LEVERAGED BUY OUT

Art. 2501-*bis* c.c.
Oic 4

Alessandro Germani

Operazioni di *leveraged buy out*: equivalenza tra fusione diretta e inversa

Il *private equity* si configura come l'intervento, da parte di un fondo, nel capitale di rischio dell'impresa. Una modalità assai diffusa è quella del ***leveraged buy out* (Lbo)**, che presuppone la **costituzione di una *newco***, il **finanziamento della stessa con *equity* e debito**, la **successiva acquisizione di un'impresa *target*** e la **fusione per incorporazione delle due entità**.
Ciò al fine di fare coincidere il rimborso del debito (a suo tempo contratto dalla *newco*) con la generazione dei flussi di cassa (da parte della *target*) necessari al rimborso del finanziamento contratto per l'acquisizione. L'operazione può avvenire mediante la modalità della **fusione diretta** (**quando è la *newco* a incorporare la *target***) **o inversa** (**quando è la *target* controllata che incorpora la *newco* controllante**). In base a quanto chiarito dal principio **Oic 4** sulle fusioni e scissioni, **le due modalità debbono condurre al medesimo risultato**, in quanto sono modalità alternative che sottendono il medesimo significato economico-aziendale.

Premessa

Il ***private equity*** è una **forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita** effettuata prevalentemente da **investitori istituzionali** (tipicamente i **fondi di *private equity***) con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale all'atto della dismissione della partecipazione acquisita, attuabile mediante differenti canali e modalità, in un arco temporale di 5-7 anni.

Quindi l'obiettivo del fondo consiste nell'ingresso in azienda per finanziarne lo sviluppo e, mediante l'incremento di valore che si genera, **realizzare una plusvalenza in fase di *exit***.[1]

Da questo punto di vista, la modalità di finanziamento operata dal *private equity* si pone come **alternativa rispetto al classico canale bancario**, rispondendo all'esigenza di un sistema finanziario orientato al mercato rispetto a un sistema finanziario orientato agli intermediari. Tale modalità quindi ha da sempre segnato il tentativo di orientare il sistema finanziario nostrano, che è tradizionalmente bancocentrico, verso soluzioni alternative di mercato.

Altro aspetto utile da mettere in risalto è il fatto che il finanziamento bancario è tipicamente una forma di indebitamento, mentre il *private equity* consiste in un intervento a livello di capitale di rischio.

Va poi detto che le operazioni di minoranza (cosiddette di *growth equity*) prevedono generalmente un mero aumento di capitale a servizio dello sviluppo dell'impresa, mentre quelle di *replacement*, che si configurano spesso secondo la modalità del *leveraged buy out*, prevedono il finanziamento dell'impresa tanto a titolo di debito, quanto di *equity*.

Caratteristiche dell'impresa *target* del *private equity*

Aspetto fondamentale di queste operazioni è, in ogni caso, l'individuazione delle **caratteristiche dell'impresa** tali per cui il **fondo possa considerare attrattivo il proprio intervento**.

Da questo punto di vista, è fondamentale considerare gli **indicatori di *performance* e di *business*** tali da rendere l'impresa, sia come *track record* storico, sia come prospettive future (desumibili dal suo *business plan*), interessante per l'intervento del fondo nei termini degli obiettivi di investimento e di *performance* di quest'ultimo.[2]

1. *Per il fondo di private equity, infatti, il rendimento riveniente dall'investimento azionario viene determinato attraverso la metodologia finanziaria dell'Irr (Internal rate of return).*

2. *Si veda al riguardo la nota 1.*

Volendo sintetizzare in maniera estrema e quindi con tutte le limitazioni del caso, si guarderà alla redditività, attuale e prospettica, dell'impresa, che è testimoniata dal livello in valore assoluto del proprio **Ebitda** (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*). Questo indicatore, che nella prassi aziendalistica italiana **coincide con il margine operativo lordo** (Mol), rappresenta il **risultato dell'area caratteristica, prima degli ammortamenti e delle svalutazioni**, che prescinde tanto dall'onere dell'indebitamento finanziario, quanto delle imposte di periodo.

Tale indicatore oltre tutto si fa particolarmente apprezzare dato che viene calcolato prima degli ammortamenti e degli accantonamenti di fine anno e, sotto questo profilo, quindi, rimane immune da quelle che possono essere le politiche di bilancio attuate dagli amministratori. Riscontra inoltre un notevole interesse anche presso gli analisti finanziari, in quanto, per come è costruito, rappresenta una buona approssimazione del flusso di cassa.

Al di là del suo valore assoluto, può essere utile rapportare l'Ebitda al fatturato, determinando il cosiddetto "**Ebitda *margin***". Esso dipende in generale dalle caratteristiche del **settore in cui l'impresa opera**, che può presentare maggiori o minori tassi di redditività, nonché dalla specifica condizione dell'impresa rispetto ai propri *competitors*. In linea di massima, tale rapporto suscita un certo interesse nell'investitore quando è superiore al 10%. Quanto più elevato sarà questo margine, tanto maggiore sarà l'interesse del fondo e verosimilmente il multiplo di mercato che potrà essere riconosciuto ai fini della valorizzazione dell'impresa.

L'altro indicatore chiave è dato dalla **posizione finanziaria netta** (Pfn), che rappresenta l'**indebitamento finanziario dell'impresa**, considerati i debiti verso le banche e il sistema finanziario in genere (per esempio, obbligazioni, *leasing*, *minibond* ecc.) al netto della cassa attiva di cui essa dispone.

Sia l'Ebitda, sia la Pfn sono indicatori cruciali quando si valuta l'impresa con il **metodo dei multipli di mercato**, tradizionalmente utilizzato nelle operazioni di *private equity*.[3]

Accanto ai dati di *performance*, l'altro aspetto molto importante e talvolta critico è la **predisposizione aziendale all'apertura che l'intervento di un fondo di *private equity* richiede**. Sotto questo profilo, fonte sovente di notevole conflittualità sono le modifiche in tema di *governance* che il fondo impone, in quanto lo stesso di solito agisce nei seguenti ambiti:

- la richiesta di uno o più esponenti a livello di organo amministrativo;
- la richiesta di un esponente nell'organo di controllo, spesso coincidente con la figura del presidente del collegio sindacale;
- l'affidamento della revisione legale a una primaria società di revisione;
- la nomina del Ceo (*chief executive officer*) e/o del Cfo (*chief financial officer*).

Chiariti questi aspetti preliminari, vediamo come si struttura l'operazione di Lbo e che cosa comporta a livello sia finanziario, sia contabile.

Le operazioni di *leveraged buy out*

Le operazioni di Lbo presuppongono, **accanto all'apporto di *equity*, il ricorso al debito** per finanziare l'acquisizione dell'impresa *target*.

Il fondo, in pratica, costituisce una ***newco***, le cui fonti di finanziamento, a fronte dell'investimento che andrà fatto nella partecipazione nella *target*, vengono generalmente strutturate nella maniera seguente:

- *equity*;
- debito *junior* o mezzanino;
- debito *senior*.

Rispetto a fasi di mercato caratterizzate da un approccio più aggressivo, con una leva accentuata tale per cui l'*equity* si attestava al 20-30% e il debito al 70-80%, a seguito della crisi finanziaria del 2007 che ha portato al *default* di molte strutture per via di una componente del debito che non era sostenibile in quella situazione di mercato, assistiamo a una fase dove c'è molto più equilibrio fra le due componenti.

Per quanto riguarda il debito *junior*, questo è formato da una componente di debito vero e proprio, che è postergata rispetto al debito *senior* e quindi prevede una remunerazione superiore per via della maggiore rischiosità. Inoltre vi è una componente di *equity*, denominata *equity kicker*, che consiste in una

3. *Infatti l'equity value della società è dato dall'enterprise value meno la posizione finanziaria netta. A sua volta, l'enterprise value è dato dal prodotto dell'Ebitda per il multiplo di mercato associato alla transazione.*

sorta di opzione (o *warrant*) che consente al finanziatore di mutare il proprio *status* da quello di creditore a quello di azionista, con ciò dando la possibilità di raggiungere un rendimento più elevato, a fronte del maggiore rischio sopportato.

Il debito *senior* è invece tradizionalmente erogato dalle banche commerciali che risultano attive nell'*acquisition finance* di queste operazioni.

Chiaramente a un'impresa che deve essere oggetto di un Lbo si richiede, oltre ai dati economico-finanziari precedentemente illustrati, un **livello di indebitamento non eccessivo**, anche perché il fondo, come visto, farà ricorso alla leva finanziaria nella strutturazione dell'acquisizione. Infatti le risorse di cui la *newco* viene dotata saranno necessarie ad acquisire il controllo (spesso integrale) della *target*.

Successivamente si procederà con la **fusione** (diretta se la *newco* incorpora la *target*, inversa in caso contrario) delle due entità, per fare sì che i flussi di cassa generati (propri della *target*) necessari al rimborso del debito (che è stato invece contratto dalla *newco*) vengano a coincidere. Da questo punto di vista, l'impresa ottimale per un Lbo è quella in fase di maturità, con una generazione di *cash flow* stabile e cospicua tale da rendere agevole il rimborso del debito contratto per la sua acquisizione.

È altresì importante che essa operi in un settore dove non siano richiesti eccessivi investimenti, in quanto gli stessi comporterebbero un assorbimento notevole di cassa.

L'altro aspetto da tenere in considerazione è quello delle **garanzie** (cd. *security package*), che potranno essere rappresentate dalle azioni della *target* e dai suoi *asset* (cespiti, magazzino ecc.).

Generalmente il momento più critico di un'operazione di Lbo è proprio quello successivo al perfezionamento dell'operazione, perché solo *ex post* si potrà verificare la bontà delle previsioni che sono state fatte *ex ante* e quindi la capacità della *target*, una volta acquisito il debito originariamente contratto dalla *newco*, di generare flussi di cassa adeguati al rimborso del medesimo.

La rappresentazione contabile della fusione diretta

Di seguito analizziamo la strutturazione di una fusione per incorporazione della *target* in *newco* secondo la modalità cd. "diretta".

Si riporta quindi lo stato patrimoniale di *newco* e di *target ante* fusione.

ESEMPIO 1

Stato patrimoniale *newco*

Attivo		Passivo	
Partecipazione	100	*Equity*	40
		Debiti finanziari	60

Stato patrimoniale *target*

Attivo		Passivo	
Immob. materiali	30	*Equity*	50
Immob. imm.li	10	Debiti verso fornitori	20
Magazzino	15	Debiti finanziari	10
Crediti verso clienti	25		

Nello schema di fusione diretta, è la *newco* che procede a incorporare la *target*, dopo avere acquisito l'integrale partecipazione nella stessa, iscritta al prezzo di acquisto di 100.

Una volta perfezionata la fusione, la *newco* eliminerà la partecipazione in contropartita degli elementi patrimoniali (attivi e passivi) della *target* che le verranno attribuiti in sede di fusione.

Dal confronto tra il valore di carico della partecipazione di *target* iscritta in *newco* e il patrimonio netto di *target* emergerà una differenza di fusione. Essa risulterà positiva nel caso in cui il valore di iscrizione della partecipazione sarà superiore al netto dell'incorporata.

Nel caso specifico, infatti, a fronte di un valore di iscrizione pari a 100, l'*equity* dell'incorporata sarà pari a 50 e pertanto si determinerà un disavanzo da annullamento di 50. Il disavanzo verrà, in prima battuta, allocato in base al maggiore valore

degli *assets* dell'incorporata.
Immaginiamo che un importo pari a 15 possa essere imputato al maggiore valore delle immobilizzazioni materiali, per esempio di un fabbricato che la *target* possiede da parecchi anni e il cui valore di mercato non è allineato a quello di iscrizione contabile.
Immaginiamo poi che un'altra componente del disavanzo sia imputabile a un brevetto o a un *software* della *target*, per un importo di 5.
In questo caso, quindi, 20 verranno imputati a specifici *assets*, mentre la differenza, pari a 30, verrà iscritta a titolo di avviamento.
Nell'ipotesi in cui invece non si riesca a imputare, in tutto o in parte, tale disavanzo al maggiore valore degli *assets*, lo stesso sarà imputato integralmente ad avviamento, per l'importo di 50.
Riportiamo quindi lo stato patrimoniale *post* fusione con allocazione del disavanzo di 50 integralmente ad avviamento.

Stato patrimoniale *post* fusione

Attivo		Passivo	
Immob. materiali	30	*Equity*	40
Immob. imm.li	10	Debiti finanziari	70
Magazzino	15	Debiti verso fornitori	20
Crediti verso clienti	25		
Avviamento	50		

La rappresentazione contabile della fusione inversa (partendo dagli stessi dati)

Di seguito analizziamo la fusione inversa, che, da un punto di vista economico-aziendale, non può portare a risultati differenti rispetto allo schema di fusione diretta.

ESEMPIO 2

Partendo dagli stessi dati utilizzati per la fusione diretta, nella inversa, mutuando quanto rappresentato nel principio contabile Oic 4 al paragrafo 4.6.2,[4] si avrà quanto segue.

Stato patrimoniale *post* fusione

Attivo		Passivo	
Immob. materiali	30	*Equity*	50
Immob. imm.li	10	Debiti finanziari	70
Magazzino	15	Debiti verso fornitori	20
Crediti verso clienti	25	Avanzo	40
Azioni proprie	100		

L'*equity* rilevato è, in prima battuta, quello della controllata incorporante, mentre nell'attivo si determina una rilevazione (transitoria) di azioni proprie pari a 100 e nel passivo una posta di avanzo pari a 40, a bilanciamento dell'operazione.
L'avanzo verrà poi portato a decurtazione integrale delle azioni proprie, determinandosi la situazione seguente.

4. Si veda, in particolare, la lettera C) degli esempi relativamente al caso 2.1 (diretta distribuzione delle azioni proprie ai soci della controllante incorporata), ma si segnala che anche il successivo caso 2.2 (aumento di capitale e successivo annullamento delle azioni proprie ricevute a seguito della fusione) conduce al medesimo risultato.

Stato patrimoniale *post* fusione

Attivo		Passivo	
Immob. materiali	30	*Equity*	50
Immob. imm.li	10	Debiti finanziari	70
Magazzino	15	Debiti verso fornitori	20
Crediti verso clienti	25		
Azioni proprie	60		

Infine l'importo residuo di 60, a titolo di azioni proprie, verrà gestito come segue.
Quanto a 10, verrà decurtato dal capitale sociale di *target*, in quanto la consistenza di tale valore di 10 non rappresenta alcun maggiore valore espresso della *target* rispetto alla *newco*.
Quanto invece alla differenza di 50, la stessa potrà essere iscritta ad avviamento, posto che rappresenta i maggiori valori latenti dell'incorporante controllata.
La rappresentazione contabile finale della fusione inversa risulterà pertanto la seguente.

Stato patrimoniale *post* fusione

Attivo		Passivo	
Immob. materiali	30	*Equity*	40
Immob. imm.li	10	Debiti finanziari	70
Magazzino	15	Debiti verso fornitori	20
Crediti verso clienti	25		
Avviamento	50		

Confrontando quindi le due ipotesi, emerge sempre un disavanzo pari a 50, in quanto tale posta deve necessariamente avere lo stesso significato economico sia nella fusione diretta, sia nell'inversa. Il disavanzo da annullamento è poi stato, per semplicità, imputato integralmente ad avviamento, fermo restando che, se fosse rappresentativo di maggiori valori della *target*, verrebbe imputato, in tutto o in parte, a questi e solo per la differenza ad avviamento.

Significato economico-aziendale della fusione inversa rispetto alla modalità diretta

Sotto il profilo economico-aziendale, **la scelta di optare per la fusione diretta o quella inversa deve condurre al medesimo risultato.**

Questo principio basilare è stato ampiamente illustrato dal principio contabile **Oic 4** relativo alle fusioni e scissioni.

In particolare, per quanto concerne la modalità di controllo totalitario della *target* da parte della *newco*, che rappresenta poi quella più frequente nelle operazioni di Lbo, l'Organismo di contabilità ha enucleato una serie di considerazioni che di seguito, per comodità, sono riportate (non sempre integralmente):

a. «*Le azioni della controllata-incorporante di cui la stessa viene in possesso a seguito della fusione è opportuno che vengano assegnate ai soci della controllante incorporata anziché essere annullate; ciò avverrà, come ritenuto da dottrina e giurisprudenza, nella stessa proporzione in cui essi partecipavano al capitale della controllante-incorporata. Si avrà, di conseguenza, una sostituzione delle azioni della controllante-incorporata, che vengono annullate, con le azioni della controllata incorporante e, pertanto, un vero e proprio concambio …*»;
b. «*poiché la fusione diretta e la fusione inversa costituiscono due modalità diverse della fusione per incorporazione e hanno un'identica disciplina giuridica e poiché gli effetti economici dell'operazione (anche in base al principio di prevalenza della sostanza sulla forma) non possono essere diversi, il complesso economico unificato dopo la fusione non può che avere lo stesso valore, sia che si effettui una incorporazione diretta o una incorporazione rovesciata*»;
c. «*come è stato dimostrato dalla dottrina, sia che le azioni della controllata-incorporante vengano utilizzate da quest'ultima per il concambio, sia che esse vengano considerate azioni proprie e annullate (con*

contestuale riduzione di capitale sociale e attribuzione ai soci dell'incorporata delle nuove azioni dell'incorporante emesse a seguito di un apposito aumento di capitale a servizio della fusione), il risultato finale in termini di valore del complesso aziendale unificato dopo la fusione non cambia. Su tali presupposti, i valori correnti delle attività e passività e il relativo avviamento della controllata-incorporante, che hanno determinato il prezzo di acquisto della partecipazione totalitaria, comunque sussistono e quindi, se possono essere fatti emergere nell'operazione di fusione diretta e nei limiti del disavanzo di fusione, possono essere fatti emergere anche nell'ipotesi della fusione inversa»;

d. «*l'obiezione, di parte della dottrina, relativa al fatto che con la fusione inversa non si ha la sostituzione del costo di una partecipazione-bene di secondo grado, con le attività e passività-beni di primo grado che essa rappresenta e che, di conseguenza, l'attribuzione a tali attività e passività di un costo sostenuto dalla controllante non potrebbe essere realizzata, non è rilevante …*».

L'Oic afferma quindi che, «*In conclusione, nell'ipotesi principale di fusione inversa qui esaminata, il disavanzo che si viene a creare, se sono presenti le condizioni previste al paragrafo 4.4.3.1, deve essere imputato alle attività e passività della società controllata-incorporante e/o al suo avviamento*». ●