

zioni di gestione commerciale attinenti alla prenotazione ed alla vendita di biglietti ai passeggeri, i servizi amministrativi e le prestazioni di assicurazione venduti insieme alla prestazione di trasporto, l'imbarco e lo sbarco di passeggeri e merci, compresa l'attività di *groupage* e di movimentazione all'interno dell'area portuale, il noleggio di container, e non quelle svolte nella tratta terrestre (quali, ad esempio, le attività di posizionamento della merce, i trasporti interni, ecc.) e ciò nell'ottica di una politica agevolativa delle sole attività di trasporto, maggiormente esposte alla concorrenza internazionale e al fine di non creare concorrenza distorsiva nell'utilizzo di modalità «trasportistiche» differenti. Sono espressamente escluse dalla base imponibile del regime forfetario le entrate derivanti dalla vendita di prodotti di lusso, di prodotti e servizi che non vengono consumati a bordo nave, dei giochi d'azzardo e dei casinò. Le attività accessorie sono disciplinate al comma 2, dell'art. 6, qualora siano direttamente connesse, strumentali e complementari alle attività ammissibili a:

- la gestione di cinema, bar e ristoranti, a bordo di navi ammissibili al regime di imposizione forfetaria ed in generale la vendita di prodotti o servizi esclusi quelli di cui al successivo comma 3);
- i contratti di subappalto o franchising o in generale i rapporti contrattuali con terzi per l'esercizio di attività ammissibili;
- le operazioni di gestione commerciale, quali, la prenotazione di capacità di carico e di biglietti per passeggeri;
- i servizi amministrativi e le prestazioni di assicurazione connessi ai servizi di trasporto di merci e passeggeri, venduti insieme alla prestazione di trasporto;
- l'imbarco e sbarco passeggeri;
- il carico e scarico merci, inclusa la manipolazione e movimentazione di container all'interno dell'area portuale;
- il raggruppamento o la suddivisione di merci prima o dopo il trasporto in mare;
- la fornitura e messa a disposizione di container;
- i trasporti terrestri immediatamente antecedenti o successivi a quello marittimo.

Sono in ogni caso esclusi dal regime i proventi derivanti dalla vendita di prodotti di lusso, di prodotti e di servizi che non sono consumati a bordo, dai giochi d'azzardo, dalle scommesse e dai casinò.

Un altro dubbio rilevante, dipanato all'art. 8, commi 1 e 2, riguarda la valutazione degli elementi dell'attivo e del passivo nel caso di perdita di efficacia o di mancato rinnovo dell'opzione.

Nel periodo di adesione alla tonnage tax, infatti, i componenti effettivi positivi e negativi di reddito non assumono rilevanza fiscale, in quanto assorbiti dal reddito forfetario (si pensi, ad esempio, alla determinazione degli ammortamenti fiscalmente deducibili). I commi 1 e 2 disciplinano le modalità di determinazione del valore fiscalmente riconosciuto qualora si ritorni al regime ordinario. Gli elementi dell'attivo e del passivo, ai fini della determinazione del reddito imponibile, sono valutati in base ad un prospetto della dichiarazione dei redditi che deve essere compilato nel corso dell'efficacia dell'opzione, dove vanno indicati eventuali divergenze tra i valori delle voci dell'attivo e del passivo determinati secondo le modalità civilistiche e fiscali, seguendo il regime ordinario. Ad esempio, gli ammortamenti andranno determinati come se fossero stati calcolati quelli relativi al periodo in cui si è determinato il reddito secondo il regime agevolato.

Al comma 3 dell'art. 8 viene inoltre disciplinato il trattamento di costi e proventi a fiscalità frazionata, nelle due ipotesi di:

– componenti positivi e negativi che hanno avuto origine prima dell'ingresso nel regime forfetario e la cui tassazione o deduzione è stata rinviata, a norma di legge, negli esercizi di efficacia dell'opzione. È stabilito che tali componenti sono sommati in modo algebrico al reddito determinato su base forfetaria. È questo il caso, per esempio, della plusvalenza realizzata prima dell'ingresso nel regime di tonnage tax e per la quale si beneficia della rateazione ovvero di una spesa di rappresentanza deducibile in parte nel periodo di tonnage tax. In entrambi i casi le quote «differite» (positive e negative) sono sommate all'imponibile determinato secondo le regole della tonnage tax;

– componenti positivi e negativi che si manifestano in regime di tonnage tax, ma la cui tassazione - in assenza del regime forfetario - sarebbe stata rinviata in base a disposizione di legge in esercizi in cui il regime forfetario si interrompe. È il caso, ad esempio, di spese di rappresentanza o di manutenzione sostenute nel periodo di vigenza della tonnage tax che, in via ordinaria, sarebbero state deducibili negli esercizi successivi e che, invece, essendo sostenute in un periodo di vigenza dell'opzione non daranno luogo, comunque, ad alcuna deduzione delle quote residue, in caso di uscita dal regime di tonnage tax.

Tale soluzione dovrebbe evitare fenomeni di mancata o doppia imposizione dei proventi oppure di doppia deduzione o di indeducibilità dei costi.

# Amministrazione & Finanza

Inseriti di

## Amministrazione & Finanza

### Employee Buy Out, i dipendenti partecipano all'azionariato dell'impresa

di Massimo Pancamo e Fabio Sattin

ANNO XIX - 31 agosto 2005 n. 15/16  
DIREZIONE E REDAZIONE  
STRADA 1, PALAZZO FG  
20090 MILANO-FIORI ASSAGO

00052897

TARIFFA A.D.C.: POSTE ITALIANE SPA - SPEDIZIONE  
IN ABBONAMENTO POSTALE - D.L. 353/2003  
(CONV. IN L. 27/02/2004 N. 46) ART. 1, COMMA 1,  
DEB MILANO

15/16

www.ipsoa.it



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA

L'azionariato dei dipendenti .....	.pag.	III
Stock-options: motivazioni e forme .....	.pag.	III
La partecipazione quale strumento per l'incremento della produttività .....	.pag.	III
La partecipazione come strumento di promozione della democrazia economica .....	.pag.	III
La partecipazione quale canale di finanziamento addizionale .....	.pag.	IV
La partecipazione azionaria in Italia e le agevolazioni .....	.pag.	IV
L'Employee Buy-Out .....	.pag.	V
L'evidenza empirica sui risultati delle società partecipate dai dipendenti .....	.pag.	VI
Modello di strutturazione di un EBO su società da privatizzare .....	.pag.	VIII
L'analisi dei risultati storici di Avia .....	.pag.	X
Struttura dell'operazione di EBO .....	.pag.	XI
Equity di Newco .....	.pag.	XI
Conclusioni .....	.pag.	XIV
Bibliografia .....	.pag.	XV

# Employee Buy Out, i dipendenti partecipano all'azionariato dell'impresa

di Massimo Pancamo e Fabio Sattin



## L'azionariato dei dipendenti

Piani di *stock option* o di assegnazione azionaria ai dipendenti, ESOP statunitensi, *workers buy-out*, sono alcune delle modalità attraverso cui si promuove la partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa, allo scopo di realizzare quella che viene comunemente definita «democrazia economica», ossia un sistema economico-sociale che favorisce lo sviluppo delle forme di partecipazione dei dipendenti ai processi decisionali dell'impresa e alla distribuzione degli utili prodotti dalla stessa.

L'esigenza di favorire i meccanismi di partecipazione e di collaborazione dei lavoratori nell'azienda era stata avvertita sin dalla redazione della Carta costituzionale, che, all'art. 46, promuove la partecipazione dei lavoratori nelle proprie imprese di lavoro. La norma è rimasta a lungo disattesa sia perché le condizioni economiche e culturali dei lavoratori non consentiva loro di accantonare risparmi né tanto meno di investirli in azioni sia perché le aziende italiane per finanziarsi hanno preferito attingere più al capitale di prestito (costituito, comunque, in buona parte anche dal TFR) che al capitale di rischio.

Soltanto sporadicamente le imprese si rivolgevano ai dipendenti proponendo sconti sull'acquisto di azioni come strumento di conciliazione dei conflitti tra capitale e lavoro.

Oggi invece, nuove circostanze, quali, ad esempio, la riforma del diritto societario e il processo di privatizzazione di importanti società industriali, bancarie e di servizi (Telecom, Eni, Enel, Alitalia), hanno incentivato la diffusione dell'azionariato dei lavoratori delle società per azioni secondo una prospettiva che coinvolge finalità di politica economica e sociale. Dal lato dei dipendenti, infatti, l'azionariato nell'impresa soddisfa l'interesse individuale all'investimento e realizza la partecipazione ai risultati del proprio lavoro e all'indirizzo dell'impresa.

Dal lato dell'azienda, d'altro canto, l'interesse alla

diffusione dell'azionariato dei dipendenti può essere sia quello di coinvolgere gli stessi nella redditività dell'impresa stimolandoli ad una maggiore produttività ed efficienza sia quello di sostituire aumenti della retribuzione in denaro con la costituzione di piani di *stock-options* o di azionariato diffuso. Non può inoltre dimenticarsi che esiste una vasta letteratura accademica che ha validato empiricamente i miglioramenti di produttività ed efficienza conseguiti in seguito alla partecipazione dei lavoratori nell'impresa.

Un caso particolare di tale partecipazione è senza dubbio rappresentato dall'*employee buy-out*, ossia dall'acquisizione da parte dei dipendenti non di una semplice interessenza nel capitale sociale dell'impresa ma della maggioranza del capitale azionario, un evenienza abbastanza comune negli USA, ma di cui esistono esempi anche nel nostro continente.

## Stock-options: motivazioni e forme

La teoria economica ha individuato tre finalità prevalenti della partecipazione azionaria dei dipendenti all'impresa. Tali finalità ovviamente rivestono un'importanza relativa diversa nelle varie fattispecie concrete.

### La partecipazione quale strumento per l'incremento della produttività

Il coinvolgimento dei lavoratori nel capitale d'impresa costituisce uno degli strumenti classici per l'allineamento degli interessi tra principale (azionista) e agente (lavoratore), allo scopo di apportare un incremento della produttività e una diminuzione della conflittualità aziendale. Come si vedrà in seguito, moltissimi studi empirici hanno validato tali effetti positivi della partecipazione.

### La partecipazione come strumento di promozione della democrazia economica

Il coinvolgimento dei lavoratori nell'azionariato dell'impresa risponde alle già richiamate esigenze

di democrazia economica ed ha una lunga tradizione nelle esperienze di molti paesi occidentali.

Spesso, tuttavia, alla partecipazione dei lavoratori all'azionariato, così come ad ogni forma di cogestione, molti osservatori attribuiscono l'effetto negativo della promozione di istanze che contrastano con i principi di massimizzazione del profitto e in generale di indirizzare il governo dell'impresa verso forme di gestione «corporativistiche». Allo scopo di evitare tale rischio occorre sempre tenere chiaramente distinta la posizione dei lavoratori in quanto azionisti da quella degli stessi in quanto salariati, evitando le commistioni di ruoli nelle strutture decisionali/di rappresentanza di ciascuna delle due categorie.

Il mantenimento di tale equilibrio, talvolta, non è facile: una tendenza alla commistione dei ruoli, ad esempio, viene da più osservatori riscontrata nel caso dei dipendenti azionisti dell'Alitalia.

### La partecipazione quale canale di finanziamento aggiuntivo

Un'ulteriore motivazione teorica per la partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa considera le situazioni di inefficienza allocativa nel mercato dei capitali: in altri termini, il mercato percepisce in maniera non corretta l'opportunità di investimento offerta dall'impresa, mentre i lavoratori, grazie alla loro posizione di *insider*, sono in grado di valutare meglio rispetto al mercato stesso l'opportunità di investimento offerta dall'azienda, surrogandosi al mercato come fornitore di capitali.

L'importanza di tale funzione della partecipazione varia tuttavia estremamente a seconda delle situazioni contingenti in cui versa la realtà aziendale: imprese di modeste dimensioni o in situazioni di tensione finanziaria potrebbero dipendere significativamente dai flussi di risorse finanziarie apportate dai lavoratori.

Tuttavia, anche in casi di società di maggiori dimensioni o in condizioni operative assolutamente sane, la partecipazione dei lavoratori potrebbe avere un effetto benefico sull'accesso al mercato dei capitali da parte dell'impresa, per il segnale positivo che il finanziatore esterno (o il mercato nel caso di imprese che intendano accedere alla quotazione) riceve circa la qualità dell'impresa dalla sottoscrizione da parte dei lavoratori di una quota significativa di capitale e dal loro impegno di medio/lungo termine a permanere nella compagine azionaria. Si tratta, *mutatis mutandis*, dello stesso effetto di *signaling* che il *venture capitalist* o il mercato borsistico ricavano dall'investimento in una determinata

azienda di risorse finanziarie personali da parte dei *manager* di un'azienda.

Dal punto di vista concreto, le tipologie attraverso cui la partecipazione azionaria dei dipendenti può strutturarsi possono essere suddivise nelle seguenti 4 modalità tipiche:

1. attribuzione di una quota dei risultati economici dell'impresa tramite la distribuzione di quote di azioni vincolate in un fondo fiduciario per un certo periodo di tempo (tale fattispecie si situa al confine tra un premio di risultato e una partecipazione azionaria *strictu sensu*);
2. riserva di una quota di azioni ai dipendenti, sovente a condizioni privilegiate (quali, per esempio sconti sul corrispettivo, prelazione nell'assegnazione in caso di offerte al pubblico, particolari dilazioni di pagamento);
3. emissioni (anch'esse spesso vincolate) riservate a dipendenti che si trovano in condizioni particolari (esempio: con una certa anzianità di servizio o in posizioni chiave, come nel caso delle *stock options*);
4. attribuzione di una quota (anche significativa) di azioni per la realizzazione di piani di azionariato ai dipendenti, attuati tramite l'apporto delle azioni stesse ad un fondo, ove di norma restano vincolate per un certo periodo (tipico esempio gli ESOP statunitensi, di cui si accennerà in seguito).

### La partecipazione azionaria in Italia e le agevolazioni

Diversamente da quanto accade in altri Paesi dell'Unione Europea, che già da tempo hanno adottato provvedimenti legislativi *ad hoc* in materia di partecipazione finanziaria o che hanno provveduto ad introdurre norme di legge organiche in materia in seguito agli *input* provenienti dalla Comunità Europea, in Italia, il tema della partecipazione azionaria dei lavoratori forma ancora oggetto di disposizioni legislative datate (1). A queste ultime, solo recentemente, si sono aggiunte alcune sporadiche disposizioni (2) prive, comunque, di quelle caratteristiche di organicità che un'adeguata regolamentazione legislativa della materia sembrerebbe ormai richiedere. È anche vero, tuttavia, che qualche segnale di considerazione legislativa del fenomeno si è avuto,

#### Note:

(1) Gli artt. 2349 e 2441 c.c.

(2) Art. 13, comma 1, lett. b), n. 2 del D.Lgs. 23 dicembre 1999, n. 505, che ha modificato l'art. 48, comma 2, lett. g del T.U.I.R. delle imposte sui redditi; D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917; gli artt. 137, comma 3, e 141, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

anche in Italia, a partire dalla seconda metà degli anni novanta. Si è trattato, però, di interventi legislativi sporadici, adottati in occasione di provvedimenti di legge contraddistinti da più ampi e generali ambiti di riferimento.

Alcune disposizioni normative riguardanti l'apertura del capitale azionario ai dipendenti delle società sono state così inserite in provvedimenti che avevano oggetti di disciplina assai più ampi e generali: provvedimenti di riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare e di armonizzazione delle disposizioni fiscali e previdenziali concernenti i redditi di lavoro dipendente (3) da un parte; provvedimenti riguardanti la materia dell'intermediazione finanziaria e delle società quotate (4) dall'altra.

È così accaduto che norme occasionalmente inserite in provvedimenti legislativi di ben più ampia portata abbiano separatamente riguardato i due diversi e più tipici profili di incidenza della partecipazione azionaria dei lavoratori: la retribuzione e il trattamento di fine rapporto, da un lato, la partecipazione dei lavoratori azionisti alle decisioni di impresa, dall'altro.

In ordine al primo dei due profili ricordati (retribuzione e TFR), va richiamata la sequenza di norme legislative con le quali, tra il 1995 e il 1999, sono stati introdotti sgravi fiscali e contributivi per i piani di azionariato dei lavoratori.

Per effetto di tali disposizioni e sia pure per frammenti successivi, si è sviluppata, anche in Italia, una legislazione di favore per l'azionariato dei lavoratori. Essa è costituita da una serie di norme di incentivazione fiscale e contributiva dei piani di azionariato per i lavoratori, che possono, per questo aspetto, ritenersi conformi al tipo di leggi presente in numerosi Stati dell'U.E. e alle sollecitazioni contenute nella Raccomandazione CE 92/443 in ordine alla incentivazione economica delle forme di partecipazione finanziaria.

Le prime norme di sgravio furono introdotte nel 1995, dalla Legge 8 agosto 1995, n. 335, che aveva escluso dalla retribuzione imponibile ai fini contributivi «la differenza tra il prezzo di mercato e quello agevolato praticato per l'assegnazione ai dipendenti, secondo le vigenti disposizioni, di azioni della società datrice di lavoro ovvero di società controllanti o controllate (art. 2, comma 15, l. n. 335 del 1995)». Nuove e sostitutive norme furono emanate, nel 1997, quando, in occasione della generale unificazione della nozione di retribuzione imponibile ai fini fiscali e contributivi (D.Lgs. n. 314 del 1997), fu previsto che non dovesse concorrere a formare il

reddito di lavoro dipendente (né ai fini contributivi, né ai fini fiscali) il «valore delle azioni» sottoscritte dai lavoratori in occasione degli aumenti di capitale sociale previsti dalle due uniche norme del Codice civile che facevano riferimento all'azionariato dei dipendenti (gli artt. 2349 e 2441, u.c.).

Le ultime, e tuttora vigenti, disposizioni di sgravio sono quelle del D.Lgs. n. 505 del 1999 che, nel riformulare l'art. 48 del T.U.I.R. ha previsto che non concorre a formare il reddito di lavoro dipendente, né «il valore delle azioni offerte alla generalità dei dipendenti» (per un importo non superiore, complessivamente nel periodo di imposta a quattro milioni di lire: lett. g), né «la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente per l'acquisto delle stesse azioni», qualora tali azioni costituiscono una percentuale del capitale sociale inferiore al 10% (lett. g bis); si tratta di una differenza - tipica dei cdd. piani di *stock option* - che comporta un lucro per i lavoratori che diventano azionisti.

### L'Employee Buy-Out

Un particolare tipo di partecipazione dei dipendenti all'azionariato dell'impresa è il c.d. *employee buy-out* o *workers buy-out* (EBO o WBO). Come è noto nella letteratura finanziaria con il termine «buy-out» si indica l'acquisizione del controllo di un'impresa, compiuta spesso facendo ricorso anche al capitale di terzi (si parla in tale ipotesi di *leveraged buy-out*) e limitando la partecipazione finanziaria diretta del compratore ad una parte del prezzo pagato per l'acquisizione. Qualora il soggetto acquirente l'azienda si identifichi con i manager dell'impresa stessa, normalmente supportati da un investitore finanziario, si avrà un *management buy-out*.

Le operazioni di *management buy-out*, qualora interessino classi di lavoratori più ampie rispetto al solo *top management*, quali, ad esempio, dirigenti o quadri intermedi o anche la totalità delle categorie di lavoratori esistenti nell'impresa, sono dette *employees o workers buy-out*.

Nell'esperienza italiana sono prevalenti le operazioni di EBO originatesi in seguito a situazioni di crisi aziendale in cui i lavoratori, per evitare la scomparsa dell'azienda, ne hanno rilevato il controllo, quasi

#### Note:

(3) Ad esempio, Legge n. 335 del 1995; D.Lgs. n. 314 del 1997 e D.Lgs. n. 505 del 1999.

(4) Testo Unico della finanza (c.d. Legge Draghi), D.Lgs. n. 58 del 1998.

che la partecipazione dei dipendenti sia possibile solo quando l'azienda si trovi in una fase di tensione, ma non qualora l'impresa si trovi in buone condizioni economico-finanziarie.

In realtà, nonostante le condizioni sfavorevoli iniziali, il bilancio della limitata applicazione che lo strumento ha avuto in Italia, è senza dubbio positivo: utilizzando i dati provenienti dall'unico esempio di applicazione continuata dello strumento, ossia le imprese nate grazie agli strumenti di agevolazione previsti dalla «legge Marcora», si nota come, nonostante le condizioni sfavorevoli sulle quali erano nati questi EBO «impropri» (ossia situazioni in cui i lavoratori in cassa integrazione rilevavano l'impresa in crisi, tramite la loro costituzione in cooperativa e senza ricorso al credito bancario) il tasso di sopravvivenza era nel 1999, dopo quasi 15 anni dall'applicazione della legge, di circa il 60%.

Probabilmente l'esempio riportato non fa testo, vista la sua estrema specificità in Italia, tuttavia è estremamente difficile rintracciare altri esempi di EBO cui fare riferimento, a causa soprattutto del tipico carattere familiare dell'impresa italiana e del conseguente sospetto con cui tali forme sono spesso viste dagli imprenditori.

Ben diversa è la situazione negli altri paesi sviluppati, dove il fenomeno degli EBO si è concretizzato in esperienze significative, con particolare riferimento agli Stati Uniti e in misura minore in altri paesi europei.

Negli USA, lo strumento principe per la realizzazione di un EBO, a motivo soprattutto delle agevolazioni fiscali connesse al suo utilizzo, è il cosiddetto ESOP, acronimo di *Employee Stock Ownership Plan*. Un ESOP è essenzialmente uno strumento previdenziale che prevede la costituzione da parte di un'impresa di un trust ossia un'entità legale distinta in cui l'impresa apporta azioni di nuova emissione o fondi per l'acquisto di azioni già esistenti. Alternativamente l'ESOP può indebitarsi per l'acquisto di azioni di nuova emissione o esistenti dell'impresa, ripagando l'indebitamento contratto attraverso gli apporti di capitale di quest'ultima. Si parla in questo caso di *leveraged ESOP*.

Le azioni acquisite dall'ESOP sono attribuite ai singoli dipendenti in relazione alla loro anzianità di servizio: quando il lavoratore lascia la società riceve le sue azioni, che la società stessa ha l'obbligo di riacquistare al *fair market value*, qualora per esse non esista un mercato regolamentato.

Uno dei principali motivi del successo degli ESOP risiede nelle agevolazioni fiscali di cui godono: entro certi limiti, gli apporti dell'impresa all'ESOP

sono deducibili. Nel caso del *leveraged ESOP* questo significa che se l'ESOP si indebita, utilizzando il prestito ottenuto per acquistare azioni della società (di nuova emissione o già esistenti) e la società effettua contribuzioni (anch'esse deducibili) all'ESOP per il rimborso del debito e degli interessi, si ha la possibilità di dedurre sia il capitale che gli interessi sul debito, ottenendo così un notevole abbattimento del costo del capitale.

Gli ESOP costituiscono una tipologia molto diffusa negli USA, paese notoriamente molto orientato all'investimento azionario. Come già accennato, nella realtà degli USA in molti casi la partecipazione dei lavoratori al capitale dell'impresa è di controllo, sebbene in tali casi non sempre si possa parlare di EBO (come ad esempio nei casi in cui la maggioranza è ottenuta dai lavoratori attraverso piani di azionariato collettivo, c.d. *Stock Purchase Plans*).

La Tavola 1 riporta le 10 maggiori imprese negli USA (in base al numero di dipendenti) in cui maggioranza del capitale è detenuta dai lavoratori attraverso un ESOP o un altro strumento partecipativo.

Per quanto riguarda gli altri paesi europei, esperienze significative con riguardo alla partecipazione dei dipendenti al capitale delle imprese sono state realizzate in molti paesi in base ai dati di una ricerca della Comunità Europea e della Fondazione Europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro del 2001 a fine 2000: circa il 16,4% delle imprese europee con più di 200 dipendenti aveva in essere un piano di azionariato diffuso (circa il 31,5% se si considerano anche i piani di *stock options*).

Per quanto riguarda gli EBO in Europa, invece, essi hanno in genere interessato società di dimensioni modeste e comunque inferiori rispetto all'esperienza statunitense, anche a motivo della mancanza di una legislazione agevolativa del tipo di quella degli ESOP.

In Tavola 2 si riporta un elenco di alcune operazioni di EBO condotte in Europa.

### L'evidenza empirica sui risultati delle società partecipate dai dipendenti

Le indagini empiriche hanno dimostrato che la partecipazione azionaria dei dipendenti migliora in genere le performance dell'azienda: tra i numerosi studi condotti se ne possono citare 3 particolarmente significativi:

1. nel più vasto studio sulle performance degli ESOP in imprese non quotate, condotto nel 2000 da Douglas Kruse e Joseph Blasi della Rutgers University, si è trovato che l'ESOP ha aumentato ricavi, dipendenti e ricavi/dipendente per una per-

centuale compresa tra il 2,3% e il 2,4% l'anno rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato in mancanza dell'ESOP. Le imprese non quotate oggetto di ESOP presentavano, inoltre, tassi di sopravvivenza maggiori;

2. in base alle risultanze di uno studio condotto nel 2001 da una società di consulenza previdenziale

(Watson Wyatt) che ha analizzato circa 700 imprese quotate in Nord America e in Europa negli anni 1999 e 2000 è emerso che la partecipazione azionaria dei dipendenti appariva aumentare la capitalizzazione di mercato di circa il 4%;

3. nel 1992, i già citati Douglas Kruse e Joseph Blasi, insieme a Michael Conte dell'Università di Bal-

Tavola 1 - Prime 10 società USA per numero di dipendenti controllate dai lavoratori

Società	Città	Stato	Strumento partecipativo	Settore	Numero Dipendenti
Publix Supermarkets	Lakeland	FL	ESOP, stock purchase	Supermercati	121.150
Science Applications Intl.	San Diego	CA	ESOP & others	Sistemi IT	41.000
Lifetouch	Minneapolis	MN	ESOP	Studi fotografici e tecnologie per la fotografia	12.000
Parsons Corp.	Pasadena	CA	ESOP	Engineering, miniere e costruzioni	12.000
CH2M Hill, Inc.	Denver	CO	stock purchase	Engineering e costruzioni	10.500
Brookshire Brothers	Lufkin	TX	ESOP	Supermercati	10.200
Graybar Electric	St Louis	MO	stock purchase	Grossisti materiale elettrico	10.000
Nypro	Clinton	MA	ESOP	Produzione materie plastiche	9.300
Amsted Industries	Chicago	IL	ESOP	Manifattura componenti industriali	9.000
Andersen Corp.	Bayport	MN	ESOP	Vetriere	7.700

Fonte: National Center for Employee Ownership

Tavola 2 - Alcuni esempi di EBO europei

Società	Nazione	Tipo acquisizione	Anno	Settore	Numero Dipendenti
Waitrose supermarkets	UK	EBO (non leveraged)	1937	Supermercati	N/A
Iskraemeco	Slovenia	Privatizzazione	1994	Capital goods	2100
CMG	UK	EBO	1985	Servizi IT	1500
Fl group	UK	EBO	1991	Software	1150
Unimerco	Danimarca	EBO (non leveraged)	1995	Capital goods	400
Baxi	UK	EBO	1983	Caldaie	N/A
People's Provincial Bus Co.	UK	EBO	1987	Esercizio trasporti	200
Izar Sal	Spagna	Acquisto pre-fallimento	1996	Capital goods	120
Foradia	Spagna	Acquisto pre-fallimento	1981	Engineering	80
Learning IT	UK	EBO	2003	Formazione IT	80

Fonte: National Center for Employee Ownership

timora hanno creato un *Employee Ownership Index* (EOI) che seguiva la performance azionaria delle società quotate negli USA aventi almeno il 10% del capitale detenuto dai dipendenti e una capitalizzazione maggiore di 50 milioni di dollari. L'indice venne successivamente calcolato per qualche tempo dalla American Capital Strategies (una banca di investimento molto attiva negli EBO). Nel periodo tra il 1992 e il 1997 tale indice è cresciuto del 193% a fronte di un rialzo del Dow Jones pari al 145% e dello S&P 500 del 140%.

## Modello di strutturazione di EBO su società da privatizzare

Un'ipotesi di applicazione di un leveraged workers buy-out su una società da privatizzare (*Public Target*) si svolgerebbe secondo il seguente schema logico:

1. costituzione di una società veicolo (Newco), partecipata in maggioranza dal soggetto pubblico e in minoranza dai lavoratori di Public Target e da un investitore finanziario, che viene capitalizzata in parte con capitale apportato dai suddetti soci e in parte tramite l'accensione di un debito bancario. Potrebbe essere studiata, ove tecnicamente fattibile, la possibilità per i dipendenti di accesso al TFR, allo scopo di acquistare le azioni della Newco che acquisirà la società target secondo uno schema già utilizzato in molte privatizzazioni. Ovviamente nulla vieta che il soggetto pubblico controllante riduca la sua partecipazione al di sotto del 50% o addirittura esca dall'azionariato;
2. acquisto del 100% di Public Target da parte di Newco. Il soggetto pubblico incasserebbe quindi il prezzo di cessione delle azioni della società a Newco e reinvestirebbe parte di quanto ricavato nel capitale di Newco;
3. fusione di Newco con Public Target, allo scopo di ottimizzare i flussi di rimborso di capitale ed interessi relativi al debito contratto con l'acquisizione, utilizzando i flussi finanziari generati da Public Target stessa;
4. in un intervallo di tempo variabile (anche in dipendenza dalle condizioni del mercato borsistico), comunque non inferiore a 2/3 anni, quotazione di Public Target (i.e. l'entità risultante dalla fusione tra Newco e Public Target) alla Borsa di Milano e conseguente monetizzazione parziale dell'investimento da parte degli azionisti. In alternativa potrebbe essere considerata la vendita ad un acquirente strategico, ma la quotazione in Borsa offrirebbe sicuramente più indipendenza ai lavoratori azionisti. A scopo meramente illustrativo dell'operazione delineata sommariamente, è stata condotta l'analisi di

un caso di applicazione dello strumento partecipativo esaminato, sulla base di documenti pubblicamente disponibili di una società controllata da un soggetto pubblico.

La società scelta per il caso, indicata con il nome di Avia Spa, è una società di gestione di uno dei principali aeroporti italiani (5° per traffico passeggeri, con circa 4,8 milioni di passeggeri trasportati nel 2003) posseduta interamente da una subholding i cui azionisti sono diversi enti pubblici territoriali e camere di commercio, espressione del territorio di localizzazione dell'area aeroportuale.

Il business della gestione aeroportuale è altamente regolamentato: le compagnie di gestione aeroportuale esercitano il servizio per mezzo di una concessione per la gestione e lo sviluppo dello scalo che per i maggiori aeroporti ha una durata compresa tra i 20 e i 40 anni.

Il CIPE ha fissato i criteri per il calcolo delle tariffe che le società di gestione aeroportuale devono ricevere in cambio della prestazione dei loro servizi, forniti in regime di monopolio.

I ricavi delle società di gestione aeroportuale sono controllati dall'ENAC (Ente Nazionale Aviazione Civile) e derivano da:

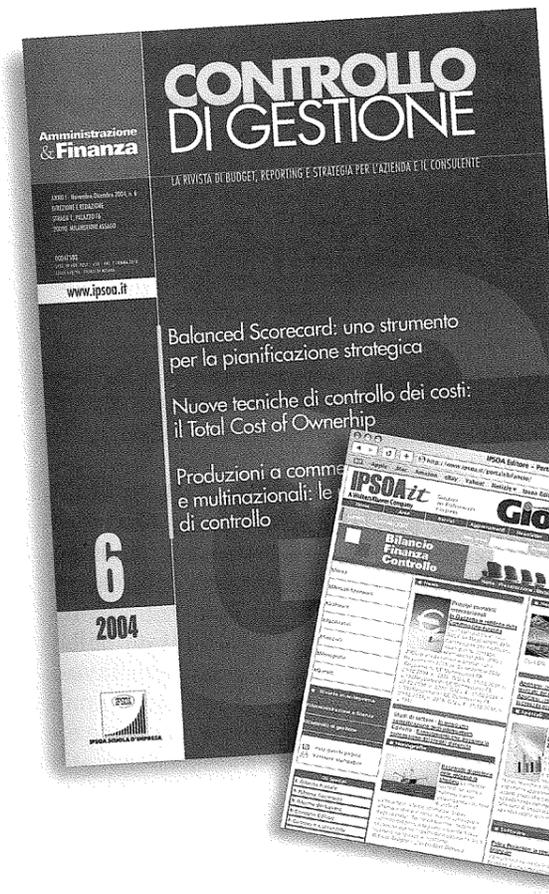
- diritti di decollo e atterraggio, parcheggio e hangar;
- diritti di imbarco passeggeri;
- diritti di carico e scarico;
- diritti di sicurezza;
- diritti d'uso delle infrastrutture centralizzate;
- diritti di handling del bagagli. Qualora tale servizio sia fornito in regime di monopolio all'interno dello scalo.

La gestione di un aeroporto comporta l'investimento in infrastrutture necessarie per mantenere adeguati livelli di efficienza e seguire le linee di sviluppo contenute nei piani presentati alle autorità preposte al rilascio della concessione e anche per sostenere l'eventuale aumento di traffico passeggeri e merci. A fronte di tali impegni di spesa, la società di gestione riceve i sopraripartiti diritti aeroportuali.

Le società di gestione aeroportuale sono responsabili per tutte le attività connesse al traffico aereo, alle manovre degli aerei all'interno dell'area aeroportuale (inclusi decollo, atterraggio, movimento presso le piazzole di parcheggio, imbarco e sbarco passeggeri, caricamento e scaricamento bagagli e autorizzazione delle partenze). Tra i doveri del gestore aeroportuale vi è anche la supervisione delle società che operano in concessione per la vendita dei beni e servizi all'interno dell'area aeroportuale. Così come molti altri settori, regolati o meno, quel-

# Controllo di gestione

## La rivista di budget, reporting e strategia per l'azienda e il consulente



Unica nel panorama editoriale italiano questa rivista affronta in modo mirato e specifico tutte le tematiche legate al controllo di gestione: **budgeting, reporting, analisi dei costi, sistemi integrati, balanced scorecard, soluzioni innovative.** Dalla teoria alla pratica, dai modelli generali alle peculiarità dei settori, la rivista fornisce tutte le informazioni necessarie e le soluzioni operative indispensabili per chi esercita per "professione" il controllo di gestione. I vari temi sono affrontati attraverso:

- ✓ **articoli di approfondimento** che suggeriscono metodi e strumenti di approccio ai problemi;
- ✓ **casi aziendali** con esempi pratici;
- ✓ interventi sulle **"nuove tendenze"** della dottrina e sulle **teorie emergenti**;
- ✓ **analisi dei principali sistemi informativi** di supporto a chi si occupa di controllo;
- ✓ esame delle **specificità del controllo** nei diversi settori merceologici;
- ✓ risposte a **quesiti** degli abbonati;
- ✓ **suggerimenti degli esperti** in materia.

## Il Portale web [www.ipsoa.it/portalebilancio](http://www.ipsoa.it/portalebilancio)

Compreso nel prezzo dell'abbonamento il nuovissimo **Portale Bilancio, finanza, controllo**, l'unico portale sulla gestione d'impresa che offre: **l'aggiornamento quotidiano** sulle novità normative e di prassi in materia di bilancio, contabilità e fisco; **news** dai mercati finanziari; **tools e software gestionali** per un'applicazione pratica; **approfondimenti monografici e speciali** sugli argomenti di maggior rilievo; in anteprima **l'ultimo numero della rivista** da prelevare in formato .pdf.

Per accedere al **Portale** è sufficiente essere registrati al sito Ipsoa e collegarsi all'indirizzo [www.ipsoa.it/portalebilancio](http://www.ipsoa.it/portalebilancio).



**Compili e invii subito il coupon in busta chiusa a Ipsoa Editore, Strada 1, Pal.F6, 20090, Milano Fiori/Assago oppure via fax allo 0282476403, Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa.**

(00047576) Desidero abbonarmi per un anno alla rivista bimestrale **Controllo di gestione** a € 120,00. Compreso nel prezzo il **portale on-line**.

(3003) Pagherò con bollettino postale premarcato c.c. n° 412205 intestato a Wolters Kluwer Italia S.r.l., Gestione incassi Ipsoa allegato alla fattura.

Vogliate addebitare l'importo di € \_\_\_\_\_ sulla mia carta di credito:

(B001) Bankamericard (16 cifre)  (A001) American Express (15 cifre)

(C001) CartaSi (16 cifre)  (D001) Diner's (14 cifre)

n° \_\_\_\_\_

Data di scadenza \_\_\_\_\_

Nome e indirizzo intestatario carta di credito \_\_\_\_\_

Codice Cliente \_\_\_\_\_ (Indicare se già assegnato)

Nome e Cognome \_\_\_\_\_

Professione/Qualifica \_\_\_\_\_

Ragione sociale \_\_\_\_\_

Via \_\_\_\_\_

Cap \_\_\_\_\_ Città \_\_\_\_\_ Prov. \_\_\_\_\_

Tel. \_\_\_\_\_ Fax \_\_\_\_\_

e-mail \_\_\_\_\_

Timbro/Firma \_\_\_\_\_

Al sensi dell'art. 13 del D.Lgs. n. 30.6.2003 n. 196. La informiamo che i Suoi dati sono conservati nel database informativo del titolare del trattamento, Wolters Kluwer Italia S.r.l. Responsabile del trattamento: Ufficio MID. L'elenco aggiornato di tutti i responsabili del trattamento potrà essere richiesto per iscritto all'Ufficio MID presso la sede della società. I Suoi dati saranno utilizzati dalla nostra società, da enti e società esterne ad essa collegati, nonché da soggetti terzi, titolari autonomi del trattamento, solo per l'invio di materiale amministrativo-contabile, commerciale e promozionale. Ai sensi dell'art. 7 del citato D.Lgs., Lei ha diritto di conoscere, aggiornare, rettificare, cancellare i Suoi dati, nonché di esercitare tutti i rimanenti diritti ivi previsti, mediante comunicazione scritta a Wolters Kluwer Italia S.r.l., Ufficio MID, Milano Fiori, Strada 1-Palazzo F6, 20090 Assago (MI).

**Diritto di recesso.** Clausola di ripensamento ai sensi dell'art. 5 D.Lgs. n. 185/1999. Decorsi 10 giorni lavorativi dalla data di ricevimento del bene da parte del cliente senza che questi abbia comunicato con raccomandata A.R. inviata a Wolters Kluwer Italia S.r.l. Milano Fiori - Assago (o mediante e-mail, telegramma, telex o facsimile confermati con raccomandata A.R. nelle 48 ore successive), la propria volontà di recesso, la proposta si intenderà impegnativa e vincolante per il cliente medesimo. In caso di recesso da parte del cliente, entro lo stesso termine (10 giorni lavorativi dal ricevimento) il bene dovrà essere restituito per posta a Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano Fiori, Strada 1-Pal. F6, 20090 Assago (MI). Le spese di spedizione saranno a carico di Wolters Kluwer Italia S.r.l.

lo della gestione aeroportuale sta attraversando un periodo di profondi mutamenti, innescati dalle mutate condizioni del contesto competitivo, principalmente per le modifiche strutturali intervenute in seguito al rilevante successo ottenuto dalle compagnie aeree «low cost», dalla deregulation che è stata varata in molti paesi europei e dalle problematiche di accresciuta sicurezza post 11 settembre. In questo contesto competitivo Avia SpA si sta attrezzando per mantenere il ruolo di primo piano nel sistema dei trasporti aerei italiano dell'aeroporto da essa gestito, anche alla luce della prevista riduzione del numero di aeroporti nazionali, novero in cui quasi sicuramente verrà incluso anche l'aeroporto da essa gestito.

### L'analisi dei risultati storici di Avia

L'analisi svolta evidenzia come Avia abbia fatto registrare negli ultimi 4 anni un tasso di crescita composto annuo dei ricavi di circa il 14%, a dimostrazione dell'aumento di importanza dello scalo gestito. Anche a livello di marginalità operativa la società mostra un miglioramento costante nel quadriennio, con il MOL che passa da un valore del 6,1% delle vendite nel 2000 ad un valore del 25,1% dell'ultimo anno storico preso in considerazione (2003). Simile è il trend della redditività netta: a fine 2000 Avia presentava un utile di circa 270.000 € per un'incidenza percentuale sulle vendite di circa l'1% mentre nell'ultimo anno storico disponibile (2003) Avia ha registrato un utile di circa 4,5 milioni di €, ossia oltre il 10% delle vendite. Per quanto riguarda il versante patrimoniale, si registra un peggioramento percentuale dell'incidenza del capitale circolante sul fatturato che passa dal circa il 10,8% delle vendite del 2002 a poco meno del 23% nel 2003, a motivo principalmente dell'aumento dei giorni di dilazione ai clienti che passano

da 113 a 128, compensati solo parzialmente dall'aumento della dilazione concessa dai fornitori. Come ci si aspetta da una società di gestione aeroportuale, le scorte sono praticamente nulle. Passando ad esaminare il livello di indebitamento finanziario, Avia mostra una posizione finanziaria netta attiva strutturale, come ci si aspetta per una società di gestione aeroportuale, settore tipicamente caratterizzato da un'ottima generazione di cassa. I dati relativi agli ultimi due esercizi storici di Avia sono riportati nella Tavola 3. Per quanto riguarda le ipotesi prospettiche poste alla base della simulazione dell'operazione, nella loro formulazione ci si è attenuti a ipotesi prudenziali, evitando quindi di delineare scenari troppo ottimistici, che potrebbero porre a rischio, qualora non si realizzassero, la sostenibilità finanziaria dell'operazione prospettata. In particolare le principali ipotesi utilizzate nella simulazione dell'operazione sono elencate in Tavola 4.

Tavola 3 - Ultimi due esercizi storici di Avia

Dati in € 000	2002	2003
Fatturato	43.224	42.322
Mol (EBITDA)	5.576	10.621
Mol in percentuale	12,9%	25,1%
Utile operativo (EBIT)	3.382	8.229
Utile operativo in percentuale	7,8%	19,4%
Proventi (oneri) finanziari netti	172	90
Utile netto	1.620	4.499
Utile netto in percentuale	3,7%	10,6%
Patrimonio netto	17.737	21.612
Debito (Credito) finanziario netto	(10.747)	(9.539)

Tavola 4 - Ipotesi prospettiche poste alla base della simulazione dell'operazione

AVIA SPA - PRINCIPALI IPOTESI PREVISIONALI	2004	2005	2006	2007	2008
Tasso di crescita Fatturato	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%
Costo del Venduto/Fatturato	-24,3%	-24,2%	-24,1%	-24,1%	-24,1%
Tasso di crescita costo del lavoro	4,0%	4,3%	6,1%	4,3%	5,9%
Investimenti materiali	2.300	2.400	5.200	2.700	2.900
Investimenti Immateriali	200	200	200	200	200
Rendimento attivo finanziario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costo medio debito Senior LT per WBO	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Costo medio debito finanziario a BT	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Giorni clienti	120	120	120	125	125
Giorni magazzino	0	0	0	0	0
Giorni Fornitori (su costo del venduto)	200	200	210	210	220
Aliquota d'imposta IRES	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Aliquota d'imposta IRAP	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%

Il tasso di crescita del fatturato è stato ipotizzato in sensibile crescita nei primi due anni a conferma del trend di sviluppo del traffico passeggeri mostrato dallo scalo gestito da Avia negli ultimi anni. Tuttavia, si è ipotizzato un tasso di crescita più prudenziale, anche a motivo dei primi rallentamenti (e in un caso di fallimento) dei vettori low cost. L'ipotesi sottesa è che anche tale modello di business giunga ad una fase di maturazione nel corso dei prossimi anni, con inevitabile rallentamento della crescita di questo settore e analogamente degli aeroporti che hanno basato la loro crescita sullo sviluppo di tali avio-linee.

Conseguentemente è stata ipotizzata una crescita dei ricavi pari, per il 2004-2007, al 7%, mentre nei due anni successivi è stata ipotizzata una crescita pari al 5%.

Gli acquisti non costituiscono una voce rilevante nel bilancio di Avia e conseguentemente la loro incidenza è stata mantenuta costante a circa l'1,6% durante tutto l'orizzonte di previsione.

Le spese per servizi hanno natura tipicamente variabile nel business aeroportuale, per tale motivo nella loro previsione ci si è attenuti ad un tasso di crescita uguale a quello previsto per il fatturato lungo tutto l'orizzonte previsionale. Analoga ipotesi è stata assunta per i costi per godimento beni di terzi.

Per quanto concerne la dinamica del costo del lavoro, è stata prevista una crescita del 4,5% a numero di impiegati costante e si è ipotizzata anche l'assunzione di 20 nuove risorse, suddivise in 10 nel 2006 e 10 nel 2008.

Per quanto riguarda la dinamica dell'investimento in capitale circolante, innanzitutto va ricordato che nelle società di gestione aeroportuale tale grandezza non rappresenta in genere una criticità: le società operanti nel settore hanno, infatti, in genere, circolante negativo e, come si è visto, Avia non costituisce un'eccezione. La simulazione comunque assume per motivi prudenziali un lieve peggioramento del circolante, con una dilazione ai clienti di circa 120/125 giorni e una dilazione media dai fornitori compresa tra i 200 e i 220 giorni. Avia non presenta scorte in bilancio. Per quanto riguarda le altre attività a breve, sono state ipotizzate costanti in valore assoluto mentre sono state lievemente ridotte le altre passività a breve.

Gli investimenti in capitale fisso sono determinanti dal master plan presentato all'autorità in sede di rilascio della concessione. Non disponendo di tale documento nel caso qui presentato si è dovuto assumere l'ipotesi semplificatrice di utilizzare il rapporto tra investimenti e fatturato della media del cam-

pione di comparables, ipotizzandone prudenzialmente un raddoppio in valore assoluto nel 2006.

### Struttura dell'operazione di EBO

Il prezzo di acquisizione di Avia da parte della Newco è stato ipotizzato pari a 73 milioni di €, che, detratta la cassa esistente nella società, pari a 9,5 milioni di €, fornisce come risultato un Enterprise value di 63,5 milioni di €. Il multiplo di acquisizione risultante è pari a 6.0 X Ebitda 2003 ossia circa il 20% inferiore rispetto alla media dei multipli di società comparabili quotate, evidenziati nella Tavola 5. Tale prezzo di acquisizione è stato ipotizzato essere finanziato per 30 milioni di € con un debito senior a 6 anni e per i restanti 34,5 tramite equity. Come ci si aspetta in operazioni di EBO, non si è ipotizzata una struttura finanziaria troppo aggressiva: la struttura della transazione prevede il 53% di capitale proprio e il 47% di debito bancario per un rapporto di copertura Posizione Finanziaria Netta/Ebitda pari a circa 2,6x e un rapporto D/E inferiore a 1 all'atto dell'acquisizione, valori che appaiono tranquillamente sostenibili data la sensibile generazione di cassa tipica di Avia.

È da notare che con la struttura proposta la società mostrerebbe una perdita a livello di utile netto per i primi due anni di piano, perdita derivante, tuttavia, solo dall'ammortamento del goodwill dell'acquisizione e non da accadimenti gestionali: come già ricordato il flusso di cassa prodotto dalla gestione appare pienamente adeguato a supportare la struttura finanziaria ipotizzata per l'operazione (Tavola 6).

### Equity di Newco

L'investimento dei soci nella Newco, e la loro percentuale azionaria sono stati ipotizzati secondo quanto mostrato in Tavola 7. Per quanto riguarda l'ammontare del capitale di

Tavola 5 - Multipli EV/EBITDA 2005 e delle società di gestione aeroportuale europee\*

Company	EV / EBITDA 2005E
British Airport Authority	9,2
Fraport (Francoforte)	5,3
Vienna Airport	6,6
Unique Zurich Airport	7,2
CPH (Copenaghen)	9,8
<b>AVERAGE</b>	<b>7,6</b>
min	5,3
Max	9,8
Fonte: Bloomberg	
*Prezzi aggiornati alla chiusura del mercato dell'11 maggio 2005.	

Newco sottoscritto dai dipendenti, si è ipotizzato che i circa 500 dipendenti di Avia sottoscrivano 5

Tavola 6 - Multipli enterprise value

MULTIPLI ENTERPRISE VALUE		2003
100% Equity Valuation (Pre Money)		73.000
NFP		-9.539
Adjustements		0
<b>ENTERPRISE VALUE</b>		<b>63.461</b>
EBITDA		10.621
EBITA		8.229
X EBITDA		6,0x
X EBITA		7,7x

Tavola 7 - Equity di Newco

Socio	Investimento in Equity (milioni €)	%Capitale
Soggetto Pubblico	17,0	50,81%
Investitore Finanziario	11,5	34,25%
Dipendenti Avia	5,0	14,94%
<b>Totale</b>	<b>33,5</b>	<b>100,0%</b>

Tavola 8 - Risultati della simulazione

AVIA SPA - CONSOLIDATO									
Valore della Produzione	0	43.224	42.322	45.285	48.454	51.846	54.439	57.161	
% Growth Rate			-2,1%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	
<b>COGS</b>	<b>0</b>	<b>-755</b>	<b>-675</b>	<b>-725</b>	<b>-775</b>	<b>-830</b>	<b>-871</b>	<b>-915</b>	
Servizi	0	-14.175	-6.881	-7.698	-8.237	-8.814	-9.255	-9.717	
Godimento beni di terzi	0	-2.263	-2.448	-2.570	-2.699	-2.834	-2.976	-3.124	
Personale	0	-19.605	-20.974	-21.804	-22.740	-24.118	-25.159	-26.646	
Altri Costi	0	-408	-401	-400	-400	-400	-400	-400	
Accantonamento fondo sval. crediti		-442	-322	-350	-350	-350	-350	-350	
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>5.576</b>	<b>10.621</b>	<b>11.737</b>	<b>13.253</b>	<b>14.501</b>	<b>15.429</b>	<b>16.009</b>	
As % Sales		12,9%	25,1%	25,9%	27,4%	28,0%	28,3%	28,0%	
Ammortamento immobilizz. materiali		-1.779	-2.177	-2.300	-2.400	-2.600	-3.000	-3.300	
Ammortamento immobilizz. immateriali		-205	-205	-200	-200	-200	-200	-200	
Accantonamento fondi rischi		-210	-10						
<b>EBITA</b>	<b>0</b>	<b>3.382</b>	<b>8.229</b>	<b>9.237</b>	<b>10.653</b>	<b>11.701</b>	<b>12.229</b>	<b>12.509</b>	
As % Sales		7,8%	19,4%	20,4%	22,0%	22,6%	22,5%	21,9%	
Goodwill Amort. Existing				0	0	0	0	0	
Goodwill Amort. Buyout				-5.289	-5.289	-5.289	-5.289	-5.289	
<b>EBIT</b>	<b>0</b>	<b>3.382</b>	<b>8.229</b>	<b>3.949</b>	<b>5.364</b>	<b>6.412</b>	<b>6.940</b>	<b>7.220</b>	
As % Sales		7,8%	19,4%	8,7%	11,1%	12,4%	12,7%	12,6%	
Oneri finanziari netti	0	172	90	-825	-1.513	-1.238	-963	-688	
Utili/Perdite su cambi									
<b>Utile prima dei comp. Straor.</b>	<b>0</b>	<b>3.554</b>	<b>8.319</b>	<b>3.124</b>	<b>3.852</b>	<b>5.174</b>	<b>5.977</b>	<b>6.532</b>	
Componenti straordinari	0	552	139	0	0	0	0	0	
<b>Utile pre-tax</b>	<b>0</b>	<b>4.106</b>	<b>8.458</b>	<b>3.124</b>	<b>3.852</b>	<b>5.174</b>	<b>5.977</b>	<b>6.532</b>	
Imposte sul reddito		-2.497	-3.956	-4.095	-4.436	-4.975	-5.307	-5.565	
Minorities	0	11	-3						
<b>Utile Netto</b>	<b>0</b>	<b>1.620</b>	<b>4.499</b>	<b>-972</b>	<b>-584</b>	<b>199</b>	<b>671</b>	<b>967</b>	
Net Profit Margin		3,7%	10,6%	-2,1%	-1,2%	0,4%	1,2%	1,7%	

(segue)

milioni di € di capitale sociale. La cifra può apparire alta, ma si deve tenere conto della possibilità loro concessa di utilizzare il TFR per la sottoscrizione delle azioni.

Ovviamente l'ipotesi di struttura sopra riportata è assolutamente indicativa: il soggetto pubblico potrebbe modulare la sua percentuale di partecipazione ad Avia post operazione secondo le sue esigenze strategiche e/o di bilancio; in questo caso, data la disponibilità all'investimento dei dipendenti, anche l'investitore finanziario dovrebbe modulare specularmente all'azionista pubblico la sua partecipazione e quindi il livello del suo investimento.

I risultati della simulazione effettuata sono mostrati nella Tavola 8.

Dopo la strutturazione dell'operazione, dunque, il soggetto pubblico rimarrebbe il principale azionista, usufruendo anche dei seguenti vantaggi addizionali:

- liquidazione parziale dell'investimento e possibilità di usufruire dell'*upside* derivante dalla successiva quotazione in Borsa e dall'utilizzo della leva finanziaria (nella simulazione esemplificativa proposta il soggetto pubblico incasserebbe 73 milioni

Tavola 8 - Risultati della simulazione

CAPITALE INVESTITO NETTO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Terreni e fabbricati		8	5	5	5	5	5	5
Impianti e macchinari		14.265	19.565	19.565	19.565	22.165	21.865	21.465
Immobilizzazioni immateriali		1.764	1.564	1.564	1.564	1.564	1.564	1.564
<b>NET FIXED ASSETS</b>	<b>0</b>	<b>16.037</b>	<b>21.134</b>	<b>21.134</b>	<b>21.134</b>	<b>23.734</b>	<b>23.434</b>	<b>23.034</b>
Total Goodwill	0	0	0	47.599	42.310	37.022	31.733	26.444
Immobilizzazioni finanziarie		104	65	65	65	65	65	65
Altri assets a LT				0	0	0	0	0
Magazzino e WIP		0	1	0	0	0	0	0
Crediti vs Clienti		13.423	14.879	14.888	15.930	17.045	18.643	19.576
Debiti vs Fornitori		-8.399	-6.031	-6.024	-6.417	-7.179	-7.538	-8.291
Altre Attività a breve		5.328	5.669	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Altre Passività a breve		-13.247	-16.544	-12.000	-12.000	-12.000	-12.000	-12.000
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO</b>	<b>0</b>	<b>-2.895</b>	<b>-2.026</b>	<b>2.364</b>	<b>3.013</b>	<b>3.367</b>	<b>4.606</b>	<b>4.784</b>
Fondo TFR		-5.593	-6.371	-7.371	-8.371	-9.371	-10.371	-11.371
Altri fondi		-671	-714	-714	-714	-714	-714	-714
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>0</b>	<b>6.982</b>	<b>12.088</b>	<b>63.078</b>	<b>57.437</b>	<b>54.102</b>	<b>48.753</b>	<b>42.242</b>
Capitale sociale		12.911	12.911	33.461	33.461	33.461	33.461	33.461
Riserve		3.125	3.982	0	0	0	0	0
Utili esercizi precedenti		1.701	4.719	-972	-1.556	-1.356	-686	281
Capital Increase				0	0	0	0	0
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>0</b>	<b>17.737</b>	<b>21.612</b>	<b>32.489</b>	<b>31.905</b>	<b>32.105</b>	<b>32.775</b>	<b>33.742</b>
Minorities			-8	15	15	15	15	15
Cassa e disponibilità liquide	0	-10.747	-9.539	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Debito finanziario a breve	0	0	0	-927	-983	483	-538	-3.015
Debito finanziario a M/L	0	0	0	30.000	25.000	20.000	15.000	10.000
<b>POSIZIONE FINANZ. NETTA</b>	<b>0</b>	<b>-10.747</b>	<b>-9.539</b>	<b>30.573</b>	<b>25.517</b>	<b>21.983</b>	<b>15.962</b>	<b>8.485</b>
Capex			7.479	2.500	2.600	5.400	2.900	3.100
Capex/ Sales		0,0%	17,7%	5,5%	5,4%	10,4%	5,3%	5,4%
NFP / EBITDA		-1,9	-0,9	2,6	1,9	1,5	1,0	0,5
NWC / Sales		-6,7%	-4,8%	5,2%	6,2%	6,5%	8,5%	8,4%

CASH FLOW	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PFN Iniziale		0	-10.747	-9.539	30.573	25.517	21.983	15.962
EBITDA		5.576	10.621	11.737	13.253	14.501	15.429	16.009
ACCantonamento TFR		5.593	-253	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Capex NFA		-18.021	-7.479	-2.500	-2.600	-5.400	-2.900	-3.100
Variazione Working Capital		2.895	-869	-4.390	-649	-354	-1.239	-178
<b>GROSS FREE CASH FLOW</b>		<b>-3.957</b>	<b>2.020</b>	<b>5.847</b>	<b>11.004</b>	<b>9.747</b>	<b>12.290</b>	<b>13.730</b>
Oneri finanziari netti		172	90	-825	-1.513	-1.238	-963	-688
Tasse		-2.497	-3.956	-4.095	-4.436	-4.975	-5.307	-5.565
Dividendi		0	0	0	0	0	0	0
<b>NET FREE CASH FLOW</b>		<b>-6.282</b>	<b>-1.846</b>	<b>927</b>	<b>5.056</b>	<b>3.534</b>	<b>6.020</b>	<b>7.478</b>
Variazione Goodwill		0	0	-52.888	0	0	0	0
Variazione Imm. Finanziarie e altri assets a LT		-104	39	0	0	0	0	0
Variazione altri fondi		461	33	0	0	0	0	0
Altri effetti straordinari		552	139	0	0	0	0	0
FX Gain / Loss		0	0	0	0	0	0	0
Variazione Riserve		16.117	-624	11.849	0	0	0	0
Altre variazioni		3	1051	0	0	0	0	0
<b>CASH FLOW FINAL</b>		<b>10.747</b>	<b>-1.208</b>	<b>-40.112</b>	<b>5.056</b>	<b>3.534</b>	<b>6.020</b>	<b>7.478</b>
PFN End Year		<b>-10.747</b>	<b>-9.539</b>	<b>30.573</b>	<b>25.517</b>	<b>21.983</b>	<b>15.962</b>	<b>8.485</b>

di €, reinvestendone 17 e conservando il controllo) e rimanendo (nella struttura esemplificativa presentata) con il circa il 51 per cento della nuova società seppur con un livello di indebitamento più elevato ma comunque sostenibile;

- ingresso dei lavoratori nel capitale e conseguente probabile incremento della produttività e delle relazioni industriali;
- partnership con un primario investitore finanziario allineato all'obiettivo della quotazione della società

in un mercato regolamentato e possibilità di accesso al network di contatti e competenze finanziarie di quest'ultimo, anche in vista del processo di quotazione.

## Conclusioni

Si viene ora ad affrontare un punto molto importante e delicato: il ricorso alla leva finanziaria che caratterizza questa tipologia di interventi e che, come visto, è spesso indispensabile per la loro realizzazione.

Come prima cosa, va decisamente smentita l'impressione che le società acquisite tramite la tecnica finanziaria del leveraged buy-out (Lbo), tipicamente utilizzata dagli operati di Private Equity anche nell'ambito delle operazioni di Wbo, abbiano per definizione maggiori problemi di altre in quanto maggiormente indebitate.

Innanzitutto, i recenti scandali aziendali dimostrano chiaramente che l'utilizzo dell'indebitamento e della leva finanziaria non è certo terreno esclusivo degli investitori «finanziari» ma anzi, operatori industriali ne hanno fatto ricorso spesso in modo eccessivo. La leva finanziaria viene usata da sempre e da tutti: c.d. «finanziari» ed «industriali»; separazione concettuale peraltro sempre più difficilmente percettibile nell'attuale contesto economico. Il problema, quindi, non è l'uso o il non uso della leva finanziaria. Il problema è «come» viene utilizzata la leva finanziaria e quali limiti si pongono al suo corretto utilizzo.

Va infatti sottolineato che a livello statistico è risultato che le aziende oggetto di operazioni di MBO o WBO, ancorché maggiormente indebitate, hanno avuto una performance media superiore a quella delle altre aziende loro dirette concorrenti.

Si veda, ad esempio, la ricerca condotta dal Dipartimento di Strategia e Management dell'INSEAD di Fontainebleau che, conducendo uno studio volto a valutare chi tra acquirenti «finanziari» ed acquirenti «industriali» avesse creato più valore nelle aziende partecipate e perché, rileva (non nascondendo una certa sorpresa) che a creare il maggiore valore per le acquisizioni effettuate sono stati proprio gli investitori cosiddetti «finanziari», tipicamente gli operatori di Private Equity (5).

Decisamente smentita anche la considerazione in base alla quale si ritiene che un'operazione di management buy out, in quanto «levereggiata», sia potenzialmente più esposta al rischio di insuccesso rispetto ad altre tipologie di investimento. Certo, come in tutti i settori dell'economia, non mancano i casi di insuccesso e anche in questo campo, e forse più che in altri, l'esperienza, competenza, serietà e professiona-

lità degli operatori è fondamentale per garantire il positivo esito degli interventi. Come evidenziato da alcune ricerche (6), le operazioni di buy out e di buy in sono, però, quelle che statisticamente presentano i minori fallimenti a fronte, peraltro, di ritorni in media estremamente più elevati rispetto alle altre modalità di intervento tipiche del private equity.

Queste rilevazioni statistiche e ricerche, in sostanza, dimostrano che le aziende condotte da persone capaci, motivate e direttamente coinvolte nell'azionariato e quindi esposte alle conseguenze economico finanziarie dell'andamento aziendale, possiedono una maggiore probabilità di avere successo e che questo coinvolgimento diretto e la partecipazione dei dipendenti ha generalmente più che bilanciato gli effetti, peraltro temporanei, del maggiore indebitamento contratto per effettuare l'operazione di leveraged buy out.

In Inghilterra, ad esempio, quando si è trattato di privatizzare moltissime società pubbliche impegnate nel settore dei trasporti, delle comunicazioni o in altri comparti, in alternativa alla cessione a gruppi privati, magari stranieri, si è scelta la via di consentire ai dipendenti, attraverso operazioni di WBO strutturate in stretta collaborazione con operatori di private equity (e quasi sempre effettuate con la tecnica del Lbo) di diventare azionisti, almeno in parte, delle società nelle quali lavoravano. Ecco che molte aziende della National Bus Company, della British Rail, British Aerospace, British Steel, sono di fatto finite nelle mani dei loro dirigenti e dipendenti, rimanendo inglesi e contribuendo alla sviluppo dell'economia nazionale e dell'occupazione.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, come abbiamo visto, è stato stimato che più di 11 mila imprese abbiano utilizzato la tecnica dell'ESOP (in gran parte leveraged) coinvolgendo circa otto milioni di lavoratori.

Tutto questo per dire, ad avviso di chi scrive, che le operazioni di Wbo, quantunque in molti casi realizzate con l'utilizzo della leva finanziaria, devono essere considerate con grande positività in quanto consentono di affrontare e risolvere il problema delle privatizzazioni mettendo in primo piano i valori della professionalità, della competenza e della trasparenza, gli unici in grado di salvaguardare in modo sostanziale e duraturo il benessere dell'economia, delle aziende e di quanti da queste traggono

### Note:

(5) Tant'è che alla ricerca è stato dato il simpatico titolo: *Why Financial Buyers Do It Better*.

(6) C. Gonsor, June 1988.

ragione di sostentamento e di sviluppo, i lavoratori *in primis*.

Si analizza ora come questo genere di operazioni si relaziona con un altro segmento di fondamentale importanza per lo sviluppo di un mercato finanziario articolato e moderno: la Borsa.

Alcuni, in passato, sembravano sostenere che tra Borsa e private equity vi fosse una qualche sorta di «competizione», che l'una sostituisse l'altra, che fossero sostanzialmente due soluzioni alternative al medesimo problema.

Per fortuna, oggi nessuno la pensa più così, anche perché i fatti hanno inequivocabilmente dimostrato, in tutto il mondo ed anche in Italia, l'enorme sinergia e complementarietà che esiste tra questi due segmenti.

Cosa più importante, questo lo hanno capito bene anche gli imprenditori che, sempre più numerosi, decidono di farsi accompagnare da operatori di private equity nel percorso di avvicinamento alla quotazione in Borsa.

La risposta, in Italia, per certi versi, l'ha fornita la stessa Borsa Spa quando nella riforma regolamentare riguardante il Nuovo Mercato ha richiesto, per le società che vogliono quotarsi in tale mercato e che hanno meno di tre anni di vita, che sia obbligatoriamente presente da almeno un anno nella loro compagine sociale un operatore del private equity.

Il messaggio è chiaro: meglio che le società, prima di quotarsi, specialmente se di non grandissime dimensioni, si abituino gradualmente ad avere dei soci esterni, ad adottare criteri di governance più trasparenti e meglio strutturati ed a dotarsi di organizzazione, sistemi operativi e management adeguati. E per fare questo, l'inserimento di un operatore di private equity, purché qualificato ed esperto, non può che contribuire positivamente. In aggiunta, si sa, l'operatore professionale di private equity svolge, prima di effettuare un investimento, una dettagliata, approfondita e costosa *due diligence* che a volte dura molti mesi. Questo, naturalmente, non può che rappresentare un ulteriore vantaggio per il mercato e per i futuri investitori.

Ecco quindi che tra private equity e Borsa non esiste competizione, non sono uno alternativo all'altra, ma anzi, sono l'uno funzionale all'altra ed assieme contribuiscono all'innalzamento della qualità delle imprese, del mercato e dell'economia in generale. Il positivo impatto del private equity a livello economico sociale non si ferma solamente agli aspetti di trasparenza, governance e di moderno ed efficace controllo organizzativo societario.

Per l'operatore di private equity i ritorni in termini

di prestigio, potere, immagine, che possono essere legati al possedere un'azienda piuttosto che un'altra non sono un qualcosa di importante di per sé o da preservare a tutti i costi. Non essendo questi un «valore» in senso economico, tali aspetti non interessano, ne devono interessare. La sola cosa che interessa all'investitore in private equity è che la società si sviluppi ed aumenti il suo valore per poter realizzare, in tempo congruo (e solo se le cose vanno bene) un *capital gain*. Per fare questo è fondamentale che la società sia guidata da persone capaci e competenti, con obiettivi economici e finanziari chiari volti alla massimizzazione dello sviluppo, della competitività e quindi del suo valore. Questo è quello che vuole l'investitore in private equity. Tutto quanto non è funzionale al raggiungimento di tale obiettivo e interferisce con il processo di sviluppo e di massimizzazione del valore della società deve essere prontamente eliminato o quantomeno non è di rilievo. Si pensi, in particolare per le operazioni di privatizzazione, quale eccezionale motivazione tale importazione potrebbe dare rispetto alle modalità più «tradizionali» con le quali spesso le aziende pubbliche vengono gestite.

Inoltre, per controllare che le cose vadano per il verso giusto, le società partecipate da questi operatori vengono spinte ad adottare meccanismi di governance chiari, strutturati, aggiornati e trasparenti, a dotarsi di un management capace ed indipendente e di sistemi informativi e di controllo efficaci ed efficienti. È questa, in ultima analisi, la grande portata «sociale» del private equity. Per tutelare i propri interessi, di fatto, questi operatori fanno gli interessi delle aziende, di chi ci lavora, degli investitori e in ultima analisi dell'economia in generale e del mercato.

In conclusione, e per tutte le ragioni esposte, si ritiene giusto auspicarsi, anche nell'interesse dell'economia e delle nostre aziende, che questo genere di operazioni si sviluppi sempre di più anche nel nostro Paese e che, per quanto possibile, si faccia in modo, anche a livello normativo, che si creino le condizioni per agevolarne un sempre più rapido ed duraturo sviluppo.

## Bibliografia

AA.VV. *Manifesto Capitale istituzionale e lavoro: un nuovo incontro per un nuovo paese*, Quaderni A.I.F.I., 1995.

AA.VV. *Leveraged ESOPs and Employess Buyouts*, 2nd ed., 1999, NCEO Ed.

Ambrosini M., «La partecipazione dei lavoratori nell'impresa: una ricerca comparativa», in *Diritto del lavoro e di relazioni industriali*, n. 65, 1995.