché procedere attraverso la quotazione in borsa a posteriori si è rivelata vincente per *TeamSystem*. Infatti, grazie al supporto fornito da *Bain Capital* e all'efficace azione del management, *TeamSystem* ha iniziato un processo di ampliamento del portafoglio prodotti, che ha portato ad una serie di acquisizioni strategiche finalizzate alla crescita:

- **2006**: acquisto del gruppo ZeroNove, specializzato nelle soluzioni gestionali per le PMI e del gruppo Lince, società specializzata nei servizi di informazione economica;
- **2007**: acquisto della società Metodo, azienda specializzata nelle soluzioni gestionali per le medie imprese con l'obiettivo di consolidare la leadership italiana nel settore del software gestionale e dei servizi;
- **2008**: acquisizione del Gruppo Nuovamacut nell'ottica di rafforzamento dell'offerta e delle competenze per il settore manifatturiero;
- **2010**: acquisto della società INFORYOU, società specializzata nello sviluppo di software gestionale e sistemi di controllo accessi per lo sport, il benessere ed il tempo libero.

A cavallo fra il 2008 ed il 2009, *Teamsystem* opta anche per una ristrutturazione del proprio debito al fine di poter beneficiare di tassi d'interesse più favorevoli, con una struttura “*all senior*” a cinque anni, scegliendo inoltre il pagamento anticipato dell'intera tranche di

mezzanino che ha portato la società ad avere un indebitamento netto, poco prima dell'operazione di *LBO* del 2010, pari a circa 115 milioni di euro.

Grazie soprattutto alle operazioni di M&A operate nel periodo compreso fra i due *LBO* del 2004 e del 2010 il Gruppo registra una duplicazione del fatturato, che raggiunge i 130 milioni di euro, l'EBITDA arriva a 50 milioni di euro ed i clienti serviti ad oltre 80 mila.

### **3.9 L'operazione di *Leveraged Buy Out* del 2010**

All'inizio del mese di maggio del 2010, il fondo *Bain Capital*, azionista di riferimento della società, affida un mandato ad UBS finalizzato ad esplorare eventuali manifestazioni di interesse di investitori finanziari ed industriali a rilevare il controllo del Gruppo. Date le non favorevoli condizioni del mercato non viene, invece presa in considerazione la wayout dell'IPO.

A seguito del notevole interesse riscontrato da parte di diversi fondi di *private equity* e di società multinazionali del settore, è iniziato in tempi estremamente brevi un formale processo di formazione degli acquirenti interessati, al termine del quale gli azionisti, di concerto con il management, hanno ritenuto maggiormente interessante, sia in termini finanziari che di prospettive di sviluppo della società, cedere le azioni al fondo di *private equity* *HG Capital*. L'operazione di acquisizione, che è stata realizzata con il supporto finanziario di Unicredit, Banca IMI e *Società Generale*, è stata formalizzata il 30 settembre 2010, mediante l'acquisizione di *TeamSystem* da parte della società veicolo appositamente costituita *Titan Bidco S.p.A.* (poi fusa inversamente in data 28 dicembre 2010 all'interno della *TeamSystem* stessa), indirettamente controllata dal fondo *Hg Capital*.

*Hg Capital* è uno dei principali fondi di *private equity* inglesi ed è specializzato proprio nel settore del software gestionale, avendo realizzato negli ultimi anni numerosi investimenti in società simili a *TeamSystem* in diversi paesi Europei (Iris in Gran Bretagna ad esempio) con brillanti risultati in termini di crescita esponenziale delle società acquisite, giro d'affari, quota di mercato, redditività e quindi valore del capitale.

### 3.9.1 Cronistoria dell'operazione

Nella metà del 2010, trascorsi cinque anni dall'avvio dell'investimento nella società, *Bain Capital* affida ad *UBS* il mandato per la ricerca di un nuovo investitore di riferimento per *Teamsystem*. L'operazione mira ad ottenere un'uscita con un multiplo pari a circa 11-12 volte l'EBITDA, intorno quindi ai 5-600 milioni di euro entro la fine dell'anno.

L'attività dell'*advisor UBS* porta alla presentazione di circa dieci offerte delle quali tre vengono selezionate da *Bain Capital* per lo *step* successivo, cioè l'invio di proposte vincolanti.

In particolare si tratta delle offerte formulate dai fondi *Cinven*, *HG Capital* e dell'azienda inglese *Sage*, anch'essa, come *TeamSystem*, operante nel segmento dei software gestionali. Non vengono invece ritenute soddisfacenti tutte quelle offerte inferiori ad almeno 11 volte l'EBITDA di *TeamSystem*, prezzo ritenuto coerente tenendo conto di operazioni simili avvenute di recente, in particolare l'acquisizione di *Sophos*, *software-house* inglese comparabile con *TeamSystem*, a 15 volte l'EBITDA.

Quest'aspetto rappresenta un punto focale nell'ottica dell'uscita del fondo: il successo dell'operazione non può, infatti, che dipendere anche dal prezzo di scambio, dato che da esso deriverà il capital gain per *Bain Capital*, ma condizionerà anche l'acquirente, poiché lo stesso prezzo, al netto delle prospettive di crescita dell'azienda in termini di dimensione e di offerta di software, dovrà essere tale da garantire al nuovo acquirente un IRR in linea con le proprie aspettative<sup>80</sup>.

Con riguardo alla struttura finanziaria si delinea una situazione nella quale i potenziali acquirenti (ad esclusione di *Sage*) valutano di includere ancora una volta, come nel 2004, una componente di finanziamento mezzanino, oltre naturalmente alla componente *equity* ed al debito *senior*.

Con l'elaborazione delle offerte da parte dei tre soggetti investitori autorizzati a partecipare all'asta finale divengono più chiare le proposte. In particolare, pur in assenza di informazioni di dettaglio risulta che l'offerta di *Sage* sia stata formulata con l'intenzione di acquisire *TeamSystem* con linee di credito a breve termine e sostanzialmente tramite l'utilizzo degli ampi *cash-flow* disponibili, senza quindi un'articolata strutturazione delle

---

<sup>80</sup> Barbaglia P., Bruno S., Elisei C. e Valle M., *MergerMarket Intelligence*.

passività (la scelta appare coerente con la natura di soggetto industriale dell'investitore che si differenzia, pertanto, dai due fondi di investimento concorrenti), cosa che invece avviene per *Cinven* ed *Hg Capital*. Le differenze fra le offerte dei due fondi risiedono principalmente nel diverso rapporto fra capitale proprio ed indebitamento e nell'uso del finanziamento mezzanino. Se infatti, in termini di prezzo di offerta le due proposte erano equivalenti (poco meno di 12 volte l'EBITDA, almeno quindi 560 milioni di euro), *Cinven* ha deciso di optare per mezzi propri pari a circa il 65% dell'operazione, e debiti per circa 4,5 volte l'EBITDA, rinunciando all'inserimento di una tranche di mezzanino. Al contrario, *Hg Capital*, ha optato per una struttura quasi paritetica fra *equity* e debito, con quest'ultimo pari a circa 6 volte l'EBITDA, oltre all'inserimento di un'importante *tranche* di finanziamento di tipo mezzanino fornito da *ICG Capital* (soggetto già presente in *TeamSystem*), pari al 20% del complesso dei mezzi finanziari di terzi utilizzati per strutturare l'operazione<sup>81</sup>.

L'operazione si conclude i primi di agosto con la vittoria dell'asta da parte di *Hg Capital*<sup>82</sup> grazie ad un'offerta di 565 milioni di euro. *Hg Capital* infatti, oltre ad una miglior offerta in termini di prezzo (e, quindi, di multiplo di uscita per *Bain Capital*, che si attesterà, come verrà descritto successivamente, a circa 12 volte l'EBITDA) rispetto a *Cinven* e *Sage*, avrebbe convinto *Bain Capital* ed il management di *TeamSystem* grazie ad un *business plan* migliore in termini di prospettive e progetti di crescita per l'azienda<sup>83</sup>, nonché per la maggior esperienza nel settore del software, avendo già avuto diverse esperienze molto positive con altri importanti player del settore quali la norvegese *Visma*, *Iris* e *Computer Software Group* nel Regno Unito ed *Addison* in Germania.

### **3.9.2 La struttura finanziaria dell'operazione di Leverage Buy Out del 2010**

Come già anticipato, l'operazione di acquisizione è stata finalizzata attraverso la società veicolo *Titan Bidco S.r.l.*, interamente partecipata dalla *Luxco 3 Sàrl*, società di diritto lussemburghese facente riferimento al fondo *Hg Capital*. L'operazione ha avuto quindi come principali protagonisti:

---

<sup>81</sup> Bruno S., Barbaglia P., *MergerMarket Intelligence*.

<sup>82</sup> Arnold M., *Financial Times*, 3 Agosto 2010.

<sup>83</sup> Bruno S., Barbaglia P., *MergerMarket Intelligence*.

- *UBS* nel ruolo di *arranger* e *sponsor* dell'operazione;
- *Unicredit*, *Intesa San Paolo* e *Società Generale* nel ruolo di fornitori di debito *senior*;
- *ICG* nel ruolo di *provider* della *tranche* di finanziamento mezzanino
- il management della società, insieme ad *Hg Capital*, *Bain Capital* (che decide quindi di re-investire in *TeamSystem*) ed *ICG* attraverso la *NewCo Titan BidCo S.r.l.*

La società veicolo dunque risulta essere posseduta per il 53% da *HG Capital*, per il 23% da *Bain Capital* e per la restante parte da *ICG* ed il *management*, e fornirà complessivamente circa 297 milioni di euro per l'acquisizione di *TeamSystem*.

Con riguardo invece al capitale di debito acquisito per l'operazione, la tabella sottostante ne riassume le caratteristiche principali, in termini di ammontare, *pricing* e *seniority*. Il complesso dell'indebitamento, pari a poco meno di 50 milioni di euro, rappresenta circa 6 volte l'EBITDA di *TeamSystem* del 2010.

<b>Tranche - Provider</b>	<b>Ammontare (mln. €)</b>	<b>Pricing</b>	<b>Durata in anni</b>
Tranche A – Intesa San Paolo, Unicredit, Società Generale	77,8	Euribor + 450 bp	6
Tranche B (revolving) - Intesa San Paolo, Unicredit, Società Generale	10,0	Euribor +450 bp	6
Tranche C - Intesa San Paolo, Unicredit, Società Generale	25,0	Euribor + 450 bp	6
Tranche D - Intesa San Paolo, Unicredit, Società Generale	100,0	Euribor + 450 bp	7
Tranche Mezzanine - ICG	56,3	n.d.	n.d.
<b>Totale</b>	<b>269,0</b>		

*Nota: Euribor a 3 mesi Settembre 2010: 0,88%*

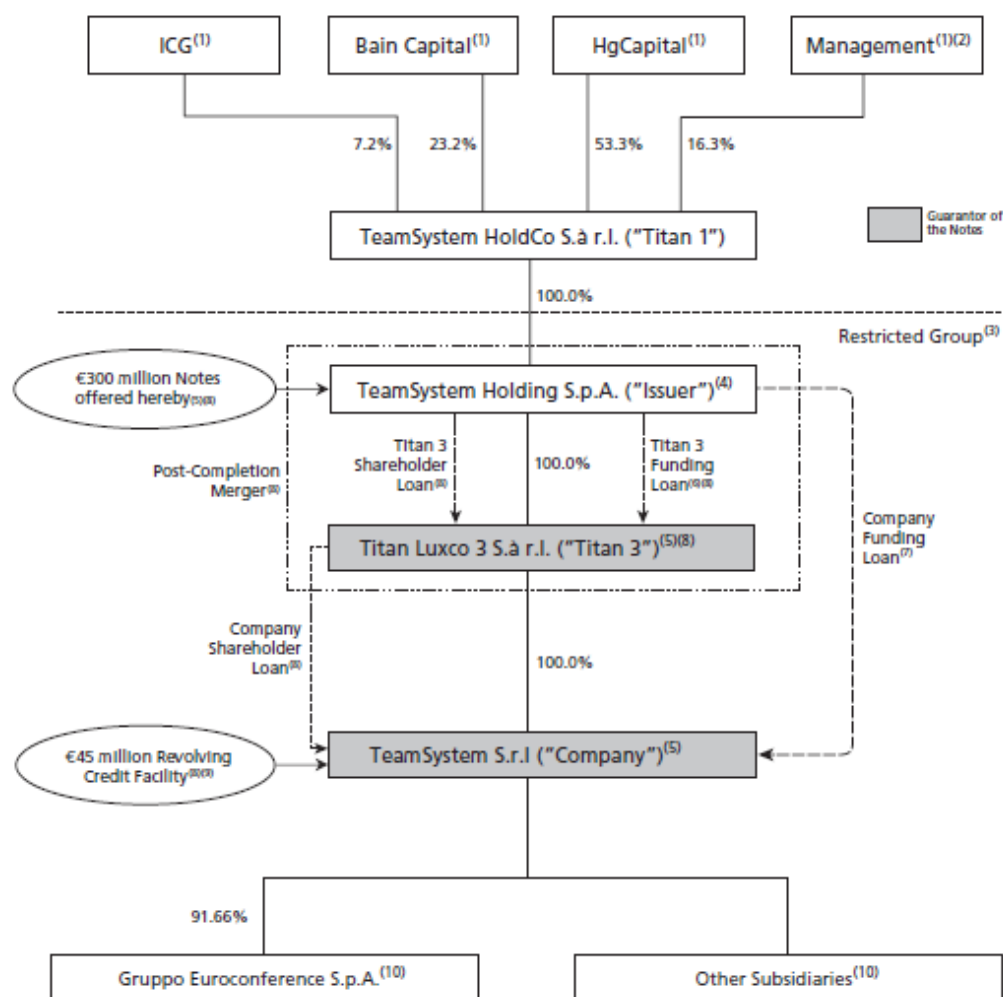
Successivamente all'acquisizione *TeamSystem* viene trasformata in società a responsabilità limitata e a conclusione dell'anno 2010 viene perfezionata l'operazione di fusione inversa

tra *TeamSystem srl* (incorporante) e *Titan Bidco* (incorporata).

La scelta della fusione inversa è collegata alla necessità di mantenere, in capo alla società operativa *TeamSystem S.r.l.*, l'intestazione di tutti i propri complessi rapporti giuridici e licenze, semplificando ed evitando gli adempimenti amministrativi di re-intestazione e volturazione delle stesse licenze e delle autorizzazioni, nonché degli oneri derivanti dall'eventuale subentro nei rapporti commerciali<sup>84</sup>.

La struttura venutasi a creare dopo l'operazione del 2010 risulta, invece, la seguente

Figura 32 – Struttura del Gruppo TeamSystem a seguito dell'operazione di LBO del 2010



Fonte: *TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013*

<sup>84</sup> Relazione degli amministratori al bilancio 2010 di *TeamSystem*.

### 3.10 L'andamento di TeamSystem nel post-LBO del 2010

Analogamente all'analisi operata in relazione all'andamento della società negli anni immediatamente successivi al primo LBO, di seguito vengono analizzati i risultati conseguiti nei periodi successivi alla seconda operazione di *secondary buyout*.

#### 3.10.1 Andamento di ricavi, EBITDA a numero di clienti per ciascuna linea di business

Nel 2012, a due anni dall'operazione, il *core business* della società, dato dalla software e dai servizi *on-line* rappresenta circa il 91% dell'EBITDA rettificato.

A livello di clientela si conferma l'esistenza di una base molto frammentata dove il cliente maggiore rappresenta circa lo 0,2% dei ricavi totali. La base della clientela resta rappresentata da un lato dalle PMI che includono micro, piccole e medie imprese con un massimo di 500 dipendenti e, dall'altro, dai professionisti tra i quali si ricomprendono commercialisti, consulenti del lavoro e avvocati.

Nella tabella che segue viene riportata la sintesi dei ricavi totali, dell'EBITDA dei clienti per ciascuna area d'affari così come risultanti dal bilancio chiuso al 31.12.2012.

Figura 33 – Sintesi dei risultati Gruppo TeamSystem al 31.12.2012

Software and Services (91% of Adjusted EBITDA'12)															
2012 Total Revenues	€118 million														
2012 Adjusted EBITDA <sup>(2)</sup>	€49.8 million														
Customers <sup>(1)</sup>	c.98,000														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>SMEs</th> <th>Professionals</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Customers</td> <td>Customers</td> </tr> <tr> <td>c.75,000</td> <td>c.23,000</td> </tr> </tbody> </table>		SMEs	Professionals	Customers	Customers	c.75,000	c.23,000								
SMEs	Professionals														
Customers	Customers														
c.75,000	c.23,000														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>CAD/CAM (3.7% of Adjusted EBITDA'12)</th> <th>Education (5.3% of Adjusted EBITDA'12)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012 Total Revenues</td> <td>€20.8mm</td> <td>2012 Total Revenues</td> <td>€14.3mm</td> </tr> <tr> <td>2012 Adjusted EBITDA<sup>(2)</sup></td> <td>€2.0mm</td> <td>2012 Adjusted EBITDA<sup>(2)</sup></td> <td>€2.9mm</td> </tr> <tr> <td>Customers<sup>(1)</sup></td> <td>c.5,700</td> <td>Customers<sup>(1)</sup></td> <td>c.19,000</td> </tr> </tbody> </table>		CAD/CAM (3.7% of Adjusted EBITDA'12)	Education (5.3% of Adjusted EBITDA'12)	2012 Total Revenues	€20.8mm	2012 Total Revenues	€14.3mm	2012 Adjusted EBITDA <sup>(2)</sup>	€2.0mm	2012 Adjusted EBITDA <sup>(2)</sup>	€2.9mm	Customers <sup>(1)</sup>	c.5,700	Customers <sup>(1)</sup>	c.19,000
CAD/CAM (3.7% of Adjusted EBITDA'12)	Education (5.3% of Adjusted EBITDA'12)														
2012 Total Revenues	€20.8mm	2012 Total Revenues	€14.3mm												
2012 Adjusted EBITDA <sup>(2)</sup>	€2.0mm	2012 Adjusted EBITDA <sup>(2)</sup>	€2.9mm												
Customers <sup>(1)</sup>	c.5,700	Customers <sup>(1)</sup>	c.19,000												

(1) Number of customers including approximately 5,000 overlapping customers.

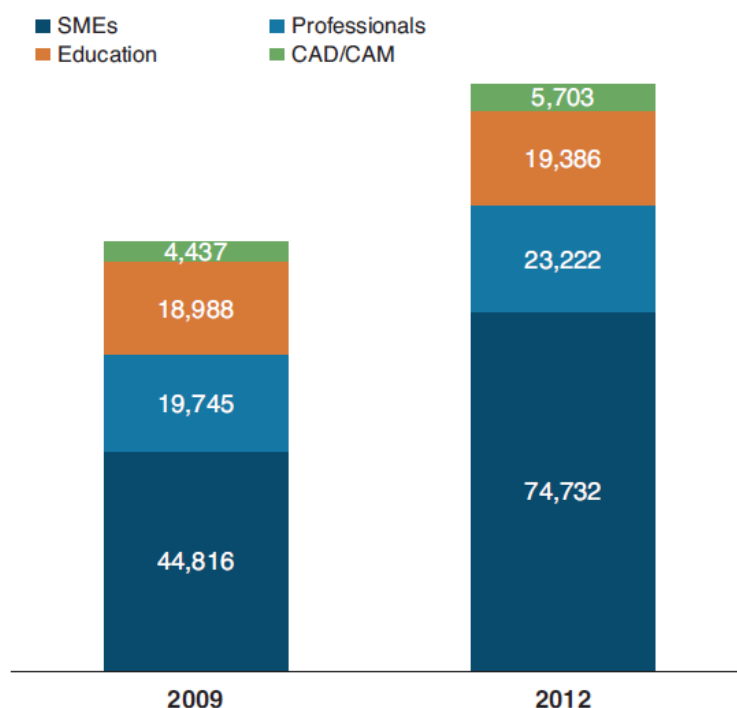
(2) Adjusted EBITDA refers to EBITDA plus allowance for bad debt.

Fonte: TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013

Al 31 dicembre 2012 la società ha nel proprio portafoglio clienti circa 123.000 clienti finali, con una crescita di 35.000 clienti dal 2009 e un *customer retention rate* pari a circa il 95-96% a conferma della bontà del business model adottato.

Il grafico che segue evidenzia, invece, la distribuzione della clientela in ragione delle linee di business, del tipo di software e i servizi forniti.

Figura 34 – Confronto della clientela del Gruppo TeamSystem tra il 2009 e il 2012

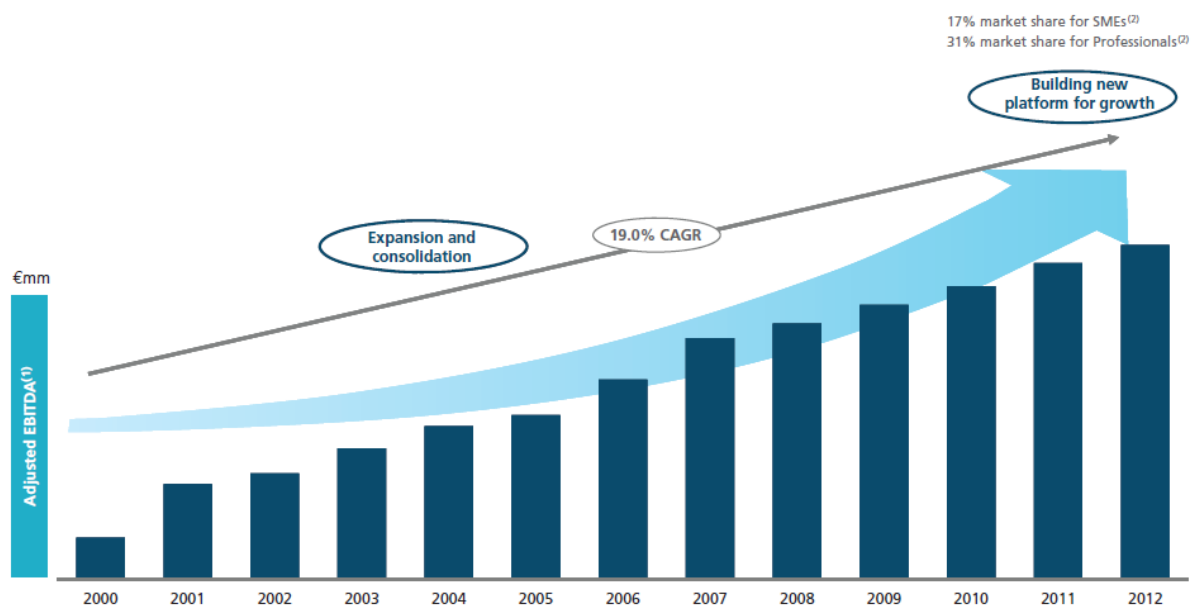


Fonte: TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013

In analogia a quanto già evidenziato negli anni precedenti, si conferma inoltre l'abilità del *management* nel far crescere il business e incrementare le performance operative come dimostra la crescita dei ricavi e dell'EBITDA nell'orizzonte temporale considerato nell'analisi.



Figura 35 – Andamento dell'EBITDA Adjusted tra il 2000 e il 2012



(1) Adjusted EBITDA, adjusted for bad debt provision.

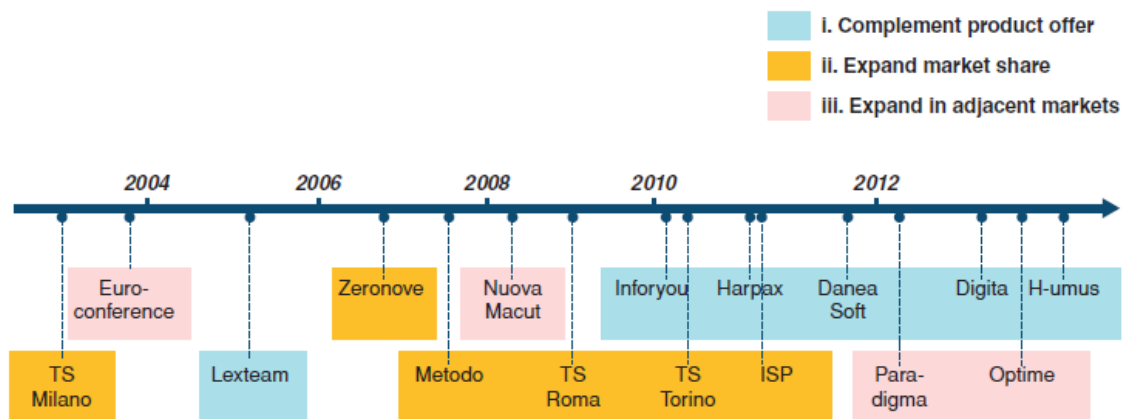
(2) Software and Service market share for 2011.

Fonte: TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013

La società ha inoltre completato il processo di crescita per linee esterne attraverso il perfezionamento di numerose acquisizioni che nel tempo hanno permesso di completare l'offerta di prodotto, di espandere il network e di ampliare la quota di mercato.

Il grafico che segue sintetizza le caratteristiche delle operazioni portate a termine ed evidenzia in modo immediato l'effettivo raggiungimento degli obiettivi prefissati.

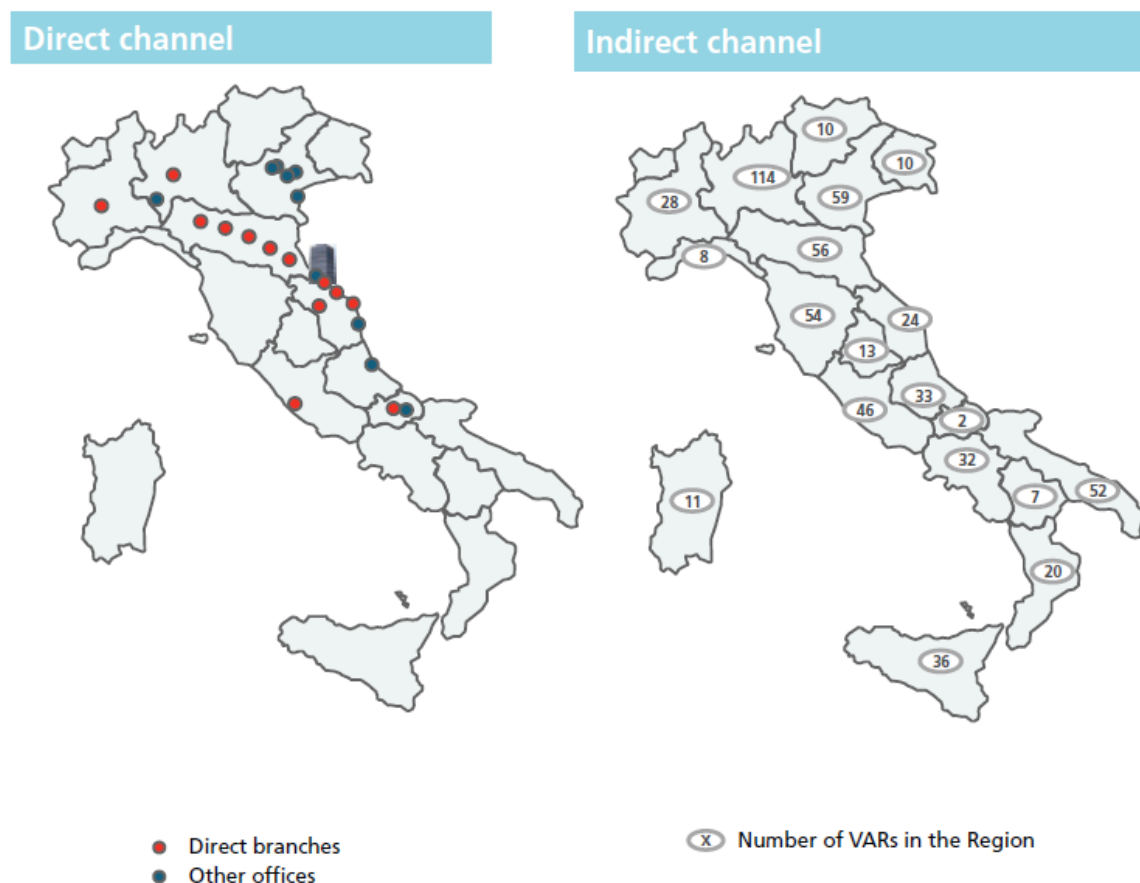
Figura 36 – Operazioni di acquisizione realizzate da TeamSystem



Fonte: TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013

Spostando l'analisi a livello di strategia di vendite e *marketing* si registra un rafforzamento delle due *business line* legate alla vendita del software e dei servizi attraverso il canale diretto, e indiretto. Al 31 dicembre 2012, infatti, la società opera attraverso un canale indiretto di circa 600 rivenditori e un canale diretto formato da 21 filiali sparse su tutto il territorio nazionale. I due canali contribuiscono, rispettivamente a circa il 53% e circa il 47% dei ricavi complessivi.

Figura 37 – Dettaglio dei canali di vendita diretto ed indiretto



Fonte: TeamSystem – Offering Memorandum relativo al prestito obbligazionario 2013

### 3.11 Il confronto fra le due operazioni di *Leveraged Buy Out*

Descritte le caratteristiche salienti e la struttura finanziaria delle due operazioni di *leveraged buyout* che hanno avuto come protagonista *TeamSystem* nel 2004 e nel 2010, è possibile operare un raffronto tra le due operazioni in modo da poterne analizzare caratteristiche, peculiarità, differenze e risultati.

#### 3.11.1 Le diverse caratteristiche dei fondi succedutisi nel corso degli anni

In via preliminare, al fine di una corretta analisi delle operazioni succedutesi nel tempo,

appare rilevante evidenziare la natura dei fondi di *private equity* che si sono susseguiti nel controllo di *TeamSystem* nelle varie operazioni di *buy-out*: *Palamon Capital*, *Bain Capital* ed infine *Hg Capital*, in stretto ordine temporale, coerente fra l'altro con il diverso ruolo che questi hanno avuto nell'evoluzione di *TeamSystem*

- *Palamon Capital* (intervenuta nell'acquisizione di *TeamSystem* nel 2000) è un fondo caratterizzato da un orientamento di tipo “*seed/growth*”. Tipicamente investe con esclusivo uso del capitale di rischio, in un *range* compreso fra 10 e 80 milioni di euro, senza particolare specializzazione in settori o mercati. L'operazione oggetto della presente analisi è stata sicuramente di successo, sia in termini di risultati per *TeamSystem* grazie al netto rafforzamento della propria posizione di mercato, che ha fatto registrare un IRR in uscita di oltre il 51%<sup>85</sup>;
- *Bain Capital* è uno dei maggiori *player* a livello mondiale nell'ambito del *private equity*, avendo eseguito dalla sua fondazione a metà degli anni ottanta circa 300 operazioni. Il fondo è solito intervenire per favorire la crescita dell'impresa target<sup>86</sup>, con ingenti investimenti sia in termini di capitale proprio sia di debito, consentendo di far raggiungere risultati eccellenti all'impresa “*target*” in termini sia di crescita organica dell'azienda sia di risultati. Situazione, questa, confermata anche nel caso in esame considerato che proprio nella fase di intervento da parte di *Bain Capital* *TeamSystem* ha raggiunto e consolidato la *leadership* nel mercato dei *software* gestionali per le PMI con una serie di operazioni di *M&A* che hanno caratterizzato il periodo intercorrente fra il 2004 ed il 2010. Come evidenziato, l'EBITDA di *TeamSystem* è raddoppiato in meno di 6 anni sotto la guida di *Bain Capital*, passando da circa 24 milioni di euro a quasi 50 milioni di euro, fattore sicuramente rilevante alla successiva vendita di *TeamSystem* nel 2010 ad un prezzo più che raddoppiato rispetto a quello d'acquisto nel 2004;
- *Hg Capital* è, invece, un fondo specializzato in investimenti in imprese di medie dimensioni dal posizionamento competitivo già affermato, soprattutto nel settore dell'IT ma si caratterizza per avere in portafoglio anche imprese legate ai settori

---

<sup>85</sup> Sito web istituzionale [www.palamon.com](http://www.palamon.com)

<sup>86</sup> Sito web istituzionale [www.baincapital.com](http://www.baincapital.com)

dell'*healthcare* e delle energie rinnovabili. L'approccio di *Hg Capital* è quello di fornire un contributo alla crescita delle imprese "*target*" con investimenti di circa 40-70 milioni di euro di capitale di rischio per singola operazione, con una logica non necessariamente di maggioranza<sup>87</sup>.

Considerato l'ordine nel quale sono intervenuti i tre fondi di investimento appare chiaro che risulta esservi coerenza con l'evoluzione di *TeamSystem* e che, quest'ultima, è collegata in maniera diretta alla diversa natura degli investitori susseguitisi negli anni, i quali hanno:

- in un primo momento dotato l'azienda di una struttura organizzativa manageriale (*Palamon*);
- contribuito alla crescita sia in termini organici che di risultati (*Bain Capital*);
- consolidato in modo sempre maggiore la posizione di *leadership* nel mercato di riferimento (*Hg Capital*).

### ***3.11.2 Il confronto fra le strutture finanziarie che hanno caratterizzato le operazioni del 2004 e del 2010***

Fatta la dovuta premessa sulla natura dei fondi che si sono avvicinati alla guida di *TeamSystem*, può essere operato un raffronto tra la struttura finanziaria scelta nelle due operazioni di *LBO*.

#### ***A) Capital Structure:***

La prima macroscopica differenza è il rapporto fra capitale proprio e capitale di debito che emerge dalle due operazioni. Fatto 100 l'EV<sup>88</sup>, nel 2004 il debito pesava per il 70% nell'operazione, con quindi l'*equity* al 30%: percentuali che combaciano perfettamente con la "teoria" delle operazioni di *leveraged buy out*, le quali, come specificato nel primo capitolo del presente lavoro, per definirsi tali, devono disporre di una forte incidenza dei mezzi finanziari di terzi nell'operazione, per distinguersi quindi dalle altre più tradizionali all'interno della famiglia del *private equity*. Ed essendo *TeamSystem* un'impresa *target* ideale il forte indebitamento risultava sostenibile grazie, principalmente, ad un elevato

---

<sup>87</sup> Sito web istituzionale [www.hgcapital.com](http://www.hgcapital.com)

<sup>88</sup> Enterprise Value, cioè il valore complessivo delle attività dell'azienda, prescindendo dalla composizione delle fonti di finanziamento.

indice di *cash-conversion*, elemento dirimente per la sostenibilità dell'indebitamento e quindi il buon esito dell'operazione.

Quel che invece accade nel 2010 è che la struttura finanziaria dell'operazione cambia sensibilmente nelle proporzioni, con il rapporto fra debito ed *equity* sostanzialmente paritario. Questo fenomeno è spiegabile con la negativa congiuntura economica del 2010, dove la volatilità dell'economia metteva a rischio i risultati dell'impresa e quindi la sostenibilità del debito con i *cash-flow*, condizione imprescindibile per il buon esito dell'operazione di *LBO*.

La crisi finanziaria post-2007/2008 ha innescato fenomeni di *credit-crunch* e di aumento degli *spread* applicati al debito. Si è passati quindi, nel corso degli anni, da *capital structure* ante-crisi caratterizzate dal 30% di *equity*, come infatti avvenuto nell'operazione del 2004, ad un rovesciamento del rapporto in conseguenza alla negativa congiuntura economica ed al generale clima di sfiducia verso il mercato del *leveraged*, con operazioni caratterizzate da incidenza del capitale proprio attorno al 70%. L'operazione di *LBO* di *TeamSystem* del 2010 si posiziona in maniera intermedia, per due ordini di motivi:

1. un primo motivo dovuto al fatto che, trattandosi di un'operazione di dimensioni rilevanti, rispetto al mercato non attivissimo del *private equity* degli ultimi anni, l'incidenza del debito è giocoforza maggiore, poiché maggiore è la stabilità e la sostenibilità del debito per l'impresa nel suo complesso;
2. il secondo motivo, strettamente correlato al primo, deriva dal già più volte citato indice di *cash-conversion* di *TeamSystem*. Nel 2010 infatti, l'EBITDA era di poco inferiore ai 50 milioni di euro, pari quindi a circa il 40% dell'intero fatturato, una percentuale sicuramente molto rilevante che, evidentemente, ha fatto propendere sia per una struttura finanziaria leggermente più sbilanciata verso il debito (rispetto a percentuali correnti di 70% *equity* / 30% debito) sia per il generale clima di ottimismo circa le prospettive future di *TeamSystem*<sup>89</sup>, azienda dotata infatti di ricavi che, per oltre la metà, sono ricorrenti ogni anno, sia perché, date queste premesse, si è evidentemente

---

<sup>89</sup> Si ricordi il fatto che il fondo *Bain Capital*, nonostante la cessione dell'azienda, ha comunque operato un reinvestimento nella medesima partecipando alla costituzione della *NewCo*.

scelto di non inficiare eccessivamente i ritorni attesi degli investitori in capitale di rischio con una struttura finanziaria troppo “conservativa”;

*B) Pricing delle operazioni di finanziamento*

Il clima di sfiducia dei mercati attorno alle operazioni *leveraged* negli ultimi anni lo si può evincere anche confrontando gli *spread* applicati al *pricing* iniziale delle linee di finanziamento, concesse alle due *NewCo* nel 2004 e nel 2010.

Premettendo che la diversa base sulla quale si applicano gli *spread* non inficia la nostra analisi poichè, trattandosi di tassi interbancari (seppur sia stato utilizzato il *Libor* nel 2004 e l'*Euribor* nel 2010)<sup>90</sup> questi riflettono la condizione del mercato dei capitali nel momento considerato, quel che rileva per la disamina del caso è invece lo *spread* applicato ai tassi d'interesse, che sono raddoppiati da un'operazione all'altra, passando (escludendo le linee di finanziamento mezzanino), da una media di 270 punti base nel 2004 ad una media di 470 punti base nel 2010. Seppur il *pricing* delle varie *tranche* nel 2004 e nel 2010 appare confrontabile, essendo le basi di partenza molto diverse, con il *Libor* a tre mesi al momento dell'operazione del 2004 intorno al 2,55% e l'equivalente *Euribor* nel 2010 vicino allo 0,88%, appare evidente come l'operazione del 2010 sia risultata essere, fra l'altro a parità di scadenze, relativamente più costosa, essendo gli *spread* delle varie *tranche* più “pesanti” all'interno del *pricing* della *tranche* stessa rispetto al 2004.

Se consideriamo, ad esempio, le *Tranche A* delle due operazioni, in quella del 2004 il *pricing* finale per *TeamSystem* è stato del 4,95%, composto dal *Libor* a tre mesi pari al 2,55% e lo *spread* di 225 punti base, mentre nel 2010 la *tranche* è costata il 5,3%, di cui l'*Euribor* a tre mesi per lo 0,88% e la restante parte, 450 punti base, di *spread* applicato. La differenza è sicuramente sottile, ma sostanziale, ed è proprio frutto del mutato contesto economico-finanziario, che ha generato una sorta di diffidenza più che di sfiducia, per operazioni di questo tipo.

---

<sup>90</sup> A causa dei diversi intermediari intervenuti nelle due operazioni, RBS di diritto inglese nel 2004 ed Unicredit, Banca Intesa e Società Generale nel 2010.

### **3.12 L'emissione obbligazionaria del 2013 finalizzata al rifinanziamento del debito originato a supporto dell'operazione di *secondary buyout* del 2010**

Nel corso del 2013 la società ha avviato un percorso di rifinanziamento del debito originato nell'agosto 2010 a supporto dell'operazione di *secondary buyout* con la quale il controllo della società era passato da *Bain Capital* ad *HG Capital*.

Nell'ottica del *management* l'obiettivo dell'operazione era duplice: da un lato, rifinanziare a condizioni più vantaggiose le linee di credito erogate dalle banche a supporto del *buyout* e, dall'altro, rimborsare il finanziamento soci erogato dalla controllante *Titan Luxco 3 Sarl*.

A questo fine *Teamsystem* ha emesso un bond *high yield senior secured* da 300 milioni di euro<sup>91</sup> a 7 anni (rating "B2" di *Moody's* e "B" di *Standard&Poor's*) con cedola fissata al 7,375% avvalendosi del supporto dei *joint global coordinator* *HSBC*, *JPMorgan*, *Société Générale* e dei *joint bookrunner* Banca Imi, *IKB* e *Natixis*<sup>92</sup>.

Nel dettaglio, il bond è stato emesso dalla controllante del gruppo *Titan Luxco sarl* e presenta le seguenti caratteristiche:

- taglio minimo di 100.000 euro e multipli di 1.000 euro;
- maturazione: 15 maggio 2020;
- tasso 7,375 % annuo;
- pagamento semestrale degli interessi in via posticipata al 15 maggio e al 15 novembre di ogni anno a partire dal 15 novembre 2013;
- quotazione nel mercato non regolamentato ExtraMot – Segmento professionale di Borsa Italiana.

A seguito della prima emissione, nel corso del 2014 la società, sempre attraverso la Capogruppo, ha operato una seconda emissione finalizzata al finanziamento dell'acquisizione della divisione software del Gruppo Sole 24 Ore operata nel mese di maggio 2014.

---

<sup>91</sup> I valori dell'operazione sono quindi in linea con il *buyout* del 2010 che era stato finanziato con 288 milioni di euro di debito, dei quali 213 milioni di euro di linee *senior*.

<sup>92</sup> L'operazione di emissione è avvenuta dopo un primo tentativo, poi arenatosi a fine 2012 a causa dei costi eccessivi, di procedere con un'emissione da 250 milioni di euro. Nell'idea iniziale la strategia era quella di attendere la scadenza del mezzanino fissata all'autunno 2013, prima di procedere con l'emissione dell'obbligazione. Tuttavia, il momento di mercato particolarmente favorevole per le emissioni ha spinto la società ad accorciare i tempi, nonostante il necessario incremento dell'ammontare del bond per tener conto anche del maggiore esborso in termini di interessi da pagare sul mezzanino.



Il collocamento è avvenuto a un prezzo di 105,75, pari a un rendimento del 5,765%. In entrambi i casi (prima emissione del 2013 e seconda emissione del 2014) la scelta del prestito obbligazionario come fonte di finanziamento è stata motivata, tra l'altro, dal fatto che i tassi e le condizioni offerte dal mercato obbligazionario apparivano ancora particolarmente favorevoli e che tale fonte di finanziamento continuava ad essere, anche in considerazione attraversata dal sistema bancario nazionale e internazionale, particolarmente adatta a sostituire il mercato del credito bancario.

### ***3.12.1 Gli investimenti operati attraverso le risorse ottenute mediante l'emissione del bond***

La principale acquisizione operata dalla società a seguito dell'emissione del prestito obbligazionario è stata l'acquisizione della società 24Ore Software S.p.A. che era la divisione software de Il Sole24Ore attiva nello sviluppo e nella commercializzazione di soluzioni software rivolte ai professionisti, alle aziende di piccola e media dimensione, alle amministrazioni pubbliche, locali e centrali, ai Centri di assistenza fiscale ("CAF) ed alle grandi aziende.

La società acquisita includeva diverse unità di business che coprivano, attraverso prodotti e tecnologie specifiche diversi settori.

Come indicato dalla società<sup>93</sup> questa acquisizione si collocava nell'ambito del piano strategico che mirava a rafforzare la leadership del Gruppo *TeamSystem* in tutti i mercati serviti, oltre ad estendere il presidio dello stesso nei mercati collaterali, quali l'edilizia ed i Centri per l'assistenza fiscale.

Sempre dall'analisi dei dati forniti dalla società risulta che il corrispettivo provvisorio riconosciuto per l'acquisto della società è stato pari a 104,484 milioni di euro ed è stato oggetto di aggiustamento basato sulla situazione finanziaria netta della società 24 Software S.p.A. alla data del *closing* per 1,023 milioni di euro a favore della società acquirente *TeamSystem* S.p.A.. Di conseguenza il corrispettivo finale dell'operazione è risultato pari a 103,461 milioni di euro.

Oltre all'operazione di acquisto della divisione software de *Il Sole24Ore*, *TeamSystem* ha

---

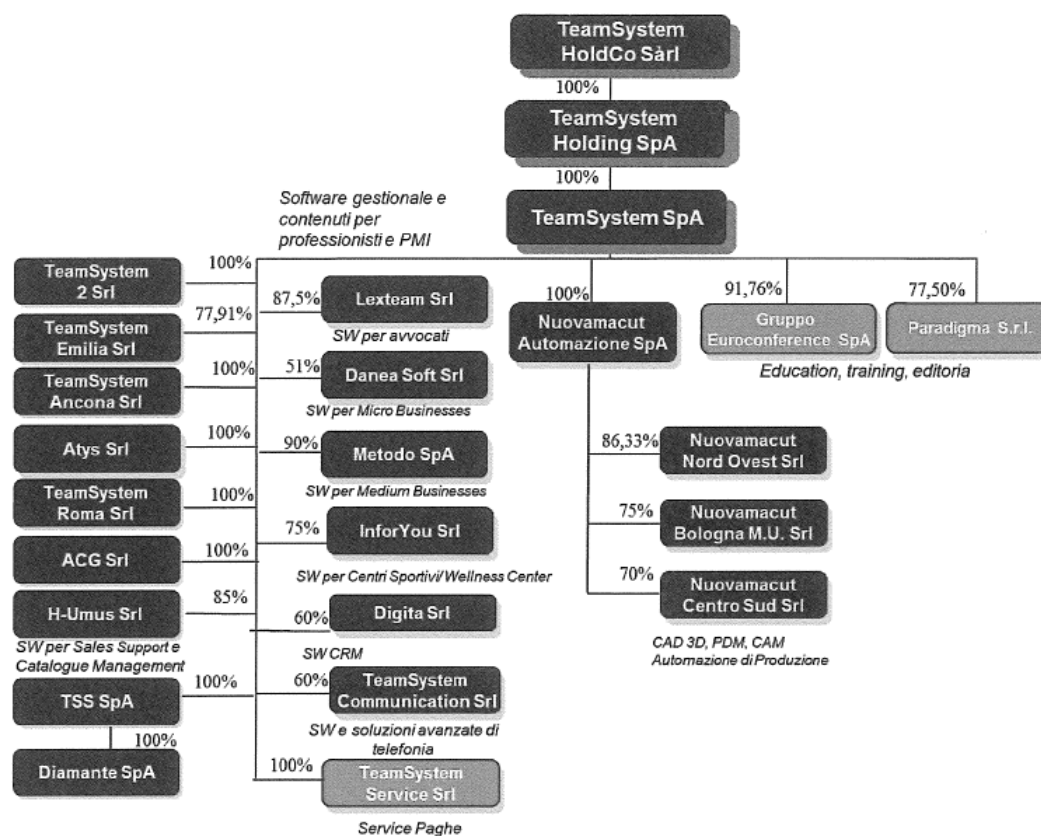
<sup>93</sup> *TeamSystem S.p.A.*, Relazione degli amministratori al bilancio chiuso al 31.12.2014.

operato ulteriori acquisizioni e avviato un'importante attività di integrazione delle stesse all'interno del Gruppo. A questa si è affiancata, più in generale, una riprogettazione dell'organizzazione del Gruppo.

Nel dettaglio, nel secondo semestre 2014 è stato acquisito l'intero capitale sociale di due ulteriori società: *Atys S.r.l.*, società fornitrice di tecnologie per la gestione dei processi produttivi nelle aziende meccaniche, e *Knos Dms S.r.l.* (società neo-costituita dallo spin-off del ramo d'azienda della società *Italcom S.p.A.*) operativa nello sviluppo, aggiornamento, manutenzione e commercializzazione di software dedicato alla gestione documentale, alla conservazione sostitutiva e alla fatturazione elettronica.

Considerate le caratteristiche delle due società acquisite (poi fuse nella *TeamSystem S.p.A.* a dicembre 2014) le relative tecnologie sono state integrate nell'offerta di *TeamSystem*, consentendo al Gruppo di rafforzare il proprio posizionamento e la propria offerta con prodotti ad elevato contenuto tecnologico.

Fig. 38 - La struttura del Gruppo TeamSystem al 31.12.2014



Note:

- 1) Le percentuali di possesso indicate non sono comprensive degli accordi di put/call options;
- 2) TSS SpA e Alys Srl sono state acquisite nel corso del 2014;

Fonte: TeamSystem Holding S.p.A. – Bilancio consolidato al 31.12.2014

### 3.12.2 L'evoluzione degli indicatori economici

L'esercizio 2014 evidenzia per *TeamSystem S.p.A.* una crescita del valore della produzione rispetto al 2013 di quasi il 36% (+43% se si considera il solo segmento operativo *Software & service*<sup>94</sup>).

A livello di gruppo, l'esercizio 2014 evidenzia Ricavi pari a 213,2 milioni di euro, in crescita di 55,999 milioni di euro rispetto all'esercizio precedente (+35,6%), un EBITDA

<sup>94</sup> *TeamSystem Holding S.p.A.*, Relazione degli amministratori al Bilancio consolidato al 13 dicembre 2014.

*Adjusted*<sup>95</sup> pari a 68,9 milioni di euro, in crescita in valore assoluto rispetto all'esercizio 2013 di 12,933 milioni di euro (+23,1%) e una perdita d'esercizio del Gruppo pari a circa 32 milioni di euro.

Tale perdita, tuttavia, non rispecchia la dinamica degli andamenti normalizzati del Gruppo che risultano in miglioramento rispetto all'esercizio precedente oltre che ad essere in controtendenza rispetto all'andamento sia del mercato di riferimento sia dell'economia italiana.

Infatti, analizzando i dati di EBITDA *Adjusted* relativi ai tre settori operativi in cui opera *TeamSystem*, emerge che la *business unit Software & Service* apporta al Gruppo un EBITDA *Adjusted* pari a 63,648 milioni di euro (pari al 92% dell'EBITDA *Adjusted* totale) in crescita di 11,594 milioni di euro rispetto all'esercizio precedente (+22%), la *business unit CAD/CAM* (Nuovamacut) un EBITDA *Adjusted* pari a 2,489 milioni di euro, in crescita di 0,533 milioni di euro (+27%), mentre la *business unit Education* un EBITDA *Adjusted* pari a 2,733 milioni di euro, anch'essa in crescita di 0,811 milioni di euro rispetto al 2013 (+42%).

---

<sup>95</sup> Valore dato dall'EBITDA senza tener conto della svalutazione dei crediti.

Fig. 39 - I risultati economici di TeamSystem al 31.12.2014

<b>CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>%</b>	<b>31/12/2013 Restated</b>	<b>%</b>	<b>Delta vs 2013</b>	<b>Delta % vs 2013</b>
<i>Importi in Euro/000</i>						
<b>RICAVI</b>	<b>213.161,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>157.162,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>55.998,9</b>	<b>35,6%</b>
Costo per merci e materie prime	-20.738,0	-9,7%	-17.503,3	-11,1%	-3.234,8	18,5%
Costo per servizi	-46.414,9	-21,8%	-31.838,5	-20,3%	-14.576,5	45,8%
Costo per il personale (inclusi amministratori e co.co.pro)	-80.273,8	-37,7%	-55.853,8	-35,5%	-24.420,0	43,7%
Altri costi operativi	-5.820,4	-2,7%	-3.163,1	-2,0%	-2.657,2	84,0%
Svalutazione crediti	-7.400,5	-3,5%	-2.695,3	-1,7%	-4.705,2	174,6%
<b>EBITDA "cash"</b>	<b>52.514,1</b>	<b>24,6%</b>	<b>46.108,8</b>	<b>29,3%</b>	<b>6.405,2</b>	<b>13,9%</b>
Costi di sviluppo capitalizzati	8.955,0	4,2%	7.132,7	4,5%	1.822,3	25,5%
<b>EBITDA</b>	<b>61.469,1</b>	<b>28,8%</b>	<b>53.241,5</b>	<b>33,9%</b>	<b>8.227,6</b>	<b>15,5%</b>
Ammortamento immobilizzazioni materiali	-1.290,1	-0,6%	-985,7	-0,6%	-304,5	30,9%
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	-5.683,8	-2,7%	-2.797,5	-1,8%	-2.886,3	103,2%
Ammortamento immobilizzazioni immateriali IAS	-27.846,7	-13,1%	-21.776,1	-13,9%	-6.070,6	27,9%
Altri accantonamenti	-200,1	-0,1%	-258,3	-0,2%	58,2	-22,5%
Ricavi (Costi) non ricorrenti netti	-13.870,6	-6,5%	-4.971,0	-3,2%	-8.899,5	179,0%
Svalutazione immobilizzazioni e impairment Goodwill	-3.330,2	-1,6%	0,0	0,0%	-3.330,2	n.s.
<b>EBIT</b>	<b>9.247,6</b>	<b>4,3%</b>	<b>22.453,0</b>	<b>14,3%</b>	<b>-13.205,4</b>	<b>-58,8%</b>
Proventi (Oneri) finanziari netti	-37.992,6	-17,8%	-45.814,2	-29,2%	7.821,6	-17,1%
<b>Risultato pre-imposte</b>	<b>-28.745,0</b>	<b>-13,5%</b>	<b>-23.361,2</b>	<b>-14,9%</b>	<b>-5.383,9</b>	<b>23,0%</b>
Imposte correnti	-6.877,6	-3,2%	-7.635,9	-4,9%	758,3	-9,9%
Imposte differite	3.724,8	1,7%	2.539,2	1,6%	1.185,6	46,7%
<b>Utile / (Perdita) totale dell'esercizio</b>	<b>-31.897,8</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-28.457,8</b>	<b>-18,1%</b>	<b>-3.440,0</b>	<b>12,1%</b>
(Utile) / Perdita di competenza Terze Parti	-138,6	-0,1%	-92,4	-0,1%	-46,2	50,0%
<b>Utile / (Perdita) di competenza del Gruppo</b>	<b>-32.036,4</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-28.550,3</b>	<b>-18,2%</b>	<b>-3.486,2</b>	<b>12,2%</b>
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>68.869,6</b>	<b>32,3%</b>	<b>55.936,8</b>	<b>35,6%</b>	<b>12.932,8</b>	<b>23,1%</b>

Fonte: TeamSystem Holding S.p.A. – Bilancio consolidato al 31.12.2014

Fig. 40 - Gli indicatori economici di TeamSystem al 31.12.2014

<b>Gruppo TeamSystem</b> (Migliaia di Euro)	<b>Consolidato</b>	<b>Consolidato</b>
	<b>31/12/2014</b>	<b>Restated 31/12/2013</b>
<b>INDICATORI DI ECONOMICITA'</b>		
ADJUSTED EBITDA / RICA VI	32,3%	35,6%
<b>INDICATORI DI REDDITTIVITA'</b>		
ROE (Utile/Perdita) dell'esercizio /Patrimonio netto)	-15,7%	-13,4%
<b>INDICATORI DI LIQUIDITA'</b>		
Leverage (Debiti finanziari netti/Patrimonio Netto)	2,5	1,7

Anche a livello patrimoniale al 31.12.2014, invece, la società evidenzia la situazione riportata nella tabella che segue

Fig. 41 - L'andamento del Capitale investito netto consolidato di TeamSystem nel 2013 e nel 2014

<b>CAPITALE INVESTITO NETTO CONSOLIDATO</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>31/12/2013 Restated</b>	<b>Delta vs 2013</b>	<b>Delta % vs 2013</b>
<i>Importi in Euro/000</i>				
Crediti commerciali	81.312,4	48.652,6	32.659,8	67,1%
Debiti e ratei passivi commerciali	-28.486,5	-18.564,4	-9.922,2	53,4%
Magazzino	1.410,9	1.366,1	44,8	3,3%
Altre attività non finanziarie	10.211,7	7.676,3	2.535,4	33,0%
Altre passività non finanziarie	-47.169,3	-30.568,9	-16.600,4	54,3%
Crediti (Debiti) tributari	3.313,1	2.724,3	588,8	21,6%
<b>Capitale circolante netto gestionale</b>	<b>20.592,2</b>	<b>10.402,5</b>	<b>10.189,7</b>	<b>98,0%</b>
Goodwill	360.004,2	302.616,3	57.388,0	19,0%
Immobilizzazioni Immateriali IAS	282.372,0	254.558,7	27.813,3	10,9%
Immobilizzazioni Immateriali	21.195,6	12.901,3	8.294,3	64,3%
Immobilizzazioni Materiali	11.500,6	10.080,4	1.420,1	14,1%
Immobilizzazioni Finanziarie	889,9	293,5	596,4	203,2%
<b>Attività non correnti</b>	<b>675.962,3</b>	<b>580.450,2</b>	<b>95.512,1</b>	<b>16,5%</b>
<b>Capitale Investito</b>	<b>696.554,6</b>	<b>590.852,7</b>	<b>105.701,8</b>	<b>17,9%</b>
Fondo trattamento fine rapporto dipendenti	-16.357,7	-10.846,2	-5.511,5	50,8%
Crediti (Debiti) netti per imposte differite	-77.586,6	-78.806,6	1.220,0	-1,5%
Altri fondi	-2.483,5	-2.230,6	-252,8	11,3%
<b>Fondi rischi e oneri</b>	<b>-96.427,8</b>	<b>-91.883,4</b>	<b>-4.544,3</b>	<b>4,9%</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>600.126,8</b>	<b>498.969,3</b>	<b>101.157,5</b>	<b>20,3%</b>

Fonte: TeamSystem Holding S.p.A. – Bilancio consolidato al 31.12.2014

Al 31.12.2014 l'indebitamento finanziario netto verso terzi (al netto delle *vendor loan*) del Gruppo risulta pari a circa 407,1 milioni di euro rispetto ai 295,7 milioni di euro dell'esercizio precedente.

Il patrimonio netto consolidato di gruppo risulta, invece, pari a 170,9 milioni di euro, con un indice di liquidità "*Leverage*" (dato da Debiti finanziari netti / Patrimonio netto) che risulta in crescita rispetto al 2013. L'indice, infatti, si attesta su un valore pari a 2,5 (rispetto a 1,7 del 2013).

Fig. 42- La movimentazione delle risorse finanziarie consolidate di TeamSystem nel 2013 e nel 2014

<b>RISORSE FINANZIARIE CONSOLIDATE</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>31/12/2013 Restated</b>	<b>Delta vs 2013</b>	<b>Delta % vs 2013</b>
<i>Importi in Euro/000</i>				
Debiti finanziari (al netto c/c bancari passivi)	434.228,6	326.814,4	107.414,2	32,9%
Financing fees	-10.335,9	-14.088,8	3.752,9	-26,6%
Altre passività finanziarie	1.118,5	712,0	406,5	n.s.
Altre attività finanziarie	-7,1	-235,3	228,2	-97,0%
Cassa e c/c bancari netti	-17.871,2	-17.521,8	-349,4	2,0%
<b>Indebitamento Finanziario Netto verso terzi</b>	<b>407.132,8</b>	<b>295.680,6</b>	<b>111.452,3</b>	<b>37,7%</b>
Vendor loan	21.390,2	19.500,8	1.889,4	9,7%
<b>Indebitamento Finanziario Netto verso soci</b>	<b>21.390,2</b>	<b>19.500,8</b>	<b>1.889,4</b>	<b>9,7%</b>
Capitale sociale e Riserve	202.933,1	211.627,5	-8.694,4	-4,1%
Utile / (Perdita) del Gruppo	-32.036,4	-28.550,3	-3.486,2	12,2%
<b>Totale patrimonio netto del Gruppo</b>	<b>170.896,6</b>	<b>183.077,3</b>	<b>-12.180,6</b>	<b>-6,7%</b>
Capitale sociale e Riserve di Terze Parti	568,5	618,2	-49,7	-8,0%
Utile / (Perdita) di Terze Parti	138,6	92,4	46,2	50,0%
<b>Totale patrimonio netto dei soci di minoranza</b>	<b>707,1</b>	<b>710,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,5%</b>
<b>RISORSE FINANZIARIE</b>	<b>600.126,8</b>	<b>498.969,3</b>	<b>101.157,5</b>	<b>20,3%</b>

Fig. 43- Il rendiconto finanziario consolidato di TeamSystem nel 2013 e nel 2014

<b>RENDICONTO FINANZIARIO CONSOLIDATO</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>31/12/2013 Restated</b>	<b>Delta vs 2013</b>	<b>Delta % vs 2013</b>
<i>Importi in Euro/000</i>				
Flussi della gestione corrente	37.377,1	40.703,1	-3.326,0	-8,2%
Flussi dell'attività di investimento	-95.531,3	-34.537,8	-60.993,5	176,6%
Flussi dell'attività finanziaria	57.586,3	-10.160,4	67.746,7	-666,8%
Disp. nette società neo-consolidate alla data di acquisizione del controllo	921,8	2.263,5	-1.341,8	-59,3%
<b>INCREMENTO (DERC.) DELLE DISP. NETTE</b>	<b>354,0</b>	<b>-1.731,5</b>	<b>2.085,4</b>	<b>-120,4%</b>
<b>DISP. NETTE ALL'INIZIO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>17.534,1</b>	<b>19.265,5</b>	<b>-1.731,4</b>	<b>-9,0%</b>
<b>DISP. NETTE ALLA FINE DELL'ESERCIZIO</b>	<b>17.888,1</b>	<b>17.534,0</b>	<b>354,1</b>	<b>2,0%</b>

Fonte: TeamSystem Holding S.p.A. – Bilancio consolidato al 31.12.2014

Per quanto riguarda, invece il *cashflow*, l'esercizio 2014 ha evidenza complessivamente un incremento della cassa rispetto al 2013 pari a circa 0,4 milioni di euro (+2,1 milioni di euro rispetto al 2013) a dimostrazione della validità delle operazioni portate a termine e della sostenibilità del debito contratto negli anni. In particolare:

- la gestione corrente ha generato cassa per un importo pari a 37,4 milioni di euro;
- le attività di investimento risultano invece aver assorbito cassa per 95,5 milioni di euro, soprattutto a seguito dell'acquisizione della società TSS S.p.a.;
- infine, l'attività finanziaria ha generato cassa per un importo pari a 57,6 milioni di euro, in crescita di 67,7 milioni di euro (al 2013 era, infatti, pari a -10,2 milioni di euro) per via dell'emissione della seconda *tranche* del prestito obbligazionario.



## CONCLUSIONI

Le evidenze derivanti dalla ricerca effettuata sul caso di *TeamSystem*, condotta, come specificato nei paragrafi del presente lavoro, analizzando tutte le peculiarità delle operazioni poste in essere nell'orizzonte temporale compreso tra il primo ingresso del fondo di *private equity Palamon Capital Partners* e il 31.12.2014 (data di chiusura dell'ultimo esercizio sociale della società) portano a concludere che l'esperienza maturata dalla società rappresenta un esempio di sicuro interesse per la verifica della bontà della teoria della creazione di valore mediante le operazioni di *LBO*. Infatti, la disamina delle due operazioni di *LBO* poste in essere nel 2004 e nel 2010, abbinata alla successiva emissione del prestito obbligazionario avvenuta tra il 2013 e il 2014 permette di tracciare numerosi collegamenti fra le teoria aziendalistica e finanziaria di questa tipologia di operazioni e la pratica, rappresentata proprio da *TeamSystem*.

A questo riguardo, la verifica dell'andamento economico e patrimoniale della società, che successivamente ad una prima operazione di *leverage buy out* e nonostante le difficoltà del contesto economico e dei mercati finanziari, è riuscita a raddoppiare il proprio EBITDA in poco meno di sei anni, porta a ritenere che operazioni di questa natura possono sicuramente generare valore per l'impresa *target*, seppur sotto determinate condizioni, che appaiono essere quindi *condicio sine qua non* per il successo o l'insuccesso dell'operazione stessa. In estrema sintesi queste condizioni possono essere sintetizzate nella rispondenza, da parte della società *target*, ai requisiti fissati dalla teoria degli investimenti di *PE* ossia: la capacità dell'impresa di sostenere nel lungo periodo l'indebitamento, intendendo con ciò sia il posizionamento competitivo della stessa nel proprio settore d'appartenenza, sia i conseguenti risultati economico-finanziari che dalla posizione competitiva derivano; l'esistenza di una posizione di *leadership* o, comunque, di forza nel settore di appartenenza e la capacità di rafforzamento della medesima nel corso degli anni; la sussistenza di un rapporto di *Cash-Conversion* elevato, ossia una buona capacità dell'impresa di convertire l'EBITDA in cassa.

Come dimostrato dall'analisi dei flussi di *TeamSystem*, questo indicatore è risultato particolarmente alto, così come elevata è risultata la "recurring" dei ricavi, valore anch'esso

superiore al 50% nel caso di specie, altro elemento che sicuramente può essere considerato rilevante per la sostenibilità e quindi il successo di operazioni di questo tipo.

La ricerca operata sul caso *TeamSystem* consente inoltre di trarre importanti conclusioni anche in merito alla validità dello strumento in periodi di crisi generale come quella registrata a decorrere dal 2007, periodo nel quale, come rappresentato nell'analisi dei valori delle operazioni di *leveraged buy out*, i dati numerici si sono rivelati in netto calo, registrando una progressiva ripresa solo nell'ultimo triennio.

Anche in questo caso, tuttavia, la verifica delle condizioni sotto le quali l'operazione è stata posta in essere permette di concludere che la validità dell'operazione è strettamente connessa con la natura del "sottostante", ossia l'azienda *target*, la quale, se mostra rispondenza ai requisiti di idoneità all'operazione e di sostenibilità del debito sopra delineati, con buona probabilità potrà beneficiare della spinta apportata dai maggiori incentivi all'efficienza per il management, nonché delle esternalità positive derivanti dalla presenza di investitori istituzionali in azienda, che rivestono sia la qualifica di sponsor dell'operazione sia di garante nei confronti dei vari *stakeholder*.

A queste conclusioni, confermate anche da esperienze analoghe a quella esaminata, si aggiunge una nuova ed importante riflessione circa le opportunità fornite dal nuovo strumento dei minibond.

L'analisi delle opportunità della nuova normativa affiancato alle opportunità di crescita offerte dal mercato ha infatti mostrato come in Italia vi possa essere sicuramente terreno fertile per lo sviluppo di questo tipo di operazioni e come questo spazio sia già stato oggetto di interesse da parte degli operatori finanziari e, in particolare, dei fondi di *private debt* che con ogni probabilità costituiranno gli operatori che maggiormente daranno dinamicità al mercato nei prossimi anni.

I dati registrati nel caso analizzato hanno infatti mostrato che questa nuova forma di finanziamento pare in grado di aggiungersi positivamente nel processo di finanziamento della crescita dell'impresa, andandosi ad inserire tra l'intervento degli operatori di *PE* e il progetto di quotazione in borsa o cessione secondo lo schema seguente:



Ciò che in un'ottica futura, quindi, dovrà sicuramente essere oggetto di indagine sarà l'andamento dei risultati generati grazie alla rimodulazione delle risorse finanziarie nell'ambito delle operazioni di *PE*.

Questo anche al fine di poter verificare se lo schema che ha portato a ritenere compatibile e sostenibile un percorso di crescita e di creazione del valore caratterizzato dallo sviluppo iniziale dell'azienda con il supporto degli operatori di *private equity* affiancato, in un momento successivo, dal nuovo strumento dei minibond come è accaduto nel caso di *TeamSystem* può essere riprodotto anche in altri mercati o settori del contesto economico italiano.

## BIBLIOGRAFIA

Acharya, V., M. Hahn, C. Kehoe, *Corporate governance and value creation evidence from private equity. Working paper*, London Business School, 2010

Achleitner S. K., Herman K., Lerner J., Lutz E., *Family business and Private Equity: Conflict or collaboration? The Case of Messer Griesheim*, 4/2010

AIFI, “*Private equity ed economia italiana*”, Convegno annuale, 2011

AIFI, “*Venture capital and Private Equity in Italy*”, Yearbook, 1999, AIFI, Milano, 1999

AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture capital nel 2014*

AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture capital nel I semestre 2015*

AIFI, “*Guida pratica al capitale di rischio – Avviare e sviluppare un’impresa con venture capital e Private Equity*”

AIFI, AIFI presenta gli operatori di *private debt*, Ottobre 2014

Allen J., “*Lbos. The Evolution of Financial Structures and Strategies*”, *The New Corporate Finance*, Irwin, McGraw-Hill, 1999

Arnold M., “*Hg Capital to buy software maker TeamSystem for €565mln*” FT, 3/08/2010

Aviad P., Gottschalg O. “*Red and Blue: the relationship between the institutional context and the performance of leveraged buyout investments*” *Strategic Management Journal* n. 32, 2011

Baker M. e Wurgler J., “*Market timing and capital structure*”, *Journal of finance*, 2002

Barbaglia P., Bruno S., Elisei C. e Valle M., *MergerMarket Intelligence*

Barber F., Goold M., *The Strategic Secret of Private Equity*, *Harvard Business Review*, Settembre 2007, p. 53

Barnhill T., “*High Yield Bonds. Market structure, valuation and portfolio strategies*”, McGraw-Hill, 1999

Bertelli R. – Bray D., *Non solo credito bancario: l’opportunità dei Minibond*, 2014

Bibeault D.B., “*Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers Into Winners!*”, Beard Books, 1998

Bloom, N. Sadun R. Van Reenen J., *Do Private Equity owned firms have better management practices?*, Center for Economic Performance, LSE, 2009

Badertscher B., P. Katz Sharon, Olhoft Rego S., *The impact of Private Equity Ownership on Corporate Tax Avoidance*, Working Paper, 2009

Badertscher B., P. Katz Sharon, Olhoft Rego S., *The Impact of Private Equity Ownership on Portfolio Firms’ Corporate Tax Planning*, 2011

Brealey R., Myers S. C. “*Principi di Finanza Aziendale*” McGraw Hill V ed.

Bruno N. “*Il leveraged buy out*” Luiss University Press, 2003

Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, 9 luglio 2013

Cao, J. and J. Lerner. 2009. *The performance of reverse leveraged buyouts*. *Journal of Financial Economics* 91

Ceppellini P., Lugano R., *Testo Unico delle imposte sui redditi*, Il Sole 24 Ore, 2014

Conca V. *Il private equity si finanzia con i mini bond*, *Economia e Management* n. 2- 2014

Confalonieri M. *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, Il Sole 24 Ore 2015

Consorzio Camerale per il credito e la finanza, *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*

Christopher Emsden, *Smaller italian companies turn to Bond Market*, *Wall Street Journal*, 4.6.2013

De Rosa L, Russo A, Iori M., *Operazioni straordinarie*, Il Sole 24 Ore 2015

Diamond S.C., *"Leverage Buy-outs"*, Dow Jones-Irwin, Homewood (IL) 1985

*Eurostat Yearbook 2011*

*EVCA 2010 annual report*

*EVCA 2013 European Private Equity Activity*

*EVCA 2014 European Private Equity Activity*

Fabozzi F., Modigliani F., *"Mercati finanziari: strumenti e istituzioni"*, Il Mulino, Bologna,

1995

Forestieri G., I nuovi canali di finanziamento delle imprese, Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio, Bancaria n. 6 - 2014

Fruhan, W. 2009. *Role of private equity firms in merger and acquisition transactions. Harvard Business School Technical Note # 9-206-101 (July)*

Gatti M., Biferali D., Volpe L., Il governo dell'impresa tra profitto e creazione del valore, Sinergie n. 79/09

Gervasoni A. "Le operazioni di leveraged buy out" in "Private equity e Venture capital" Guerini e Associati, 2005

Gervasoni A. e Sattin F. "Private Equity e Venture Capital", 4a ed. Guirini Studio 2008

Greppi L. "Prestito Mezzanino" in "Amministrazione Finanza Oro – Mezzanine e Partecipative Financing" Ipsoa, 2003

Heel Joachim, Conor Kehoe, *Why some private equity firms do better than others, The McKinsey Quarterly 2005, Number 1*

Ivashina V., Kovner A. "The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking", 2009

Jensen M. "Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences", Dow Jones Irwin 1989

Jensen M., Meckling W.H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 1976

LYXOR, Accesso Al mercato Italiano dei Minibond, giugno 2014.

Kaplan, S., and P. Stromberg. 2009. *Leveraged buyouts and private equity*. *Journal of Economic Perspectives* 23, p. 121-146

KPMG – 2014: *Still Growing – Italian Private Equity and Venture Capital Market: 2014 performance*

Mediobanca, *Grande o piccola impresa: chi esce meglio dalla crisi ...*, Atti del convegno, Fulvio Coltorti, Irpet, Firenze 21 gennaio 2011

Meiani A., Rizzi L., Sabatini D., Guida ai minibond. Strumenti innovativi per la finanzia delle PMI, Bancaria Editrice, 2015

Miglietta N. – Schiesari R. *Il Private Equity nel sistema impresa. Luci ed ombre nell'intervento in capitale di rischio*, Giappichelli Editore – Torino, 2012

Modigliani F., Miller M.. “*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*”. *American Economic Review* vol. 3, Giugno 1958

Monti E. “*Manuale di Finanza per l’Impresa*”, ISEDI 2009

Myers S.C., “*The Capital Structure Puzzle*” *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 39, 1984

Opler T. e Titman S. “*The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Cost*”, *The Journal of Finance*, vol. 48, n.5 Dicembre 1993

Parini Paolo, Profumo G., *Private Equity: verso un nuovo modello di governarne per le*



*imprese* – Economia e diritto del terziario n. 3, 2007

Passeri R., Mazzi C., *Impresa familiare e benessere: dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore*, Sinergie n. 87/12

Perotta R., Bertoli L., *Le operazioni straordinarie. Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*, Giuffrè, 2015

Peveraro S., *Valanga di Mini-bond*, Milano finanza, 16 novembre 2013

Politecnico di Milano, School of Management, Osservatorio Mini-Bond, 1° Report italiano sui Mini-Bond, 2015

Pontarollo, E, Casè M., *Il private equity e l'industria italiana*, L'industria ,a. XXVIII, n. 4, ottobre-dicembre 2007

Porter, M. “*Competitive Strategy*”, Free Press, New York, 1980

PWC, *L'impatto economico del Private Equity e del Venture capital in Italia*, 2015

Private Equity Monitor, rapporti annuali 2000-2014

Prospetto informativo per l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione predisposto da Citigroup, Banca IMI per TeamSystem

Relazione degli Amministratori al bilancio 2004 di *TeamSystem*

Relazione degli Amministratori al bilancio 2010 di *TeamSystem*

Relazione degli Amministratori al bilancio 2012 di *TeamSystem*

Relazione degli Amministratori al bilancio consolidato 2014 di TeamSystem Holding

Rullani E. Impresa come sistema intelligente: alla ricerca di nuovi modello di *governance* e di valore, Sinergie n. 80/09

Santoro A. Il mini-bond “incentivante”. Il caso Bomi. Amministrazione & Finanza n. 1-2015

Sapienza P., 1997. Le scelte di finanziamento delle imprese italiane, in Angeloni I., Conti V., Passacantando F., Le banche e il finanziamento delle imprese, (a cura di), il Mulino, Bologna, pp. 61-93

SDA Bocconi, Atti del convegno “*Il Trade off costo-rendimento nel mercato dei Mini Bond*”, 2014

Sironi A. e Iannotta G. in “*Corporate & Investment Banking*”. 4. ed. Egea, 2007

Stromberg, P. 2009. *The economic and social impact of private equity in Europe: Summary of research findings. Working paper, Stockholm School of Economics*

TeamSystem / Titan Luxco 2 S.a r.l., *Offering memorandum, Senior Secured Notes due 2020*

TeamSystem, Prospetto informativo relativo all’Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione e all’ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., 2004

The Economist , “*The dark side of the debt*”, 23 Settembre 2003

Titman S. Wessels R “*The Determinants of Capital Structure Choice*”, *Journal of Finance*,

*American Finance Association*, vol. 43, 1988

US Government Accountability Office. *Private equity: Recent growth in leveraged buyouts exposed risks that warrant continued attention*, GAO-08-885, Washington, DC, 2008

Villa V., Tognoli A. “*TeamSystem, quality software player, but expensive*”. *ING Financial Markets IPO Preview*

Wulf T., Stubner S., Gietl R., Landau C., *Private Equity and Family Business - Can Private Equity Investors Add to the Success of Formerly Owned Family Firms?*, HHL - Arbeitspapier HHL Working Paper No. 87, 2010