

Leveraged buyout

Il Leveraged buyout

Proponente

Finanziatori

NewCo

Target

F U S I O N E

Il Leveraged buyout

- Può essere definito una tecnica finanziaria impiegata per acquisire il controllo di una società obiettivo *target* o bersaglio, nella quale una parte assai notevole dei fondi necessari per pagare il prezzo ai vecchi azionisti è fornita da finanziatori istituzionali
- Si verifica uno spinto ricorso all'effetto di leva finanziaria
- Se l'iniziativa dell'acquisto è assunta dagli stessi dirigenti della società *target* l'operazione è un *management buyout (MBO)*
- Se questi utilizzano prevalentemente mezzi ottenuti a prestito si configura un *management leveraged buyout (MLBO)*

Il Leveraged buyout

- Nella maggior parte dei casi, allo scopo di attuare l'acquisto, i promotori dell'iniziativa costituiscono una nuova società *newco*
- Questa poi viene il più delle volte fusa con la *target*
- Nel caso di un MBO sono i medesimi dirigenti della società obiettivo a partecipare alla costituzione della *newco*

Il Leveraged buyout

- L'operazione in esame può presentare in pratica tipologie molto variegata
- Elemento comune è il fatto che i promotori investono mezzi propri di limitata entità, mentre le risorse finanziarie per assicurare il rimborso dei rilevanti debiti contratti vengono tratte dall'impresa obiettivo
- È evidente che l'operazione può essere progettata e avere buone probabilità di successo solo se la società *target* ha certe indispensabili caratteristiche e se le condizioni congiunturali esterne sono favorevoli
- In ordine alle prime la società da acquisire deve avere cespiti generatori di plusvalenze rilevanti, alienabili facilmente e senza compromettere la funzionalità aziendale
- In particolare deve avere una gestione capace di produrre flussi di cassa stabili ed elevati, atti a consentire il rimborso e la remunerazione dei finanziatori

Il Leveraged buyout

- Realizzare con successo un LBO è subordinato alla possibilità che la società obiettivo sia in grado di produrre forti plusvalenze e/o flussi di cassa operativi considerevoli
- In quanto alle condizioni *esterne* poiché l'operazione sfrutta in misura notevole l'effetto leva finanziaria, occorre che la *target* sia in grado agevolmente e costantemente di esprimere una redditività superiore al costo del denaro, pertanto si richiedono anche condizioni economiche ambientali e di mercato che favoriscano la realizzazione di risultati operativi rilevanti e non fluttuanti, e che siano caratterizzate da tassi di interesse non elevati
- Quindi occorre determinare avvedutamente il prezzo della *target* e sapientemente gestire quest'ultima dopo aver concluso l'operazione.

Il Leveraged buyout

- L'operazione di LBO o MBO può avere ad oggetto, anziché il pacchetto azionario della società *target* direttamente la sua **azienda** o come più di frequente accade una sua divisione o una sua unità strategica di affari.
- In questo caso gli acquirenti sono interessati ad acquisire solo determinate attività, le quali servono poi a garantire i finanziatori
- Tali operazioni sono attuate dagli stessi manager che erano responsabili della divisione o dell'area, i quali ricorrendo ad un LBO per mancanza di disponibilità finanziarie sufficienti, intendono assumere la proprietà e gestirla secondo nuovi e personali indirizzi strategici, che ritengono più appropriati e vincenti.
- Questa tipologia di LBO che non mira all'acquisto del pacchetto azionario prende il nome di **asset for cash** e non prevede dunque anche la fusione.

Il Leveraged buyout *cash merger*

La forma più diffusa e più praticata è la *cash merger* che prevede le seguenti fasi:

- 1) Individuazione della società obiettivo;
- 2) Costituzione della *newco*;
- 3) Preparazione dell'operazione;
- 4) Acquisto;
- 5) Fusione

Il Leveraged buyout

Individuazione della società obiettivo

- Il primo dei fattori cruciali per assicurare il successo ai LBO è capire esattamente verso quale azienda indirizzare l'iniziativa;
- Affinché l'operazione abbia successo la società obiettivo deve presentare alcuni essenziali requisiti, oltre che buone doti di equilibrio e di stabilità;
- Essa difatti dovrà subire il profondo turbamento che le deriva da due eventi straordinari:
 - 1) La **sostituzione della compagine sociale** e quindi il rapido e profondo mutamento degli indirizzi di governo;
 - 2) La **modificazione della propria struttura finanziaria** nella quale il peso dell'indebitamento diventerà assai preminente.

Il Leveraged buyout

Individuazione della società obiettivo

La società:

- Dovrebbe operare in settori a rischio contenuto;
- Capace di produrre flussi finanziari tali da poter far fronte al costo e al rimborso dei finanziamenti;
- Dovrebbe avere la disponibilità di *assets* non strategici e comunque alienabili con profitto e senza danni per l'integrità aziendale;
- Dovrebbe avere valori latenti non ancora espressi adeguatamente ad esempio attività immobiliari.

L'ideale è che la società sia in condizione di non avere bisogno di ulteriori investimenti per conservare le posizioni raggiunte sul mercato e che nel contempo goda di una elevata redditività.

Il Leveraged buyout costituzione della *newco*

- una volta individuato l'obiettivo il gruppo di promotori costituisce un'apposita società;
- La composizione di questo gruppo è significativa ai fini del giudizio da dare sulla natura e sulle caratteristiche dell'operazione:
 - 1) Se prevale la **presenza di imprenditori** la finalità dell'operazione è di tipo industriale e vi sono obiettivi di ristrutturazione e di ridisegno delle strategie;
 - 2) Se è prioritaria **la presenza dei manager della *target*** si può ancora di più affermare che è presente la **volontà di ridare efficienza all'azienda di rivederne la formula imprenditoriale e il modo di competere**;
 - 3) se sono presenti **istituzioni specializzate e puri investitori finanziari** l'operazione ha prevalentemente natura finanziaria e speculativa

Il Leveraged buyout

preparazione dell'operazione

È necessario:

- 1) effettuare una **analisi prospettica dell'andamento futuro della società obiettivo**;
- 2) **Impostare la struttura finanziaria** cioè prevedere i modi di copertura del fabbisogno e scegliere i soggetti finanziatori.

L'operazione può definirsi economicamente conveniente, quando all'atto della sua progettazione sia possibile ragionevolmente prevedere che il valore attuale degli attesi flussi di liquidità rivenienti dalla *target* sia superiore (o almeno uguale) all'insieme di capitale proprio e d'indebitamento impegnato nell'acquisto.

Il Leveraged buyout

preparazione dell'operazione

- Le analisi devono condurre alla costruzione di proiezioni consistenti nella simulazione dei futuri andamenti aziendali prevedibili in conseguenza degli effetti delle scelte che gli acquirenti intendono fare.
- In questa fase viene misurato il grado di sopportabilità, da parte della società *target* del carico dei finanziamenti e la compatibilità dei relativi oneri con i previsti utili operativi ottenibili e disponibili a servizio dei prestiti.
- In relazione al prezzo che si intende proporre e, al livello di leva finanziaria che si è deciso di utilizzare si deve costruire la struttura dei finanziamenti cui fare ricorso.

Il Leveraged buyout acquisto

- Compilate le indagini precedentemente descritte e stabilite le forme finanziarie di supporto all'operazione, il gruppo acquirente formula la definitiva offerta d'acquisto.
- Il buon esito dell'acquisto consente di dar luogo relativa effettiva erogazione dei prestiti.

Il Leveraged buyout fusione

La fase della fusione:

- La *newco* incorpora la controllata appena acquistata trasferendo sul suo patrimonio gli oneri derivanti dall'indebitamento (*merger leveraged by out*).
- E' possibile anche che si verifichi una fusione inversa.
- Ove si utilizzi la fusione, questa assume il significato di un semplice meccanismo finanziario, non avendo quindi motivazioni economiche e strategiche.

Il Leveraged buyout fusione – post-fusione

- Fattore cruciale per concludere con successo l'operazione è la spinta propulsiva che si riesce a dare alla *performance* della *target* nella fase successiva all'avvenuta fusione.
- La *governance* dell'impresa deve adoperarsi affinché l'iniziativa progettata effettivamente abbia luogo e siano rispettati i tempi.
- Forte indebitamento e forte motivazione del management.

Il Leveraged buyout fusione – post-fusione

I fattori sui quali di regola si conta affinché l'azienda sia in grado di non rallentare la propria attività e di conservare la capacità di generare una redditività adeguata sono:

1. **Il miglioramento dell'efficienza operativa:** aumento margini di contribuzione, riduzione dei costi variabili e eliminazione delle spese inutili;
2. **La diminuzione del capitale di investimento:** attraverso alienazione dei cespiti e/o di rami non strategici, migliore gestione del capitale circolante lordo attraverso il contenimento delle risorse investite in crediti e magazzino;
3. Un'attenta e rigorosa **programmazione degli investimenti:** orientati prevalentemente a quelli con un immediato ritorno finanziario;
4. **Risparmio di imposte:** ottenibile per la presenza di maggiori oneri finanziari e ammortamenti.

Il Leveraged buyout

fusione – post-fusione – rischi dell'operazione

I rischi che l'operazione non abbia successo sono legati:

1. Possibile diminuzione della redditività aziendale per cause esterne che colpiscono i ricavi programmati;
2. Ad errori compiuti nelle stime e nelle proiezioni effettuate in ordine ai flussi attesi e della leva finanziaria;
3. Ad un cattivo esito delle alienazioni pre-ordinate per realizzare liquidità;
4. Ad una sovrastima da parte dei promotori delle proprie capacità di operare scelte vincenti.

Il Leveraged buyout

Aspetti giuridici dell'operazione

- Art. 2501-bis
- Art. 2501-ter
- Art. 2501-quinquies
- Art. 2501-sexies
- Art. 2501 –*bis* (co. 5)

Il Leveraged buyout

2501 –*bis* Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

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

Il Leveraged buyout

2501 –ter *Progetto di fusione*

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

Il Leveraged buyout

2501 –*quinquies* Relazione dell'organo amministrativo

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

Il Leveraged buyout

2501 – *sexies* *Relazione degli esperti*

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

Il Leveraged buyout

2501 – *bis (co. 5) Relazione Revisore Legale*

Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.