

## GLI AUTORI

### PricewaterhouseCoopers – Transaction Services

#### **Mara Caverni**

*Partner* PricewaterhouseCoopers *Transaction Services* responsabile dei servizi per *private equity house*, ha lavorato negli uffici di Parigi e Londra. Ha portato a termine numerosi progetti *cross-border* per investitori internazionali, in passato ha anche sviluppato un'esperienza come financial controller in una multinazionale. E' docente di *Master in Merchant Banking* dell'Università LIUC di Castellanza, *testimonial* alla SDA Bocconi al Corso sulle Operazioni Straordinarie, relatrice a convegni organizzati da IRI, IFAF e MF.

#### **Massimiliano Chiara**

*Senior manager* del *team* di *Financial Risk Management* di PricewaterhouseCoopers GMS, ha maturato esperienze di consulenza finanziaria, in particolare su progetti di *post deal*. Ha gestito progetti di organizzazione della funzione finanza, *reengineering* dei processi, integrazione e centralizzazione delle attività di tesoreria presso molteplici realtà italiane. Prima di entrare in PwC ha svolto la funzione di tesoriere di gruppo e *credit manager* in Robert Bosch Italia S.p.A., è stato responsabile di tesoreria in Wuerth Italia S.r.l. ed ha operato in qualità di *Executive Analyst* per operazioni di M&A in Dresdner Kleinwort Benson a Francoforte. Docente ai Master ISTUD in Risk Management & Control e Il Sole 24 Ore in Amministrazione, Finanza e Controllo, e *testimonial* al Master in Corporate Finance della SDA Bocconi, da gennaio 2002 Massimiliano è vicepresidente dell'AITI (Associazione Italiana Tesorieri d'Impresa).

#### **Guidalberto Gagliardi**

*Senior Manager* di PricewaterhouseCoopers, *Transaction Services*. Dal 2000 assiste clienti industriali ed investitori istituzionali nell'analisi, realizzazione ed implementazione di transazioni ed operazioni di finanza straordinaria. Tra i clienti con i quali ha collaborato si citano Bonaparte, Deutsche Bahn, Doughty Hanson, EnBW, Energia, Isagro, Private Equity Partners, SCA e Seat Pagine Gialle. Negli anni precedenti è stato *Executive* della divisione Merchant Banking della Banca Popolare Commercio & Industria ed ha svolto attività di consulenza ed editoriale. Docente presso il *Master in Merchant Banking* dell'Università LIUC di Castellanza (VA), è altresì relatore in convegni organizzati da IFAF, ISTUD e SDA Bocconi, nonché autore di pubblicazioni sulle operazioni di finanza straordinaria e l'attività di M&A.

#### **Luca Barzaghi**

*Senior* di PricewaterhouseCoopers, *Transaction Services* in Milano, assiste mediante attività di *financial due diligence* e di *business plan review* operatori industriali e finanziari nel corso di transazioni ed operazioni straordinarie d'investimento. In precedenza ha maturato esperienze operando in BA Equity Advisors, Banca Intesa BCI - Mediocredito e Deutsche Bank.

### **Giuseppe Rana**

*Senior* di PricewaterhouseCoopers, *Transaction Services*, ha maturato una significativa esperienza nell'ambito di transazioni nazionali e *cross-border* per conto di clienti industriali ed investiti istituzionali, in vari settori industriali. Ha partecipato a numerosi progetti di *due diligence* tra i quali quelle su Kartogroup, Caffaro divisione fitofarmaci, Fila Holding e Gruppo Lonza. È autore di vari articoli in materia di finanza aziendale.

## **PricewaterhouseCoopers – Corporate Finance**

**Luca Lupone**, *Partner* responsabile di PricewaterhouseCoopers Corporate Finance ha lavorato per PricewaterhouseCoopers dal 1982 presso gli uffici di Milano e Londra dove ha svolto numerosi incarichi di *advisory*, valutazioni e privatizzazioni. Ha portato a termine con successo significative transazioni per conto di investitori e operatori internazionali quali, tra l'altro, Barclays Capital, WestLB, Merrill Lynch, Shell ed ha collaborato con importanti realtà italiane quali Sisal, Lottomatica, Alitalia, Ferrovie dello Stato, Fiat, Rinascente, Ciga Hotels e Barilla. Luca Lupone è *testimonial* alla SDA Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi di Milano.

### **Paolo Pajardi**

*Assistant Director* del *team* di *Business Recovery Service* di PricewaterhouseCoopers Corporate Finance, ha maturato esperienze in attività di consulenza in operazioni di ristrutturazione finanziaria, di *distress M&A* e di valutazioni d'azienda. È entrato in PricewaterhouseCoopers nel 1992 come revisore per poi passare nel 1996 al Corporate Finance. È coautore di testi giuridico/economici in tema di fallimento e di gestione delle procedure stragiudiziali principalmente per conto di Giuffrè e Theorema.

## **PricewaterhouseCoopers Transaction Services**

*PricewaterhouseCoopers (pwcglobal.com), la più grande organizzazione al mondo nel settore dei servizi professionali, aiuta i suoi clienti a creare valore per gli azionisti, gestire i rischi e migliorare la performance.*

*Il **Transaction Services**, in particolare, è una struttura presente in 148 nazioni con oltre 6.000 specialisti dedicati. Essa è leader globale nella fornitura di servizi d'assistenza per le operazioni di M&A e di finanza straordinaria ed è la scelta privilegiata degli operatori di venture capitale e private equity.*

*Al fine di consentire al cliente italiano o internazionale di massimizzare i risultati dell'operazione, i 90 professionisti operanti in Italia adottano un approccio multidisciplinare e, ove necessario, integrano esperienze e capacità specialistiche disponibili nell'ambito del network PricewaterhouseCoopers. La gamma dei servizi disponibili copre tutte le fasi della transazione includendo:*

- *la deal due diligence (market, financial, tax, legal, HR and pensions, insurance e IT systems);*
- *i post deal services (strategic integration, systems integration and implementation e operations improvements and cost reduction);*
- *i vendor services (carve-outs and disposal assistance e sell-side due diligence);*
- *le attività di global capital market (IPO e fund raising).*

## **PricewaterhouseCoopers Financial Risk Management**

*PricewaterhouseCoopers GMS ha inoltre costituito un gruppo di professionisti denominato **Financial Risk Management**, con l'obiettivo di aiutare le imprese a riconoscere, gestire e anche sfruttare i rischi finanziari allo scopo di contribuire alla creazione di valore.*

*Di questo gruppo fanno parte, in Europa, 250 specialisti con una significativa esperienza operativa maturata nelle funzioni di tesoreria e finanza di prestigiose aziende multinazionali ed istituti di credito. Il team italiano di Financial Risk Management, avendo raccolto diverse esperienze nelle attività di consulenza post deal all'interno di operazioni internazionali di ampia portata, è in grado di mettere a disposizione dei propri clienti tutte le competenze necessarie alla gestione dei rischi finanziari, nonché di aiutarli nel raggiungimento delle sinergie correlate al piano di transizione, attraverso l'applicazione tempestiva di una metodologia proprietaria aggiornata ed efficace.*

## **PricewaterhouseCoopers Corporate Finance**

*PricewaterhouseCoopers Corporate Finance è presente in Italia con una società che, mediante circa 40 professionisti degli uffici di Milano e Roma, si occupa principalmente di quattro aree:*

- *CVC Corporate Value Consulting: l'attività comprende valutazioni d'azienda, valutazione di beni immateriali e di opzioni reali, analisi delle decisioni strategiche d'investimento, dei sistemi di creazione del valore e dei piani di incentivazione del management (stock option plans);*
- *M&A Mergers & Acquisitions: advisory nei processi di M&A (identificazione dei target, assistenza alla negoziazione, individuazione della struttura di finanziamento, coordinamento dei consulenti legali e fiscali, etc.), assistenza nei processi di quotazione e di privatizzazione;*
- *Project finance: identificazione di strumenti innovativi per finanziare singoli progetti industriali e definizione della struttura ottimale dell'operazione. Il team assiste il cliente nelle diverse fasi del progetto, incluso la fase di negoziazione con i soggetti finanziatori (arranging finance, gestione del processo e assistenza post progetto);*
- *BRS Business Recovery Services: analisi di aziende in situazione di criticità (Business Review), ristrutturazioni finanziarie e business regeneration, distress debt transaction e distress M&A.*

## PRESENTAZIONE DELL'OPERA

di Mara Caverni

La realizzazione di un libro dedicato al mondo della finanza straordinaria è un'attività complessa che richiede il contributo di molteplici attori, siano essi autori, ricercatori, *manager*, professionisti di finanza d'impresa o editori. In particolare, quando ci si orienta verso la produzione di un testo destinato a diventare per il lettore professionista uno strumento operativo di consultazione, diventa ancora più importante saper raccogliere attorno al progetto le competenze e le motivazioni più variegate possibili, allo scopo di disegnare un profilo esaustivo della materia trattata. Solo allora lo sforzo si concentra nella capacità di distillare i contributi forniti dai diversi partecipanti all'opera.

Nell'offrire i nostri ringraziamenti, vorremmo partire dagli autori dei diversi capitoli, i cui profili sono riportati nella sezione dedicata, che hanno saputo sintetizzare le proprie esperienze e conoscenze con maestria e spirito critico. Nei loro sforzi sono stati coadiuvati da preziosi collaboratori, i quali si sono dimostrati generosi nel saper superare le difficoltà più insidiose nella ricerca, selezione e analisi del materiale prodotto e divulgato. Un ringraziamento particolare va ad Anna Linda Musacchio Adorisio, che ha fornito un prezioso supporto nella stesura dei capitoli della seconda parte del libro relativi alla valutazione del merito di credito ed agli aspetti normativi e contrattuali delle operazioni di *corporate finance*, raccogliendo gli spunti più originali dal *background* personale sul rischio di credito. Vorremmo inoltre ringraziare i colleghi Marco Ghiringhelli e Nicola Anzivino per la collaborazione prestata nella realizzazione di alcuni capitoli del libro.

Non possiamo dimenticare, inoltre, tutti i nostri clienti, dai più grandi ai più piccoli, dai quali e con i quali impariamo e perfezioniamo di continuo la nostra professione. Essi rappresentano le vere muse ispiratrici dei nostri sforzi ed i *partner* inseparabili dello sviluppo professionale e personale di tutti noi.

Inoltre, non possiamo dimenticare gli autori tutti, citati in bibliografia, dai quali abbiamo tratti spunti, idee e, talvolta, brani.

Un ringraziamento speciale è rivolto ai *manager* di BNP Paribas e, in particolare, al responsabile del team italiano di *Leveraged Finance*, Nicola D'Anselmo, e alla sua collaboratrice Elena Lodola, che hanno fornito un prezioso supporto metodologico ed un utile contributo informativo, in particolare relativamente agli strumenti di finanziamento.

I miei ringraziamenti personali vanno infine a Guidalberto Gagliardi e Massimiliano Chiara, che hanno condiviso con me l'idea di redigere un libro dal taglio "pratico" piuttosto che teorico, e che hanno quindi fornito il loro contributo nel coordinare le energie degli altri attori. Guidalberto e Massimiliano si sono entusiasmati all'idea di legare le operazioni di finanza al ciclo di vita dell'impresa, nonché di "seguire" i risvolti finanziari che si manifestano dopo il *closing* dell'operazione. Hanno altresì saputo tenere alta la motivazione del *team* per tutto il periodo di gestazione dell'opera. Si sono presi carico della responsabilità di portare avanti il lavoro ed hanno garantito un continuo ed efficace controllo di qualità, contribuendo con le proprie idee allo sviluppo dell'opera, dalla sua generazione iniziale, alla strutturazione dei capitoli, fornendo un prezioso ed originale contributo in molte delle sue parti, fino alla realizzazione finale. Certamente senza il loro impegno e dedizione, non avremmo portato a termine la nostra opera nella struttura e nello sviluppo in cui ve la presentiamo.

## Introduzione

di Guidalberto Gagliardi e Massimiliano Chiara

Da professionisti abituati a lavorare con e per imprenditori, *manager*, investitori istituzionali e banche ci siamo domandati a quale ambito avremmo potuto rivolgere il nostro pensiero per realizzare un libro che potesse contemperare le esigenze di essere:

- un supporto quotidiano per chi si trova per ventura o per professione ad occuparsi di finanza straordinaria;
- una risposta ad istanze specifiche che non perda un'organica visione d'insieme;
- tecnicamente rigoroso ma adatto anche ad un pubblico poco aduso alle teorie finanziarie e contabili;
- esaustivo e maneggevole al tempo stesso.

Abbiamo così pensato di combinare le nostre esperienze di *due diligence* ed assistenza alle transazioni realizzate da imprese e operatori di *private equity*, assistenza nella fase di integrazione (con sviluppo di una nuova struttura organizzativa o riorganizzazione di quella esistente), valutazione e ristrutturazione, al fine di realizzare un libro in grado, ci auspichiamo, di rispondere alle esigenze evidenziate.

Da queste nostre considerazioni è nata un'idea che, dopo un confronto con *BNP Paribas*, si è trasformata in un progetto concreto. Abbiamo, infatti, riconosciuto l'opportunità di raccogliere e presentare unitariamente e con un approccio pratico tutti gli aspetti e le attività che ruotano attorno alla finanza straordinaria, non fermandoci al momento della "chiusura" dell'operazione ma illustrando anche le attività precedenti e successive.

Ma come si articola questo libro?

Presentiamo innanzitutto delle considerazioni in merito alle relazioni tra dinamica strategica dell'impresa e strumenti ed operazioni di finanza straordinaria.

Non abbiamo intenzione di proporre un libro di strategia ma, pensando che l'esame delle suddette operazioni debba prendere le mosse dall'analisi competitiva, abbiamo cercato di delineare quali interventi di finanza d'affari siano più di frequente (e più proficuamente) riscontrabili nelle varie fasi del ciclo di vita di un'attività imprenditoriale.

La trattazione cerca di prescindere dalle "mode" contingenti e tocca quindi momenti della vita dell'impresa diversi come lo *start-up*, lo sviluppo, la maturità e finanche il declino. Non abbiamo potuto esimerci dall'affrontare, soprattutto nel capitolo 4, il tema della successione imprenditoriale, così cruciale nel nostro sistema economico.

Abbiamo poi focalizzato il capitolo 5 sull'analisi delle crisi d'impresa e su come, mediante processi di *turnaround*, se ne possa uscire. A tale proposito accenniamo anche alle *distressed debt transaction*, cioè a quelle operazioni di finanza straordinaria che risultano provvidenziali per minimizzare le perdite (di valore e "sociali") che gli *stakeholder* di imprese in crisi possono subire.

Nei capitoli successivi cerchiamo di fornire indicazioni in merito a come impiegare la leva finanziaria per realizzare operazioni di finanza straordinaria. Abbiamo volutamente trascurato la provvista mediante capitale di rischio, (sia essa apportata dai soci storici, dal pubblico mercato o da investitori istituzionali), in quanto

riteniamo che i relativi temi siano adeguatamente ed esaustivamente trattati dalla pubblicistica recente<sup>1</sup>.

Prima di introdurre i singoli strumenti di provvista abbiamo comunque dedicato due capitoli (per la precisione il 6 ed il 7) alla valutazione del rischio di credito effettuata dagli intermediari finanziari (anche alla luce delle indicazioni recentemente emerse dall'Accordo di Basilea) o dalle agenzie di *rating* dedicate: solo comprendendo le logiche di allocazione del rischio di credito adottate dai possibili finanziatori ed investitori è, a nostro giudizio, possibile comprendere come si strutturi un'operazione in termini di strumenti, garanzie, documentazione contrattuale, condizioni e modalità di collocamento. La valutazione circa il merito di credito della controparte oggetto dei finanziamenti o dell'emissione rappresenta, infatti, il momento di sintesi dell'intero processo. L'approccio, le modalità e le tecniche operative con cui gli intermediari affrontano tale analisi sono importanti indicatori della qualità delle competenze messe in campo dalle controparti finanziarie, e quindi del possibile ventaglio di opportunità a disposizione del *team* coinvolto nell'acquisizione, nell'individuare la strategia finanziaria più adatta al profilo di rischio oggetto della valutazione.

Nel capitolo 8 trattiamo diffusamente dei principali strumenti e tecniche di provvista disponibili sul mercato finanziario europeo, descrivendone le caratteristiche, i costi e le possibili applicazioni all'attività di finanza straordinaria. Trascureremo, come detto, il capitale di rischio ma parleremo diffusamente di strumenti di debito e di *quasi-equity*, dividendo la nostra analisi in due sezioni: finanziamenti e *capital market*. Tale bipartizione rispecchia le scelte organizzative delle maggiori banche d'affari, che hanno strutturato separatamente le attività di gestione del rischio di credito e di commercializzazione degli impieghi diretti da quelle relative alle operazioni sui mercati dei capitali. Le logiche di allocazione del rischio, le considerazioni sul profilo rischio-rendimento e le finalità stesse che sottendono agli strumenti appartenenti alle due *macro*-classi, infatti, sono simili ma le differenze contrattuali e commerciali che li contraddistinguono sono più marcate e meritano un approccio professionale e teorico parzialmente differente.

Il capitolo 8 si conclude con l'esame di un paio di casi (per la precisione un *Leveraged Buy Out*, *LBO*, ed un'emissione di obbligazioni *High yield*) che, secondo le nostre intenzioni, dovrebbero illustrare come nella pratica siano implementate alcune delle logiche e degli strumenti presentati nel libro.

Nel capitolo 9 esaminiamo i passaggi salienti nell'organizzazione di prestiti sindacati. Ci occupiamo inoltre della contrattualistica e dell'informativa relativa alle operazioni di finanza straordinaria. È nostra intenzione concentrare la trattazione soprattutto sulla sindacazione di un finanziamento, sugli elementi principali di un *loan agreement* (il contratto che regola il prestito da parte delle banche finanziatrici) e sui documenti informativi prodotti a supporto delle operazioni di finanza straordinaria (nello specifico faremo cenno alla struttura di base dell'*offering circular*, documento che viene indirizzato ai possibili sottoscrittori di un prestito, e dell'*information memorandum*, analogo documento pensato per presentare ai possibili finanziatori ed investitori le caratteristiche di un'operazione di finanza d'affari). Faremo altresì cenno al regolamento delle emissioni obbligazionarie.

---

<sup>1</sup> A. Gervasoni - F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Associati, Milano, 2000; A.I.F.I e PricewaterhouseCoopers, *Guida pratica al capitale di rischio*, edizione fuori commercio (reperibile anche su *Internet*), Milano, 2000.

Gli ultimi tre capitoli parlano dei processi d'integrazione, una delle attività più complesse nel panorama della finanza d'impresa. Un rischio particolarmente presente in tale occasione è rappresentato dalla tendenza al rilassamento dopo la tensione proattiva che ha caratterizzato le fasi precedenti il *closing*, lasciando un potenziale vuoto di continuità nella gestione operativa, proprio quando l'impresa ha avviato un progetto di sviluppo strategico. Ed è in questa fase che le aspettative di creazione di valore e di ottenimento delle potenziali sinergie si avverano o falliscono. Pertanto il successo del processo di integrazione è fondamentale ai fini del successo dell'operazione di finanza straordinaria. La nostra analisi muove dal presupposto che sono le modalità e la motivazione delle risorse umane coinvolte nel processo acquisitivo, che rendono possibile l'ottenimento degli obiettivi prefissati dall'azienda. A nostro avviso, lo scopo principale dell'integrazione è rappresentato, infatti, da un lato, dal trasferimento e dall'utilizzo delle competenze risultanti dalla combinazione aziendale (che possono favorire il miglioramento del posizionamento competitivo della nuova realtà aziendale) e, dall'altro, dalle modalità di ridisegno dell'organizzazione e dell'integrazione della cultura aziendale, che rappresentano il fattore catalizzante dell'intero processo.

In particolare, nel capitolo 1 sarà descritta un'efficace metodologia d'integrazione basata sulla *value driver analysis*, sull'analisi del processo di **pianificazione** dell'integrazione e sulla gestione del fattore **organizzativo-culturale**, quali elementi distintivi di un'integrazione di successo.

Nel capitolo 2 si evidenzierà che un soggetto raramente coinvolto nel processo d'acquisizione e di successiva integrazione è rappresentato dalla tesoreria, ovvero dall'ufficio di finanza operativa dell'azienda. Attraverso l'analisi critica d'alcune esperienze maturate dai professionisti PricewaterhouseCoopers, saranno evidenziati i motivi che spingono ad un maggiore coinvolgimento diretto della tesoreria fin dalla fase preparatoria dell'operazione. La tesoreria riveste, infatti, un ruolo rilevante nella gestione degli aspetti finanziari dell'operazione di finanza straordinaria, soprattutto nel caso in cui esistano strutture di debito d'importo significativo. In tale contesto il tesoriere diventa un importante attore del processo ed è coinvolto nella gestione delle problematiche legate all'esposizione ai rischi finanziari della struttura ed al monitoraggio dei flussi di cassa operativi, sia ai fini della gestione delle necessità di capitale circolante, sia ai fini del controllo del rispetto dei *covenant* finanziari applicati alla struttura di finanziamento.

Chiariremo poi che, in aggiunta ai suddetti elementi, nell'area finanza dell'azienda sono identificabili delle opportunità di creazione di valore che solitamente non sono considerate prioritarie. Esse saranno evidenziate nel capitolo 12, dove sarà dato ampio risalto all'applicazione della metodologia di *process reengineering* all'area Finanza.

La gestione efficace dell'integrazione non rappresenta ancora un comportamento di *best practice* nel panorama delle imprese. Spesso le aspettative circa l'ottenimento delle sinergie e dei possibili risparmi, in parte già inglobati nel valore della transazione, si rivelano insoddisfacenti o scarsamente raggiungibili. Il nostro sforzo di disegnare un'efficace strategia per l'integrazione, che accompagni l'azienda nel processo acquisitivo, prende spunto dall'idea di ricercare nella pianificazione delle azioni, nella motivazione e nel coinvolgimento delle risorse umane ai diversi livelli aziendali, quegli elementi che contraddistinguono le operazioni di *M&A* di successo da quelle di insuccesso, fornendo un modesto ma importante contributo alla maggiore

efficienza del mercato e limitando le dispersioni di valore dannose per tutti gli *stakeholder* dell'impresa.