

LEVERAGE BUYOUT

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

IL LEVERAGE BUYOUT

TECNICA FINANZIARIA PER ACQUISIRE IL CONTROLLO DI UNA SOCIETA'
(società obiettivo o target o old company)

UNA PARTE ASSAI NOTEVOLE DEI FONDI NECESSARI PER PAGARE IL
PREZZO AI VECCHI AZIONISTI PROVIENE DA FINANZIATORI
ISTITUZIONALI

L. B. O.

MBO

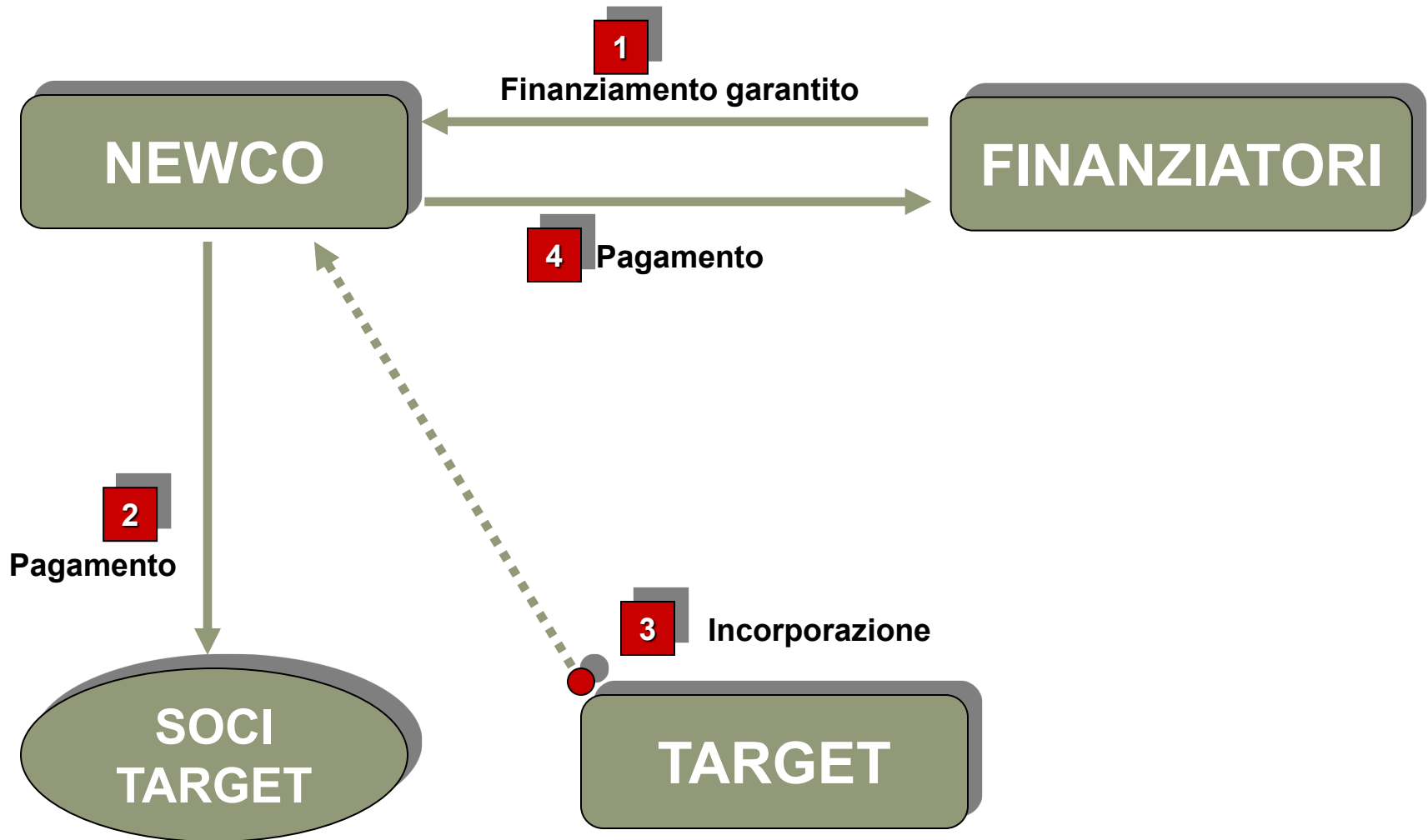
(**management buyout**)
se l'iniziativa dell'acquisto
è assunta dai dirigenti
della TARGET

MLBO = MBO

con utilizzo massiccio debiti

Ma è diffuso che indichi anche un
Merger Leveraged Buyout
cioè un LBO che si conclude con
una fusione

IL LEVERAGE BUYOUT



IL LEVERAGE BUYOUT

Family buyout

nell'ambito di nuclei familiari

Employee buyout

su iniziativa di dipendenti

Institutional buyout

su iniziativa di investitori istituzionali
(fondi di private equity)

Management buy-in

il progetto parte da dirigenti estranei alla target

IL LEVERAGE BUYOUT

Può avere ad oggetto direttamente **l'azienda della target** o una sua **divisione** o una sua **unità strategica di affari**

L'operazione è in tal caso spesso realizzata dagli stessi dirigenti responsabili dell'area

Molti dei LBO originari furono così

Questo tipo di LBO che non mira all'acquisto della partecipazione (**cash merger**), si chiama **asset for cash** o «**tecnica di Oppenheimer**»

IL LEVERAGE BUYOUT

Nella maggior parte dei casi,
allo scopo di attuare l'acquisto,
i promotori dell'iniziativa costituiscono una nuova società
(**new company: NEWCO**)

Essa assume il ruolo di società “**veicolo**” per consentire
l'operazione e, di regola, viene poi fusa con la **OLDCO**

IL LEVERAGE BUYOUT

Può configurarsi in modi differenti

Caratteristiche comuni:

- promotori investono mezzi limitati
- l'onere dei finanziamenti si carica sulla target

Presupposti:

- target con precise caratteristiche
- condizioni esterne favorevoli

IL LEVERAGE BUYOUT

Condizioni favorevoli per l'utilizzo della tecnica

- I. un mercato di capitali attivo ed evoluto con disponibilità di ampia varietà di strumenti finanziari
- II. propensione degli operatori verso attività ad alto contenuto di rischio e verso strutture finanziarie aziendali fortemente indebitate
- III. un'ampia offerta di aziende possibili obiettivo di acquisizione

IL LEVERAGE BUYOUT

Origine negli U.S.A. intorno agli anni 60 del secolo scorso

Rapidamente si diffusero per le esistenti condizioni favorevoli dando luogo alla creazione di competenze professionali e specializzazioni

Euforia massima negli anni 80

Operazione RJR Nabisco – 1988 (25 mld di \$) da parte della banca d'affari Kohlberg Kravis Roberts s Co.

Poi eccessi e operazioni sconsiderate con insuccessi e fallimenti

Infine, il mercato si è stabilizzato

IL LEVERAGE BUYOUT

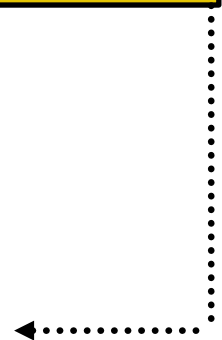
In Gran Bretagna negli anni
80

In Italia a fine anni 80
Maggiore diffusione negli
anni 90

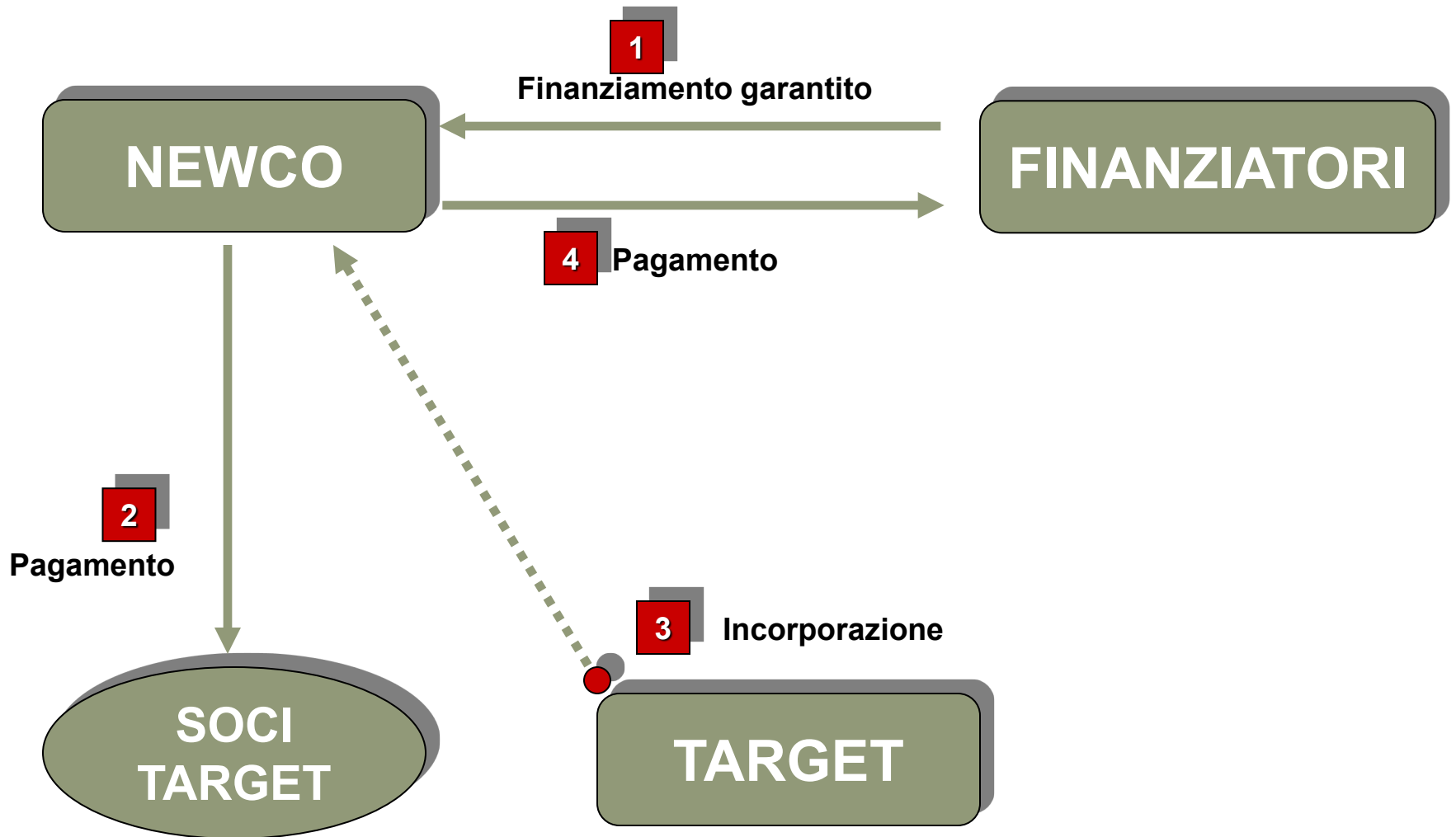
Si ricorda la LBO realizzata nel 1999 da **Olivetti**
mediante un'OPA ostile per l'acquisto di **Telecom Italia**

Società veicolo Tecnost

Si acquisì il 52,12% per € 31,5 mld di cui 19 in contanti +
azioni e obbligaz Tecnost. Solo 12 mld dei contanti fu
coperto da aumento capitale: il resto attraverso debiti
bancari e obbligazioni emesse da Tecnost



IL LEVERAGE BUYOUT



IL LEVERAGE BUYOUT

**Fasi della
CASH MERGER**

1. INDIVIDUAZIONE DELLA SOCIETÀ OBIETTIVO
2. COSTITUZIONE DELLA NEWCO
3. PREPARAZIONE DELL'OPERAZIONE
4. ACQUISTO
3. FUSIONE
3. FASE POST - FUSIONE

IL LEVERAGE BUYOUT

1

INDIVIDUAZIONE SOCIETÀ TARGET

Requisiti della target per il successo dell'operazione:

- Assetto stabile (per sopportare effetti) con basso livello di indebitamento;
- Appartenere a settori a rischio contenuto e maturi;
- Non immediato bisogno d'investimenti;
- Capacità di generare consistenti flussi finanziari;
- Esistenza di assets alienabili e di valori latenti;
- Dirigenti competenti e motivati.

IL LEVERAGE BUYOUT

2

COSTITUZIONE DELLA NEWCO

Significativa la compagine sociale:

- Prevalenza di imprenditori
- Presenza dei manager della target
- Prevalenza di soggetti finanziari

IL LEVERAGE BUYOUT

3

PREPARAZIONE DELL'OPERAZIONE

- Analisi prospettica dell'andamento futuro della società obiettivo e impostazione struttura finanziaria
- Adeguata scelta di consulenti e di ogni altro intermediario
- Stima del valore della target e determinazione del prezzo (cruciale)
“Quando l'operazione è economicamente conveniente”
- Simulazioni dei futuri andamenti - Stima del grado di sopportabilità dei finanziamenti
- Costruzione struttura finanziamenti
(debito senior – debito junior – mezzanine financing – junk bonds)

IL LEVERAGE BUYOUT

4

ACQUISTO

Compite le indagini, in precedenza accennate, e stabilite le fonti e le forme finanziarie di supporto all'operazione, il gruppo acquirente formula la definitiva offerta d'acquisto.

5

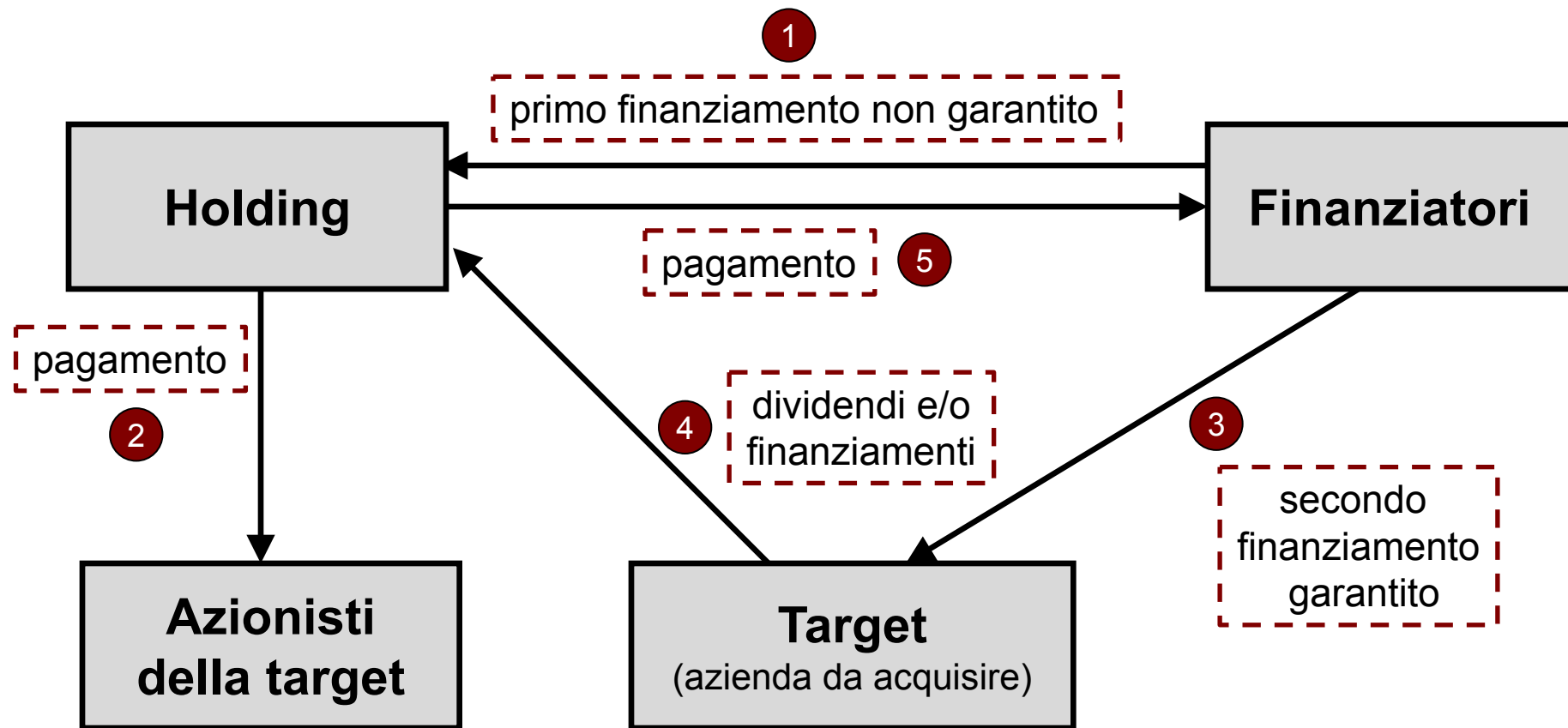
FUSIONE

La **newco** incorpora la controllata appena acquistata, trasferendo sul suo patrimonio gli oneri dell'indebitamento

Qui la fusione è un semplice meccanismo finanziario atto a consentire il passaggio di liquidità. Non ha motivazioni proprie. Queste sono alla base del LBO

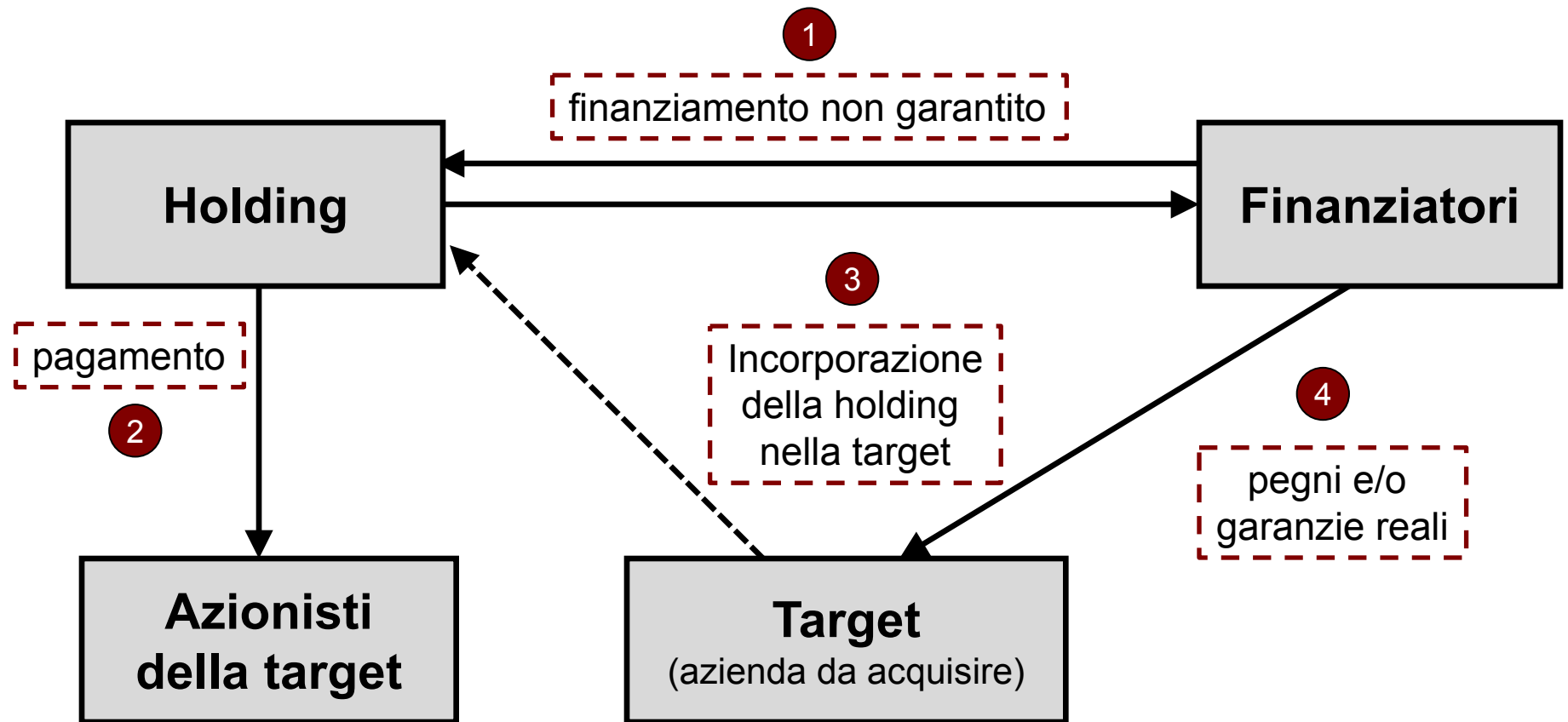
LBO: ALTRE FORME DELLA PRASSI ANGLOSSASONE (2)

LBO a duplice prestito:
prestito non garantito alla holding, prestito garantito alla target



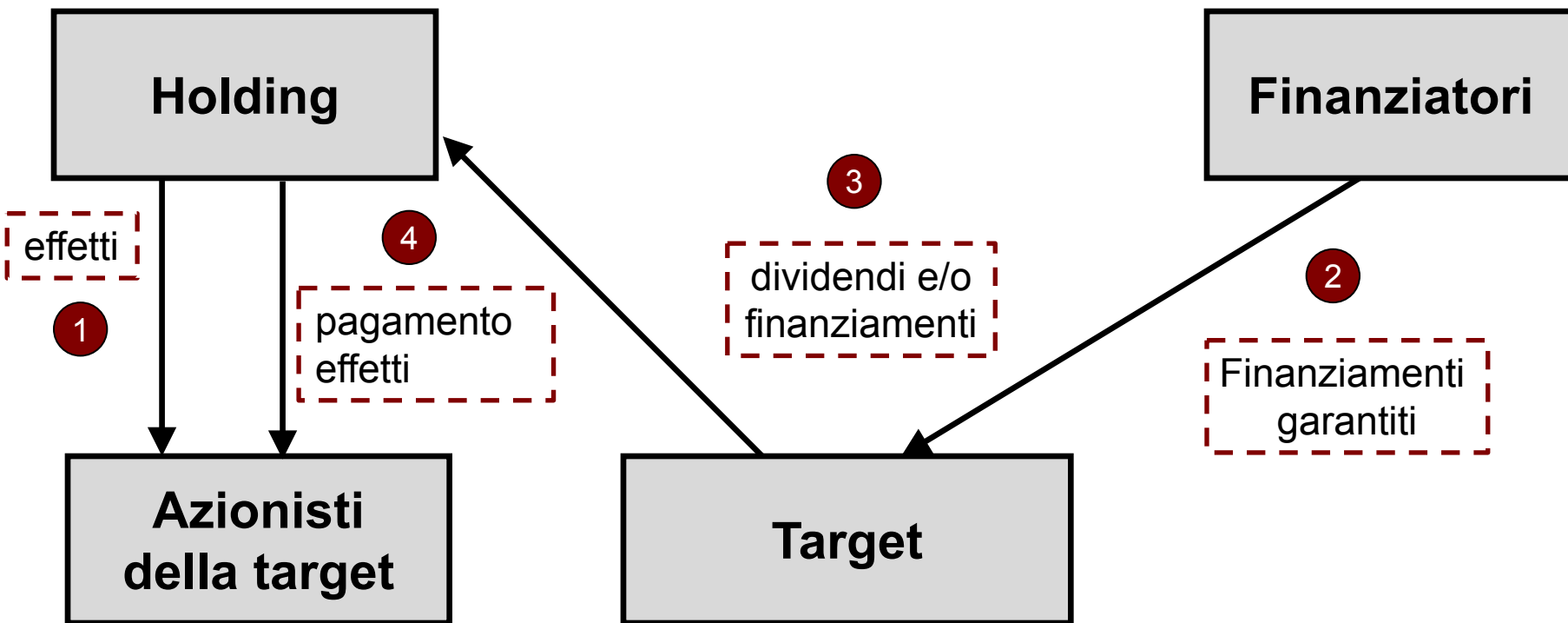
LBO: ALTRE FORME DELLA PRASSI ANGLOSSASONE (2)

Prestito alla finanziaria con garanzia reale della target



LBO: ALTRE FORME DELLA PRASSI ANGLOSSASONE (3)

Prestito garantito concesso alla target



IL LEVERAGE BUYOUT

6

FASE POST - FUSIONE

fondamentale la spinta propulsiva alla performance della target

- **Effettiva realizzazione delle premesse e nei termini ruolo del management - caso di MBO**
- **Elementi su cui far leva**
 - ▶ condizioni esterne favorevoli
 - ▶ miglioramento della efficienza operativa
 - ▶ attenta e rigorosa programmazione investimenti
 - ▶ diminuzione del capitale investito
 - ▶ risparmio d'imposta (oneri finanz. e ammortamenti)
- **Rischi**
 - ▶ diminuzione redditività (specie per cause esterne)
 - ▶ errori nei piani e nelle previsioni
 - ▶ esito negativo delle alienazioni
 - ▶ sovrastima proprie capacità da parte dei promotori

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Art. 2358 c.c.:

Divieto assoluto di assistenza finanziaria

«una società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie»

Prima della riforma del 2004

contrastante interpretazione di tale norma
se ne ipotizzava la violazione indiretta



posizione favorevole al L.B.O: **maggioritaria**

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Dal 2004: art. 2501-bis

«Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento»

Fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquistare 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

Tende a eliminare dubbi sull'operazione riconoscendone la liceità in presenza di alcune condizioni e obblighi informativi

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Esso infatti dispone che in tal caso:

- Nel **progetto di fusione** sono da indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni assunte;
- Nella **relazione dell'organo amministrativo** : a) ragioni dell'operazione;
b) piano economico e finanziario con fonte delle risorse e descrizione degli obiettivi
- La **relazione degli esperti** attesti la ragionevolezza di quanto indicato nel progetto
- Va allegata una **relazione di chi è incaricato della revisione della target**

Insomma occorre dimostrare che non si tratta di un semplice affare speculativo volto a conquistare il patrimonio della target solo per farne la fonte di mezzi liquidi con cui ripagare il debito contratto. Occorre invece dimostrare **l'esistenza di obiettivi strategici** nell'operazione di LBO (confermandosi che non è della fusione in sé che vanno dimostrate le motivazioni economiche)

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Riformulazione dell'art 2358 c.c.

(In occasione del recepimento della Direttiva 2006/68)

Si mitiga il divieto assoluto di assistenza finanziaria

- a precise condizioni di tutela dei soci di minoranza e terzi –

Cioè:

- L'operazione deve essere autorizzata dall'assemblea straordinaria
- Gli amministratori devono redigere una relazione che illustri l'operazione sotto il profilo economico e giuridico
- L'importo delle somme date in prestito e delle garanzie non deve essere superiore a utili distribuibili e riserve disponibili
- Occorre iscrivere in bilancio apposita riserva indisponibile

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Interessante appare il contenuto della relazione

- Ragioni e obiettivi imprenditoriali presenti
- Specifico interesse per la società
- Rischi per liquidità e solvibilità
- Prezzo che il terzo pagherà
- Attestazione dell'esistenza di condizioni di mercato e che è stato valutato il merito creditizio della controparte

IL LEVERAGE BUYOUT

ASPETTI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Si ritiene che **l'art. 2358** non si applica alle operazioni di LBO predisposte nel rispetto dell'art. 2501-bis, anzi ne dovrebbe ampliare l'ambito di applicazione

l'art. **2501-bis** considera legittime le fusioni tra società
*“una delle quali abbia contratto debiti per acquisire
il controllo dell'altra”*

Quindi la **nuova formulazione dell'art. 2358**,
a definite condizioni, *ammette che
anche la società obiettivo possa direttamente indebitarsi
per consentire l'acquisto di azioni proprie*