

IL RISPARMIO

RIVISTA DELL'ASSOCIAZIONE
FRA LE CASSE DI RISPARMIO ITALIANE

Diretta da
Nicola Mattoscio

Direttore Responsabile
Stefano Marchettini

Comitato Editoriale
Emmanuele Emanuele,
Adriano Giannola, Giuseppe Guzzetti,
Giuseppe Mussari, Mario Nuzzo,
Antonio Patuelli

4

Anno LII - n. 4 ottobre - dicembre 2004 - Pubblicazione trimestrale

REDAZIONE:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.acri.it

CODICE ISSN 0035-5615

*Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.*

SOMMARIO

80ª GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO
Risparmio e sviluppo per le nuove generazioni
Roma 5 novembre 2004

Gli interventi di:

GIUSEPPE GUZZETTI

Presidente dell'Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane
9

ELIO FARALLI

Vice Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana
23

ANTONIO FAZIO

Governatore della Banca d'Italia
35

INTERVENTI

FRANCESCO BALDI

*Valutare un leveraged buy-out: l'espansione dell'adjusted value
con il metodo delle opzioni reali*
49

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura di

ELISABETTA BOCCIA
95

**80^a GIORNATA MONDIALE
DEL RISPARMIO**

Risparmio e sviluppo per le nuove generazioni

Roma, 5 novembre 2004

GIUSEPPE GUZZETTI

Presidente dell'Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane

Autorità, gentili Signore e Signori, a nome dell'Acri e delle sue Associate, casse spa e fondazioni, rivolgo a tutti il mio saluto e il ringraziamento per aver voluto partecipare alla celebrazione di questa Giornata Mondiale del Risparmio, giunta alla sua 80ª edizione.

Ringrazio il Ministro dell'Economia e delle Finanze, professor Domenico Siniscalco, al quale formulo i migliori auguri per il suo lavoro, così importante per tutti noi e per la ripresa economica del Paese. Un ringraziamento particolare rivolgo al Governatore della Banca d'Italia, dottor Antonio Fazio, che sempre ci onora con la Sua presenza a questa Giornata e con la Sua costante attenzione al mondo delle casse di risparmio e delle fondazioni di origine bancaria, verso le quali, in più occasioni, ed anche recentemente, ha manifestato il suo apprezzamento, riconoscendo il ruolo che svolgono a supporto del non profit e per lo sviluppo economico e civile dell'Italia. Ringrazio, inoltre, il dottor Elio Faralli, che in qualità di vicepresidente dell'Abi – il, presidente, il collega Sella è dovuto volare a Bruxelles – ne porta la voce a questa Giornata Mondiale del Risparmio.

Con gratitudine, infine, ringrazio il Capo dello Stato, dottor Carlo Azeglio Ciampi, che come ogni anno ha voluto dare alla Giornata il Suo Alto Patronato e, pur non potendo essere presente con noi oggi, ha fatto giungere all'Acri e a tutti i presenti il calore del Suo saluto, tramite il messaggio che ora ho l'onore di leggervi.

Da molti anni questo nostro incontro ha smesso i panni della semplice celebrazione delle virtù del risparmio per diventare occasione di riflessione e confronto sulle prospettive e i problemi con cui i risparmiatori, le imprese, gli operatori economici e finanziari, le stesse amministrazioni pubbliche debbono misurarsi quotidianamente.

Senza peccare di presunzione, avendo anzi presenti i limiti che la nostra azione a volte ha avuto, ne traiamo comunque la consapevolezza di aver fornito un contributo non secondario alla crescita della cultura economica e finanziaria del nostro Paese.

Dal 1924, infatti, con l'organizzazione di questa Giornata l'Acri pre-

sidia i temi del risparmio dando l'occasione per riflettere sul suo ruolo oltre la contingenza della cronaca ma calati nell'attualità dei problemi, cercando di ricordare sempre il significato del risparmio quale strumento per realizzare progetti di crescita individuali e di sviluppo collettivo, capaci di dare prospettiva alla vita di ognuno di noi.

Continuare a considerare il risparmio un valore, dunque, credo sia ancora una ricchezza; gestirlo con rispetto e consapevolezza un dovere, per la qualità della vita presente ma anche di quella futura, nostra e dei nostri figli. Non a caso il tema della Giornata di quest'anno è: Risparmio e Sviluppo per le Nuove Generazioni.

Viviamo una difficile fase storica

Richiamare il passato è un esercizio che accade sovente di fare in questi giorni di crescente incertezza e instabilità. La percezione che ho, e che mi sembra di cogliere spesso nei miei interlocutori, è che stiamo vivendo una stagione in cui è messo in discussione un intero sistema di equilibri: reali e valoriali. Le coordinate storico-culturali, ma anche geopolitiche, che da tempo avevamo assunto come riferimento e alle quali abbiamo implicitamente legato molte proiezioni politiche ed economiche, stanno cambiando rapidamente.

Non è questa evidentemente la sede per delineare i possibili macroscenari, ma in campo economico qualcosa possiamo dire. Alcuni processi di grande spessore, anche se di impatto graduale, già da tempo stanno ridisegnando aree cruciali per l'economia. Non averli percepiti o averne sottovalutato le implicazioni è una nostra responsabilità. E quando dico nostra intendo riferirmi all'insieme della comunità nazionale della quale facciamo parte.

L'errore di non aver colto questi segnali di cambiamento o l'incapacità di non aver saputo trovare il modo di programmare una seria azione di risposta, ci costringe ora a restringere i tempi di adattamento, con la conseguenza di impatti sicuramente più dolorosi. Gli esempi che potrei fare sono molti. Per farmi capire ne indico due: i mutamenti intervenuti nella struttura demografica, tipicamente processi di lungo periodo, inducono ricadute di grande momento sui sistemi pre-

videnziali e da qui sulla solidità dei conti finanziari del sistema economico. Un secondo esempio altrettanto evidente è quello dell'emancipazione economica di un ampio numero di paesi, una volta definiti arretrati o in via di sviluppo e ora in grado di coprire in modo competitivo una quota crescente dell'offerta mondiale di merci.

La serietà della situazione ci impone di non fermarci a “piangere sul latte versato” o di concentrare il nostro impegno prevalentemente nella ricerca delle responsabilità. L'urgenza di realizzare un efficace riposizionamento del nostro sistema economico richiede a tutti uno sforzo positivo e propositivo per avviare le iniziative necessarie in tempi rapidi o almeno ragionevolmente contenuti. I gestori del risparmio – e qui, essendo pur presidente di una fondazione, ma parlando come presidente di tutta l'Acri, e dunque in rappresentanza anche delle casse di risparmio, dico noi – ebbene noi che usiamo come “materia prima” di lavoro il risparmio non possiamo e soprattutto non vogliamo sottrarci alla responsabilità di partecipare a questo sforzo.

Il mio augurio è che il nostro Paese sappia ritrovare quella grande capacità di risposta di cui in situazioni altrettanto difficili ha dato dimostrazione in passato. Devo però confessare che mi interrogo, con rabbia e rammarico, quando vedo in situazione di *impasse* importanti riforme il cui varo, spesso, non comporterebbe alcun onere per le finanze pubbliche mentre contribuirebbe in modo sostanziale al rilancio del nostro sistema economico.

La formulazione di una nuova legge fallimentare (quella attuale risale al 1942) è l'esempio più immediato in questo senso. Se ne discute da molti anni. La sua definizione cambierebbe molto e in meglio il funzionamento delle relazioni di credito, oltre a rendere meno timidi gli investitori esteri.

Ma un errore che non vogliamo compiere è quello di pronunciarci su ogni tipo di problemi.

...nel nostro specifico un terreno d'intervento decisivo

D'altra parte è proprio nel specifico raggio d'intervento delle casse di

risparmio che si gioca una delle partite decisive: quella del rafforzamento del sistema delle piccole imprese, l'ossatura del nostro sistema produttivo. E' ben noto che nel confronto europeo l'Italia propone una diffusione decisamente più importante delle piccole imprese e un peso parallelamente più ridotto delle grandi imprese.

Nel dibattito sulla stampa, le ridotte dimensioni *ieri* sono state esaltate perché idonee a consentire una elevata rapidità di risposta ai mutamenti congiunturali. *Oggi*, invece, assai spesso le si stigmatizza perché inadeguate a competere in fasi come questa in cui si registrano accelerazioni nel processo innovativo e/o si allargano sensibilmente i confini del mercato in cui si opera. La stessa alternanza di valutazioni si riscontra con la natura familiare del controllo aziendale. La concentrazione della proprietà nell'ambito familiare può assicurare maggiore stabilità al controllo e quindi favorire strategie gestionali orientate al lungo termine, facilitando tra l'altro relazioni durature con i finanziatori; l'esperienza documenta, però, che il controllo familiare in molti casi limita o vincola il ricambio manageriale e, più in generale pone forti vincoli alle strategie di crescita.

Questo dibattito, tuttavia, mi sembra un po' sterile e non ci avvicina molto alla soluzione dei problemi che abbiamo di fronte. Ogni ipotesi ha sempre i suoi pro e i suoi contro, e inevitabilmente i primi sono riflesso dei secondi (e viceversa). Il vero problema è quello di mantenere un equilibrio tra i primi e i secondi al mutare delle condizioni esterne. Inoltre, su molti di questi terreni (quello della dimensione e quello del controllo, più di altri) la capacità d'incidenza del banchiere è nei fatti molto limitata. Potrebbe molto di più, in una prospettiva comunque di medio termine, l'impiego della leva fiscale o un'opportuna modifica di alcuni profili normativi.

Come banche a più diretto contatto con il territorio, però, le casse di risparmio possono giocare un ruolo altrettanto decisivo per il rafforzamento della capacità competitiva del nostro sistema. Mi riferisco, in particolare, alla necessità di rimodulare - oserei dire riqualificare - il passivo di bilancio delle nostre piccole imprese. Piccolo è ancora

bello se piccolo si combina con solido. Piccolo non deve significare gracile ma deve, invece, potersi tradurre in agile, reattivo, vincente.

Lo spazio a disposizione delle banche per questo tipo di intervento è certamente ampio: sul totale dei finanziamenti concessi alle imprese dalle banche italiane, quelli fino a 500mila euro sono circa il 20%, quelli fino a 5 milioni di euro il 46% del totale.

La polemica giornalistica solleva periodicamente il problema dell'offerta di credito alle imprese. I dati certificati dall'ultima relazione della Banca d'Italia dicono però che nell'area euro l'Italia è uno dei paesi dove la crescita è più sostenuta (seconda solo a quella della Spagna). Dallo stesso documento si evince anche che i prestiti alle piccole imprese sono di nuovo cresciuti in maniera più robusta di quanto non sia riscontrabile per il resto delle imprese: di oltre tre punti percentuali nel 2002, di un punto e mezzo nel 2003.

Se posso fare una battuta il problema è proprio questo: il ricorso al sostegno bancario delle imprese più piccole continua a crescere. Una parte decisamente rilevante dei problemi delle nostre imprese minori è proprio nella fragilità della loro struttura finanziaria, un problema che purtroppo non ha conosciuto alcuna rilevante attenuazione nel tempo. L'insieme dei debiti ammonta al 76% del fatturato; il 34% di questa esposizione è costituita da debito bancario e di esso il 71% è a breve scadenza. Rispetto alla situazione rilevabile a metà degli anni '90 le novità sono decisamente poche: in qualcosa meno di un decennio gli ultimi due indicatori percentuali sono diminuiti rispettivamente di 3 e 6 punti percentuali; il primo indicatore è addirittura peggiorato di 4 punti percentuali. Non c'è bisogno di fare confronti con altre realtà europee - ben lontane da questi valori - per definire critico questo assetto finanziario. E tra l'altro si tratta di valori medi.

Una situazione finanziaria così fragile vincola le banche a concentrare l'attenzione sulla misurazione delle garanzie patrimoniali, lasciando assai poco spazio alla valutazione dei progetti di sviluppo e dell'affidabilità imprenditoriale. Il vantaggio informativo che deriva alla banca locale dal forte radicamento nel territorio consente di mitigare,

non può però annullare questa distorsione della procedura di selezione delle domande di credito.

Se qualche risultato su questo terreno sarà raggiunto, ciò potrà avvenire solo con il contributo attivo dei nostri Associati. E' alla banca locale, infatti, che l'impresa minore tipicamente si rivolge per gestire le sue esigenze finanziarie; un legame che si attenua solo quando l'impresa compie un salto dimensionale importante. E d'altra parte è proprio nel rapporto con il territorio che si può individuare il vero elemento di forza delle nostre casse di risparmio, anche di quelle che sono entrate a far parte dei gruppi bancari maggiori.

Basilea 2 spinge nella direzione giusta

Un salto di qualità nei rapporti tra banca e impresa è l'inevitabile ed auspicabile conseguenza che possiamo pronosticare con Basilea 2. Rispetto al quadro attuale, il nuovo sistema di definizione dei coefficienti patrimoniali guarda alle imprese valutandone in modo più accurato il livello di rischiosità. La dinamica del fatturato, le prospettive del settore, la stabilità e la qualità del management, etc. sono aspetti che avranno un peso significativo nel giudizio di rating che la banca dovrà formulare. I criteri di assegnazione del credito o la promessa di migliori condizioni possono far maturare nelle imprese minori la consapevolezza della necessità di un salto di qualità della struttura finanziaria, spingendo all'ingresso di nuovi soci, o convincendo l'azionista di controllo (tipicamente la famiglia fondatrice) all'iniezione di nuovi fondi.

Basilea 2 arriverà a fine 2006, ma il lavoro preparatorio da esso richiesto può già avere positive ripercussioni sui risultati dei bilanci. E' questa l'indicazione che comincia ad emergere dall'esperienza di un numero crescente di banche, in Italia ma anche altrove in Europa. Dopo aver sopportato i costi del processo di avvicinamento a Basilea 2, numerosi istituti di credito cominciano a raccogliere i primi incoraggianti risultati di questo sforzo. Gli importanti investimenti nella capacità informatica, l'aggiornamento dei metodi di analisi e valutazione delle aziende clienti, le modifiche nelle procedure interne, etc. si stanno traducendo in una più rigorosa

selezione degli affidamenti. Ne sta derivando un più lento proporsi di nuove situazioni problematiche e quindi la necessità di minori accantonamenti prudenziali.

Nel nuovo scenario la gestione del rapporto di credito non passerà in mano ai signori del rating. La diretta conoscenza del contesto aziendale continuerà a rappresentare un fattore decisivo, ma il processo di formazione del rating consentirà al banchiere di arrivare alla valutazione finale della domanda di affidamento forte di un patrimonio informativo decisamente più ricco. La possibilità di essere inseriti in una migliore classe di rating e quindi di ottenere migliori condizioni di finanziamenti incentiverà gli imprenditori a fornire informazioni articolate sulla situazione delle loro aziende e a redigere bilanci più convincenti e trasparenti. In definitiva, quindi, Basilea 2 può indurre un circolo virtuoso di considerevole rilievo su molti versanti decisivi del rapporto banca - impresa.

...anche il rapporto con le famiglie richiede un nostro attivo intervento

Anche nel rapporto con le famiglie si prospettano situazioni in cui rischi ed opportunità procedono affiancati. Nel quadro che per lungo tempo abbiamo assunto come riferimento, infatti, si sono inserite tre circostanze di grande spessore. Anche in questo caso, non novità concretizzatesi improvvisamente ma processi arrivati a maturazione in modo graduale.

La prima di queste circostanze è la minore propensione al risparmio. E' il riflesso tanto delle congiuntura quanto di mutamenti strutturali nei comportamenti. E' un trend sperimentato in quasi tutti gli altri paesi industrializzati. L'augurio è che nel nostro Paese la flessione sia contenuta perché all'origine del risparmio ci sono sempre progetti di vita: quindi il non poter risparmiare alla lunga implica uno scadimento della vita sociale.

La seconda circostanza è il costante aumento della propensione delle famiglie all'indebitamento, non più solo per acquistare la casa di abitazione ma anche per acquistare beni e servizi di consumo. Anche in

questo caso le cause, almeno in parte, sono di natura congiunturale (un livello dei tassi d'interesse storicamente basso).

La terza circostanza è la sempre minore copertura pensionistica: nel caso italiano, il rapporto tra prestazione previdenziale e ultima retribuzione è sceso di undici punti percentuali in poco più di un decennio, attestandosi al 68% nel periodo più recente. E' quasi unanime la previsione di un'ulteriore, rapida discesa di questo rapporto nei prossimi anni.

Ciascuna di queste tendenze considerata isolatamente può non suscitare preoccupazione perché si può ragionevolmente immaginare un assorbimento dei suoi effetti nell'ambito della dinamica economica. Il disagio sociale prodotto dal primo e dal terzo dei tre fenomeni prima indicati - perdita di qualità della vita e insicurezza per le categorie sociali deboli - già oggi si fanno sentire. Ad attutirne l'effetto contribuisce in modo fondamentale l'attività svolta dalle organizzazioni non profit, settore che beneficia dell'importante sostegno offerto dalle nostre fondazioni.

È, invece, difficilmente immaginabile e decisamente non auspicabile un sistema in cui tutte e tre le tendenze prima indicate continuino a procedere ai ritmi e nelle direzioni attuali.

Fanno riflettere le indicazioni che emergono dall'indagine curata dall'Acri e realizzata da Ipsos. Ben il 48% degli Italiani dichiara di aver consumato tutto il proprio reddito e solo il 34% afferma di essere riuscito a risparmiare, con un decremento di 4 punti percentuali rispetto al 38% del 2003 (era il 47% nel 2002 e il 48% nel 2001). Circa il 20% delle famiglie italiane si trova poi in seria difficoltà: ha dovuto utilizzare risparmi accumulati (13%) o addirittura ha dovuto ricorrere a prestiti (4%).

Anche peggiori sembrano le previsioni per il futuro: solo il 15% degli Italiani pensa di risparmiare di più nel prossimo anno, confermando un percorso in continua discesa dal 2001, quando questa quota era del 32%. Il 44% delle famiglie pensa, invece, di risparmiare meno (erano il 29% nel 2001).

Combinando l'andamento del risparmio nell'ultimo anno e le previsioni per quello futuro emerge che più di un terzo delle famiglie italiane si trova in seria crisi, perché oltre a non essere riuscite a risparmiare nulla pensano che dovranno ricorrere a risparmi o prestiti o, addirittura, vi stanno già ricorrendo; mentre solo un quarto prevede che nel 2005 riuscirà a risparmiare come o più che nel 2004.

Sulla stessa linea di difficoltà per il risparmiatore sono gli altri indicatori di trend: il possesso di strumenti finanziari si contrae, mentre specularmente cresce la percentuale di Italiani che tiene i propri risparmi liquidi, ora al 68% contro il 57% del 2003, il 52% del 2002, il 47% del 2001.

La diminuita possibilità di risparmio si coniuga dunque con una diffusa sfiducia, che provoca un atteggiamento diffidente e di scarsissima disponibilità all'investimento, e l'alternativa sembra posta tra investimento immobiliare e liquidità.

Coerentemente a questo quadro, circa la metà degli Italiani si dichiara insoddisfatta della propria situazione economica e, soprattutto, non si aspetta miglioramenti per il Paese. Guardando le previsioni, infatti, pur se la situazione personale segnala qualche attesa di miglioramento, la situazione economica europea e quella mondiale sono ritenute stabili, mentre la situazione dell'economia italiana è fonte di vivissime preoccupazioni, con il 51% che nei prossimi tre anni si aspetta un peggioramento della nostra economia e solo il 23% che prevede un miglioramento.

Un'attesa di peggioramento dell'economia del Paese ingenera attese negative sia per i livelli di occupazione che di reddito. Ma anche la capacità delle imprese italiane di competere sui mercati internazionali, cioè la capacità del *made in Italy* di mantenere le proprie posizioni, è messa in discussione dalla maggioranza degli intervistati; peraltro, chiamati a pronunciarsi sull'interesse all'impiego del proprio risparmio, per una quota pari al 31% del totale desiderano che venga utilizzato per lo sviluppo del Paese.

Nemmeno l'Europa, che pure ispira un'importante fiducia negli italiani, viene ritenuta in grado di sostenere la crescita nazionale. Anzi il campione intervistato teme che l'ingresso dei nuovi paesi membri possa riflettersi negativamente sull'occupazione, sulla solidità del sistema e, soprattutto, sulla possibilità di risparmio.

Per i giovani, s'intravede un futuro assai meno sicuro e protetto: oltre il 70% degli intervistati è in qualche modo pessimista riguardo al futuro dei giovani (27% fortemente pessimista, 44% piuttosto pessimista); meno del 30% è ottimista.

Questo pessimismo diffuso contagia anche gli stessi giovani: gli intervistati tra i 18 e i 30 anni manifestano posizioni sostanzialmente identiche a quelle degli adulti. Non roseo è anche il quadro delle loro aspettative future: si aspettano in prevalenza una situazione meno sicura di quella dei loro padri.

La risposta degli Italiani oggi pare dunque prevalentemente difensiva: poco incline ad investimenti e a consumi, sembra orientata a massimizzare i risparmi possibili (perlopiù tenuti liquidi) per avere le spalle coperte.

Le aziende di credito - tra esse prima di tutte le casse di risparmio - devono fare il possibile per rilanciare verso l'alto questo sistema di aspettative. Questa potrebbe sembrare un'affermazione priva di contenuto pratico. Credo, invece, che uno spazio di intervento esista e che esso non sia piccolo: mi riferisco alla quotidiana attività informativa e formativa della clientela che le casse di risparmio da sempre svolgono e che tanto ha contribuito a far crescere la cultura civile del nostro Paese.

Credo anche che sarebbe un segnale positivo per il Paese se si riuscisse a definire una buona legge sul risparmio. E' interesse di tutti approfondire le questioni sul tavolo e individuare le soluzioni che meglio rispondono alla tutela degli investitori. Il lavoro svolto nei mesi scorsi ha messo in evidenza su molti punti una possibilità di condivisa definizione. Anche su molti (seppure non su tutti) degli aspetti più

dibattuti vedo lo spazio per una efficace sintesi di compromesso, soprattutto perché sui principi generali ispiratori della riforma le distanze sono decisamente limitate.

Su alcuni terreni, però, il ritardo che si sta determinando mi sembra cominci ad essere serio. Mi riferisco, ad esempio, alla centralità dell'informazione nell'azione di tutela degli investitori. Non c'è ombra di dubbio, che la disponibilità e la completezza delle informazioni sono la prima, essenziale difesa del risparmio. Mettere a punto interventi per impedire un cattivo funzionamento della filiera di produzione e controllo delle informazioni non mi pare un compito arduo, né mi è parso di cogliere su questo punto sostanziali differenze.

Mi permetto di invitare tutti ad una riflessione: in materia di tutela del risparmio non possiamo continuare comportarci come se fosse una questione "interna", cioè come se gli effetti di una riforma o di una mancata riforma si esaurissero all'interno del nostro Paese. Il diritto e la prassi finanziaria vivono da tempo nella dimensione della concorrenza tra ordinamenti giuridici: un buon sistema di regole può attirare nuovi investitori; scelte sbagliate ma anche i mancati interventi possono però con altrettanta forza indurre segmenti importanti del risparmio nazionale a rivolgere la loro attenzione verso sistemi che offrono maggiore affidamento quanto a sistema delle regole o alla loro applicazione.

E anche quando rimane in Italia – come ribadisce la nostra indagine – il risparmio si dirige "istintivamente" verso gli impieghi per i quali è già in essere un'effettiva tutela: conti correnti, immobili, titoli di stato. Anche l'inacidimento osservato per il mercato delle obbligazioni societarie è il riflesso di questa situazione. Non voglio con questo dire che le preferenze mostrate dal risparmio in questi mesi sono il riflesso unicamente della situazione di *impasse* in cui versa oggi la ricerca di nuove forme di tutela del risparmio. La mancanza di queste ultime rende però certamente più difficile immettere il risparmio nei circuiti finanziari destinati al sostegno delle attività produttive. In definitiva, a tal fine occorre approvare rapidamente una buona legge di tutela del risparmio, espungendo dal disegno di legge quelle previ-

sioni normative che nulla hanno a che fare con tale tutela, e che non sono poche. Un recupero di fiducia e di salvaguardia dei risparmiatori, grazie a una buona legge, potrà essere un elemento fondamentale per arginare la perdita di competitività del nostro sistema economico.

Avviandomi alla conclusione ...

Avviandomi alla conclusione, ci tengo a ribadire che sarebbe importante se cogliessimo ogni occasione per stimolare la gente sulla necessità di impostare un percorso di risparmio finalizzato al periodo in cui sarà cessata l'attività lavorativa.

Mi rendo perfettamente conto che convincere le persone ad accrescere le occasioni di risparmio è obiettivo tutt'altro che facile da raggiungere. La difficile congiuntura economica corrente; il ricordo in molti casi ancora vivo della bolla finanziaria all'inizio di questo decennio, quando in molti si sono illusi di poter ricavare dall'investimento in Borsa tassi di rendimento elevatissimi; la successiva fase di tassi d'interesse storicamente ridotti, che agli occhi di molti svilisce i risparmi accumulati; i noti scandali finanziari: sono questi gli argomenti che più spesso vengono contrapposti e che congiuntamente militano per affievolire la volontà di risparmio.

Come avviene a livello macro, anche nella dimensione micro la capacità di anticipare i problemi lascia più spazio alla ricerca di soluzioni e rende più facili i processi di adattamento. Il salto di tenore di vita che prospetta il passaggio dalla condizione lavorativa a quella pensionistica o anche l'ingresso in una fase di disoccupazione potrebbero nel futuro determinare esperienze penose. Il risparmio è nei fatti il vero ammortizzatore sociale che consente ad una comunità di affrontare un periodo di profondi cambiamenti, senza esserne travolta ma avendo al contrario la possibilità di organizzare il suo rilancio.

Contribuire per questa via ad evitare lo scadimento della vita sociale è l'obiettivo alto del lavoro quotidiano verso cui invito a guardare le nostre Associate, casse di risparmio e fondazioni.

Grazie per l'attenzione.

ELIO FARALLI

Vice Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana

Signor Ministro dell'Economia, Signor Governatore della Banca d'Italia, Signor Presidente dell'Acri, Autorità, Signore e Signori,

è per me un grande onore intervenire, a nome dell'Associazione Bancaria Italiana e del suo presidente Maurizio Sella (che sta presiedendo il Board della Federazione Bancaria Europea ad Amsterdam), ai lavori di questa 80^a Giornata Mondiale del Risparmio.

Nei prossimi decenni l'invecchiamento della popolazione rappresenterà una delle principali sfide a cui saranno sottoposti i sistemi economici dei paesi industrializzati. Dal grado di dinamismo delle nuove generazioni, dalla qualità del loro lavoro, dalle competenze e dal capitale umano che esse sapranno apportare, dipenderanno le possibilità di assicurarsi tassi di crescita del prodotto elevati, livelli di disoccupazione socialmente accettabili, uno sviluppo economico equilibrato e sostenibile. L'aver posto al centro dell'odierno evento il decisivo tema dell'intreccio tra risparmio e sviluppo nella prospettiva delle nuove generazioni è una conferma del suo prestigio. Conferisce a questa celebrazione valore di grande attualità.

I. Non occorre che sia io a ricordare, qui, il ruolo vitale del risparmio nello sviluppo economico: la propensione ad accantonare risorse per il consumo futuro condiziona il livello del reddito di lungo periodo; maggiore è l'accumulazione di risparmio e una sua efficiente allocazione, più elevata è la crescita degli investimenti e dunque dello stock di capitale. Quest'ultimo è alla base di ogni sistema produttivo e determina, congiuntamente alla tecnologia, il livello del reddito pro-capite. La scelta di risparmiare è dunque una scelta a favore del futuro, per le nuove generazioni.

Gli studi che ci inducono a meditare sugli effetti che i mutamenti demografici avranno sulle capacità di sviluppo dell'economia globale sono ormai tanti. E sono molti gli insegnamenti che da essi tutti noi – i governi, le istituzioni, gli intermediari – possiamo e dobbiamo trarre. Siamo oggi nel mezzo di una epocale transizione demografica: tendono a ridursi i tassi di crescita della popolazione mondiale e muta

fortemente la struttura demografica delle principali economie con un progressivo restringimento della quota di popolazione in età lavorativa. Cresce il periodo di tempo che si trascorre in età di pensione e cresce, dunque, la rilevanza dei comportamenti in materia di consumo/risparmio di queste fasce di popolazione.

Lo stretto intreccio che intercorre tra le variabili demografiche ed il livello del risparmio è stato del resto attentamente studiato dalla letteratura economica. Durante il ciclo di vita si tende a mantenere costanti i consumi: si prende a prestito o si risparmia assai poco nelle prime fasi della vita lavorativa, quando il reddito è inferiore a quello medio atteso; si risparmia molto nella fase di massima espansione del reddito e si spende gran parte del risparmio accumulato nella terza fase della vita, quella del pensionamento. In linea generale il risparmio sale quando in una economia cresce la quota di popolazione in età lavorativa e scende quando questa diminuisce. E' per questa ragione che sono significativi gli effetti della composizione della popolazione sui risultati macroeconomici. Secondo recenti stime del Fondo Monetario Internazionale, la riduzione della quota di popolazione in età lavorativa influenza negativamente il tasso di crescita reale del prodotto interno lordo e i principali aggregati macroeconomici: gli investimenti, l'andamento della bilancia dei pagamenti; quello dei conti pubblici. Quanto al risparmio, secondo tali stime, ad ogni punto percentuale di calo nella quota di popolazione in età di lavoro sul totale si avrebbe una riduzione di 0,72 punti nel rapporto risparmio sul Pil.

Nell'intera Europa, il tasso di dipendenza degli anziani - ovvero il rapporto tra popolazione di età superiore ai 65 anni e popolazione di età tra i 15 e i 65 anni - passerà nei prossimi 50 anni dal 24 al 48 per cento; in Italia si passerà dall'attuale 27 per cento ad oltre il 60. Questi numeri testimoniano l'interconnessione tra la struttura demografica della popolazione (e quindi il peso delle nuove generazioni) e il risparmio e rappresentano una sfida in sé: devono indurre i governi, gli operatori di mercato, gli intermediari e le istituzioni tutte a riflettere sulle multififormi azioni che sono oggi necessarie per sostenere il risparmio.

II. Le capacità di risparmio delle famiglie italiane restano tra le più elevate: secondo i dati dell'OCSE l'Italia ha un saggio di risparmio di oltre 4 punti in più rispetto a quello della Germania, della Spagna e della Francia. Tuttavia, come nella maggior parte dei paesi industriali anche in Italia si è assistito negli ultimi lustri ad una progressiva riduzione della quota di reddito nazionale non immediatamente consumata. Nella seconda parte degli anni novanta è migliorato il saldo corrente del settore pubblico fino a generare esso stesso un risparmio. Un tale decisivo miglioramento si è accompagnato tuttavia alla lenta ma progressiva riduzione della propensione al risparmio delle famiglie, passata dal 28 per cento del 1990 al 15 per cento attuale.

Elevati flussi di risparmio trovano presupposto in sostenuti tassi di crescita del prodotto interno lordo. Condizione primaria per sostenere l'offerta di risparmio è dunque lo stesso rilancio del nostro sistema economico. La caduta della propensione a risparmiare registrata negli ultimi lustri è in parte legata ai modesti tassi di crescita del reddito disponibile. Il rilancio richiede azioni multiformi, come viene chiaramente indicato dal Documento di programmazione economica e finanziaria presentato dal Governo nello scorso luglio.

Il rilancio della crescita deve essere l'occasione per darle anche una ancor più solida base qualitativa. Si deve confermare la cultura anti-inflazionistica del nostro paese, faticosamente conquistata negli anni novanta. La stabilità dei prezzi, che trova la sua principale condizione nell'accrescimento del grado concorrenziale dei mercati, è un veicolo certo attraverso il quale si difende prospetticamente il risparmio.

La seconda condizione per il concreto sostegno del risparmio è il presidio di tutte le sue forme di impiego. Il consolidamento della fiducia. La chiarezza, la trasparenza e la semplicità con le quali si comunica.

Per il sistema bancario, il risparmio delle famiglie è l'essenza stessa della propria attività; abbiamo dunque ragioni in più per monitorare e costantemente analizzare le propensioni dei risparmiatori, le trasformazioni che le accompagnano, le esigenze e le domande che provengono dai risparmiatori. L'attività di risparmio, e il conseguente

investimento, non può essere considerata qualcosa di statico: essa muta nel tempo; riflette le grandi trasformazioni economiche, sociali, culturali, di costume; evolve continuamente. Testimonianza di ciò, sono le straordinarie trasformazioni occorse negli ultimi dieci anni sul fronte delle scelte dei risparmiatori in materia di allocazione della ricchezza finanziaria. Il processo di convergenza macrofinanziaria indotto dalla partecipazione all'Unione monetaria europea ha costituito un formidabile catalizzatore dei cambiamenti: mano a mano che sono divenuti evidenti i progressi sul fronte della capacità di ridurre l'incidenza del debito pubblico sul Prodotto interno lordo e di ridurre il peso del deficit pubblico si è andato riducendo il premio richiesto dai mercati per sottoscrivere i titoli del nostro debito. In un contesto di flessione generalizzata dei rendimenti su scala internazionale la riduzione dello *spread* ha assicurato il calo dei nostri tassi a livelli storicamente bassi: agli inizi degli anni novanta il tasso di interesse sui titoli di Stato a breve termine era pari al 12,4 per cento mentre è stato pari al 2,2 per cento nel 2003.

Il sistema bancario, consapevole che di fronte ai rinnovati atteggiamenti dei cittadini di fronte al risparmio, non è possibile offrire strumenti ed approcci statici, ha nel recente passato differenziato prodotti e servizi offerti e fatto un rilevante sforzo in termini di schemi organizzativi, modelli di comunicazione, per essere sempre più aderente alle esigenze della clientela. E' oggi più viva di ieri l'attenzione al rapporto personalizzato, alla comprensione delle esigenze dei singoli. A queste necessità orientiamo la formazione dei dipendenti e le modalità di contatto con la clientela. Non potrebbe essere del resto diversamente, considerato il ruolo centrale che abbiamo nella intermediazione, a vari livelli, della ricchezza finanziaria dei cittadini.

III. Lo stock di ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, cioè il risparmio accumulato nel tempo, ha oltrepassato nel 2003 i 2900 miliardi di euro, valore pari a circa 2,2 volte il Pil contro l'1,8 della Germania e l'1,9 della Francia (dati 2002).

Il mutamento intervenuto nelle sue modalità di impiego negli anni è significativo. Rispetto alla situazione che si riscontrava a metà degli anni novanta, è diminuita di circa 3 punti la quota di risparmio tradi-

zionale (conti correnti e altri depositi bancari) e di oltre 12 punti quella investita in titoli e mantenuti in custodia presso le banche; è cresciuto, di contro, il peso del risparmio gestito, con un sostanziale dimezzamento tra la fine del 1995 e primi anni del nuovo millennio del numero di famiglie dirette detentrici di titoli di Stato.

Particolarmente rilevante è stato lo sviluppo dei fondi comuni di investimento, un'industria che in pochi anni ha assunto importanza e spessore fondamentali sul mercato internazionale e che risponde appieno, anche grazie all'ampia diversificazione dei prodotti, alle esigenze della clientela.

Se le scelte dell'ultimo decennio hanno favorito la convergenza della struttura della ricchezza finanziaria verso quella prevalente negli altri principali paesi industriali, resta ancora, su tale fronte, un pezzo di strada da percorrere. E' ancora troppo alta, relativamente agli altri principali paesi (eccezion fatta per la Germania), la componente tradizionale ma resta soprattutto anormalmente alta la quota di risparmio investita in titoli e lasciati in semplice amministrazione presso le banche (circa 15 punti in più rispetto a Germania e Francia) e, per contro, anormalmente bassa quella del risparmio gestito (7 e 6 punti di distanza rispettivamente nei confronti di Francia e Germania). L'ulteriore migrazione dal "fai da te" al risparmio gestito è esigenza pressante soprattutto nel momento in cui l'assottigliamento dei rendimenti sui titoli di Stato spinge alla ricerca di obbligazioni le quali possono offrire un più elevato rendimento solo in contropartita dell'assunzione di un maggior rischio. La corretta gestione del trade-off rischio/rendimento ed una appropriata strategia di diversificazione è possibile solo attraverso investitori istituzionali che alle elevate competenze professionali uniscano la disponibilità di ingenti fondi.

Mutamenti importanti ma ancora insufficienti si sono pure verificati nella composizione di questi macro-aggregati; due hanno particolare rilevanza: da un lato, lo scarso peso dei titoli emessi direttamente dalle imprese che rende meno fluido il circuito risparmio-investimenti e penalizza la crescita; dall'altro la modesta portata del risparmio previdenziale che ha effetti negativi soprattutto per le nuove generazioni.

L'incremento della quota di risparmio che passa direttamente dalle famiglie alle imprese attraverso l'emissione di azioni ed obbligazioni e che dunque si trasforma direttamente in investimenti sarebbe il segno di una crescita del sistema; è un fenomeno questo che contraddistingue i paesi economicamente più evoluti e che dunque deve essere favorito.

Nell'ambito del risparmio gestito è tuttora molto modesto il peso degli investitori istituzionali e dei fondi pensione in particolare: il risparmio gestito dai fondi pensione è pari in Italia a poco più del 2 per cento del prodotto interno lordo contro quasi il 4 di Germania, il 6 di Spagna, l'oltre il 50 di Stati Uniti, il 70 di Regno Unito, il 100 per cento dell'Olanda.

IV. Rilevanza tutta particolare hanno, nell'ambito delle decisioni di risparmio, quelle relative alla componente previdenziale. Se l'accumulazione di risparmio influenza il tenore di vita futuro per via macroeconomica attraverso il canale degli investimenti e del maggior reddito futuro, quello specificamente destinato a scopi previdenziali ha un impatto sulle condizioni di vita future immediatamente percepibile.

Le scelte compiute dal nostro legislatore a metà degli anni novanta in materia di riforma delle pensioni e le decisioni assunte per quel che concerne la transizione da un sistema pensionistico di tipo retributivo ad uno di tipo contributivo hanno posto a carico delle nuove generazioni una parte importante dei costi del necessario aggiustamento. Alle generazioni entrate nel mercato del lavoro solo a partire dalla metà degli anni novanta e che entreranno nel futuro il sistema pensionistico obbligatorio riuscirà ad assicurare prestazioni particolarmente contenute. Emerge anche da ciò l'importanza della previdenza integrativa la cui assenza ha fatto mancare al nostro sistema finanziario una componente essenziale per lo sviluppo delle imprese.

Guardiamo dunque con fiducia alle prospettive che si aprono con la legge delega che prevede, tra l'altro, il trasferimento tramite silenzio-assenso del Tfr maturando a previdenza complementare e la piena parità competitiva tra fondi negoziali e fondi aperti. Dovremo conti-

nuare a lavorare per assicurare ai fondi pensione un ruolo da protagonisti tra gli investitori istituzionali e poter così disporre di strumenti per favorire il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese.

La riforma approvata crea le condizioni per un rapido recupero del risparmio previdenziale. E' necessario procedere in tempi brevi all'emanazione dei decreti delegati. Il trasferimento attraverso il sistema del silenzio-assenso del Tfr alla previdenza integrativa costituisce una condizione necessaria per lo sviluppo del mercato. E' positivo, e come sistema bancario l'abbiamo da tempo auspicato e richiesto. Desta qualche preoccupazione il fatto che già il disegno di legge finanziaria non abbia previsto la copertura degli oneri connessi con l'esercizio della delega, a partire da quelli connessi alle misure compensative per la devoluzione del Tfr dalle imprese alla previdenza complementare. Vi è da augurarsi che di ciò si tenga conto nel provvedimento di prossima emanazione in tema di rilancio della competitività e dello sviluppo.

E' forte l'esigenza di una capillare campagna di informazione sul trasferimento del Tfr a previdenza complementare, le sue finalità, le sue potenzialità per l'economia tutta e per le nuove generazioni in particolare. E' necessario che su un tema tanto importante e di così forte impatto sui giovani si realizzi una diffusa campagna informativa per rendere più chiari i termini della questione.

V. Come sistema bancario sentiamo forte l'impegno verso le nuove generazioni. Siamo convinti che un più stretto legame con le fasce più giovani della nostra popolazione possa condizionare positivamente, in prospettiva, non soltanto i risultati economici delle nostre banche - cosa che emerge dalle indagini ABI sulle relazioni con la clientela - ma la stessa possibilità di una più elevata crescita futura della nostra economia.

Molto può dunque essere fatto per agevolare, sostenere, stimolare le scelte dei cittadini in direzione ed a favore del risparmio. Tassi di cre-

scita più sostenuti, livelli di occupazione più alti, alleggerimento del peso del fisco di cui è presupposto una gestione oculata della spesa pubblica ed una riduzione della sua incidenza sul prodotto interno lordo, sono tutte precondizioni, oggi, per rilanciare il risparmio. Ma crediamo che sarebbe un errore pensare che debbano essere solo gli altri a dover fare qualcosa e riteniamo che tra i fattori che possono irrobustire quella delicata trama che è la fiducia, vi sia anche la capacità da parte di ciascuno di rispettare gli impegni assunti. Come sistema bancario siamo impegnati, ormai da oltre 18 mesi, nella concretizzazione di iniziative finalizzate a migliorare il rapporto con la nostra clientela. E, convinti come siamo del fatto che la fiducia – che è condizione essenziale per l’esistenza stessa della banca – si misuri innanzitutto sulle questioni che riguardano il risparmio, l’intero progetto ha voluto dedicare a questo comparto due delle più rilevanti iniziative. Sono entrambe finalizzate ad accrescere il livello di informazione e migliorare la comunicazione.

Mi preme sottolineare che – a livello di Paese – queste sono le uniche iniziative che in tema di risparmio hanno visto la luce e che incidono direttamente nelle relazioni con la clientela.

La prima è rivolta ai risparmiatori privi di esperienza e di informazione finanziaria e si sostanzia nella individuazione di un elenco di oltre mille obbligazioni a basso rischio e basso rendimento quotate nei mercati regolamentati dei principali paesi, per rendere più consapevole chi, anche disponendo di capitali modesti, intende investire direttamente in titoli ma li vuole poco rischiosi e particolarmente semplici da valutare.

La seconda iniziativa è invece rivolta ai segmenti di clientela di maggiore cultura finanziaria. Per rispondere alle loro esigenze, la banca ha sviluppato un’offerta di strumenti più sofisticati. La complessità tecnica di taluni di essi ne può rendere difficile la comprensione e l’attenersi alle regole di trasparenza, come le banche hanno sempre fatto, non si rivela sempre sufficiente per determinare una adeguata consapevolezza nell’investitore. A tal fine, “PattiChiari” prevede modalità di redazione delle informazioni, focalizzate sulla compren-

sibilità, con riguardo alle obbligazioni bancarie strutturate e subordinate, con lo scopo di rendere consapevole l'investitore dei rischi di tali investimenti finanziari. In particolare, un confronto basato su rischio e rendimento dei titoli strutturati rispetto ad un titolo semplice chiarisce al cliente quanto rischio addizionale è necessario accettare per ottenere maggiore rendimento.

Alle iniziative di specifico e diretto interesse per il risparmio si aggiungono quelle che possono influenzarlo indirettamente, con la crescita di efficienza del sistema: mirano ad assicurare a vaste fasce di popolazione un servizio bancario di base ampiamente accessibile per semplicità e costi; al miglior funzionamento dei servizi bancomat; alla possibilità di confrontare i prezzi dei conti correnti, i tempi di disponibilità degli assegni, i tempi medi di risposta sulla concessione del credito alle piccole e medie imprese. In pratica, è l'industria finanziaria italiana, unica in Europa, a favorire la comparabilità dei costi dei servizi che offre e la loro qualità. E' una iniziativa promossa dal sistema bancario italiano e coordinata dall'ABI in autonomia. Di questo il settore è orgoglioso, anche nel confronto con gli altri settori della nostra economia.

Questa chiarezza è arrivata ad ottenere una certificazione da entità esterne: il settore bancario, di sua iniziativa, segnala, attraverso un marchio distintivo le banche che hanno deciso di partecipare ad un sistema di autoregolamentazione basato su *best practice*.

Pensiamo che l'insieme di queste azioni sia la testimonianza più chiara di un fondamentale principio che ci anima: il meccanismo del confronto competitivo deve essere forza propulsiva del nostro settore e strumento per rispondere alle aspettative di efficienza che ripongono in noi i nostri clienti e i nostri azionisti.

Il miglioramento di efficienza, di chiarezza e di trasparenza che già stiamo sperimentando ci aspettiamo cresca nel tempo. E' una sfida importante: siamo certi di vincerla e da ciò scaturiranno prospettive migliori anche per le nuove generazioni, a cui questa 80.ma Giornata Mondiale del Risparmio ha voluto ispirarsi.

ANTONIO FAZIO

Governatore della Banca d'Italia

La congiuntura internazionale

La ripresa dell'attività produttiva, avviatasi nella primavera del 2003 negli Stati Uniti e sostenuta dalla crescita delle economie dell'Asia, si è progressivamente estesa all'Europa e all'America latina.

Nel primo semestre del 2004 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi elevati; nel secondo la crescita si è attenuata, anche in connessione con il rialzo del prezzo del petrolio.

Negli Stati Uniti da marzo a giugno l'attività produttiva ha subito un rallentamento, dopo la forte espansione registrata nel primo trimestre; ha decelerato all'1,6 per cento la spesa delle famiglie, ma si è rafforzata l'attività di investimento; questa, nel secondo trimestre, è aumentata del 13,9 per cento. Nel terzo l'aumento del prodotto è stato del 3,7 per cento, sospinto da un'accelerazione dei consumi e dal prolungarsi del ciclo espansivo degli investimenti, che ora si è esteso dai prodotti dell'informatica ai beni capitali tradizionali.

È cresciuta l'occupazione dipendente, al ritmo mensile di 300.000 unità da marzo a maggio e di 100.000 da giugno a settembre.

L'espansione economica rimarrà sostenuta negli ultimi mesi di quest'anno e si prolungherà nel prossimo.

L'inflazione di fondo, misurata dal deflatore dei consumi escludendo i prodotti alimentari freschi e quelli energetici, si è stabilizzata dallo scorso marzo intorno all'1,5 per cento sui dodici mesi. Data la progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata, la Riserva federale ha iniziato da giugno a rialzare con gradualità il tasso obiettivo sui federal funds, portandolo, per ora, all'1,75 per cento.

Il disavanzo di bilancio, dopo un triennio di progressivo peggioramento, nel 2004 tende, grazie alla crescita dell'economia, a stabilizzarsi. Secondo le stime del Congressional Budget Office, includendo i saldi della previdenza, il disavanzo federale si è attestato nell'anno fiscale 2004 al 3,6 per cento del prodotto, valore sostanzialmente invariato rispetto al 2003, inferiore di circa 0,5 punti rispetto alla stima effettuata in primavera.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto, nel primo semestre del 2004, il 5,4 per cento del prodotto. Nei confronti dell'euro le quotazioni del dollaro, da marzo a settembre, hanno oscillato tra 1,20 e 1,24; dalla metà di ottobre si è registrato un nuovo

indebolimento, che ha portato il cambio fino a 1,28 dollari per euro. Dal febbraio 2002, quando si è avviata la prolungata fase di discesa del dollaro, la competitività degli Stati Uniti misurata dal deprezzamento del cambio effettivo in termini reali - tenendo conto cioè dei divari di inflazione - è migliorata del 13 per cento.

In Giappone, nella prima metà dell'anno, le esportazioni, nonostante il rallentamento di quelle verso l'Asia, hanno continuato a espandersi a un ritmo assai elevato, quasi il 19 per cento in termini reali in ragione d'anno. Gli investimenti produttivi sono aumentati del 12 per cento. La decelerazione del prodotto tra il primo e il secondo trimestre, dal 6,4 all'1,3 per cento, è in parte da ascrivere alla caduta degli investimenti pubblici. In base alle indicazioni più recenti, l'attività economica rimarrebbe debole anche nel terzo trimestre.

La crescita è proseguita a ritmi elevati in Cina, in India e nelle altre economie emergenti dell'Asia. La ripresa si è estesa ai paesi dell'America latina.

Nelle ultime settimane, il protrarsi delle tensioni internazionali ha rafforzato i rischi relativi al proseguimento, a ritmi sostenuti, del ciclo internazionale. Il prezzo del petrolio in termini reali ha raggiunto un livello pari al 50 per cento circa del picco registrato nella fase di rialzo alla fine degli anni settanta; sulla base dei dati più recenti la tendenza all'aumento delle quotazioni sembrerebbe essersi interrotta.

2. La condizione dei mercati finanziari

I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche degli Stati Uniti riflettendo soprattutto l'accelerazione, superiore alle attese, dell'attività produttiva erano saliti, tra la metà di marzo e la metà di maggio, di 1,2 punti percentuali, al 4,9 per cento; sono in seguito discesi e si collocano attualmente intorno al 4 per cento.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti pubblici decennali si sono ridotti e si attestano intorno al 4 per cento; in Giappone all'1,5.

L'abbondante liquidità sui mercati finanziari contribuisce a deprimere i tassi di interesse e nel contempo a ridurre la variabilità dei corsi delle azioni e delle obbligazioni.

I premi al rischio richiesti sulle obbligazioni delle imprese statuni-

tensi sono rimasti pressoché invariati, su livelli storicamente bassi. Sul mercato azionario gli indici si sono mantenuti attorno agli elevati valori raggiunti alla fine del 2003; il rapporto tra prezzi e utili è tornato su livelli prossimi a quelli medi di lungo periodo.

La variabilità dei corsi azionari e obbligazionari si è attestata su livelli assai contenuti. In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità e da bassi tassi di interesse, importanti intermediari finanziari internazionali hanno modificato, in connessione con la debolezza della domanda di credito, la composizione degli investimenti in favore di strumenti a elevato rendimento, al fine di conseguire una più alta redditività del capitale. Hanno accresciuto l'offerta di strumenti derivati che consentono una protezione da eventuali variazioni del valore delle attività finanziarie, assumendo i relativi rischi. L'accresciuta offerta avrebbe determinato un calo dei prezzi delle opzioni e quindi della loro variabilità, che si sarebbe esteso ai mercati a pronti; in una tale situazione il ritorno ai consueti livelli di volatilità potrebbe comportare perdite significative.

Nei paesi emergenti, dopo il rialzo dei premi per il rischio, osservato nella scorsa primavera in relazione alle attese di un imminente aumento dei tassi negli Stati Uniti, le condizioni finanziarie si sono fatte ovunque più distese; vi ha contribuito la ripresa delle esportazioni. Il basso costo del finanziamento ha incoraggiato numerosi paesi emergenti ad anticipare e intensificare le emissioni di obbligazioni: nella prima metà del 2004 il valore delle emissioni lorde per il complesso delle economie emergenti è stato pari a due terzi di quello, storicamente elevato, quasi 100 miliardi di dollari, registrato nell'intero 2003.

3. La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia

Nell'area dell'euro la ripresa dell'attività stenta ad acquisire l'intensità raggiunta nel resto dell'economia mondiale. Nel primo semestre del 2004 l'aumento del prodotto è stato pari al 2,3 per cento in ragione d'anno. Tra il primo e il secondo trimestre l'attività economica ha lievemente rallentato.

La crescita del prodotto nel primo semestre dell'anno ha trovato il principale sostegno nella spesa delle famiglie. I consumi sono

aumentati in misura sostenuta in Francia; in Germania hanno continuato a diminuire.

L'accumulazione di capitale è proseguita a un ritmo modesto, 0,7 punti percentuali in ragione d'anno. Alla netta accelerazione in Francia si è contrapposta una nuova contrazione in Germania, ancora nel settore delle costruzioni.

Nell'area la crescita delle esportazioni è salita, nel primo semestre, al 7 per cento in ragione d'anno, sulla spinta della forte ripresa del commercio mondiale e della stabilizzazione del cambio effettivo dell'euro. Il risultato riflette l'andamento favorevole registrato dalle esportazioni tedesche, particolarmente competitive anche agli attuali livelli del cambio. L'impulso impresso al prodotto dell'area è stato frenato dal netto incremento delle importazioni.

L'apporto allo sviluppo derivante dall'interscambio commerciale è stato di segno negativo sia in Francia che in Italia.

In Italia nel primo semestre del 2004 la crescita economica si è lievemente rafforzata, ma è rimasta nettamente al di sotto di quella media degli altri paesi. Come nell'area nel suo complesso, il prodotto ha segnato una decelerazione tra il primo e il secondo trimestre.

Il principale ostacolo all'espansione dell'economia italiana è costituito dal debole andamento delle esportazioni. Dopo la flessione del primo trimestre, nel secondo le vendite all'estero hanno segnato un netto incremento; la ripresa dovrebbe essere proseguita nei mesi estivi, anche se a un ritmo più contenuto. L'aumento nell'anno rimarrebbe di molto inferiore a quello del commercio mondiale; la quota di mercato dei nostri prodotti segnerebbe una ulteriore riduzione.

La penetrazione delle nostre merci incontra difficoltà sia nei paesi dell'area dell'euro, sia nel resto del mondo. La perdita di quote si è fatta più intensa dal 2002.

Riflettendo la minore competitività e l'andamento non favorevole del commercio con l'estero, tra il secondo trimestre del 2003 e il terzo trimestre di quest'anno la produzione industriale non ha segnato alcun aumento; nello stesso intervallo di tempo, nell'area dell'euro è aumentata del 2,8 per cento. Rispetto alla media dei valori registrati nell'anno 2000, si stima che la produzione industriale nello scorso settembre sia risultata inferiore del 2,8 per cento; nell'area dell'euro avrebbe segnato un incremento del 2,5 per cento.

Il processo di accumulazione in Italia ha recuperato, nel primo semestre, la contrazione del 2003. L'andamento è stato positivo soprattutto per gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. L'incremento della spesa delle famiglie è stato dell'1,6 per cento in ragione d'anno. Il risultato si è realizzato nel primo trimestre; nel secondo i consumi hanno registrato un lieve calo, riconducibile alla spesa per i servizi. Gli acquisti di beni durevoli hanno mantenuto una dinamica sostenuta, in connessione con le favorevoli condizioni di offerta di credito e con un lieve recupero di fiducia da parte delle famiglie.

In Italia la dinamica dei prezzi al consumo si è collocata dal secondo trimestre di quest'anno intorno al 2,3 per cento. Nei mesi più recenti è diminuita, portandosi al di sotto del livello medio degli altri paesi; non si sono ancora manifestati gli effetti del rialzo dei prezzi del petrolio sulle tariffe elettriche e del gas.

Nel primo semestre, sulla base dei conti nazionali, il numero degli occupati è aumentato dello 0,6 per cento in ragione d'anno; nella media dell'area dell'euro l'incremento è stato appena dello 0,2 per cento. La crescita del numero di occupati, nonostante il ristagno dell'attività produttiva, negli anni più recenti ha trovato alimento nella maggiore flessibilità del mercato del lavoro e in una sostanziale moderazione della dinamica dei salari reali.

Tuttavia il costo del lavoro per unità di prodotto nei servizi ha registrato, nel primo semestre, un incremento superiore di oltre due punti percentuali, su base annuale, a quello medio dei maggiori paesi dell'area. Nell'industria in senso stretto il divario ha superato i quattro punti. Vi ha concorso soprattutto l'evoluzione della produttività del lavoro, meno favorevole rispetto agli altri paesi dell'area.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi, ma i differenziali territoriali rimangono estremamente elevati.

4. Prospettive

L'espansione dell'economia mondiale sarà nel prossimo anno inferiore a quella eccezionalmente elevata, dell'ordine del 5 per cento, stimata per l'anno in corso.

Il Fondo monetario internazionale in settembre indicava per il 2005

una crescita del 4,3 per cento. A causa anche delle incertezze connesse con le tensioni politiche internazionali e del rialzo, peraltro in via di attenuazione, delle quotazioni del petrolio, la crescita potrebbe risultare inferiore.

Negli Stati Uniti l'aumento del prodotto sarà compreso tra il 3 e il 4 per cento, in linea con l'espansione del reddito potenziale; in Asia la crescita si situerà tra il 6 e il 7 per cento; in Giappone tra il 2 e il 2,5 per cento.

L'aumento del commercio mondiale continuerà a risultare elevato, anche se inferiore a quello registrato quest'anno.

Nell'area dell'euro l'espansione economica proseguirà nell'ultima parte dell'anno in corso e nel 2005.

Incerta, sulla base degli andamenti più recenti, risulta l'espansione della nostra economia.

La produzione industriale tarda a mostrare segni di ripresa. Secondo stime preliminari, in ottobre non ha superato il livello della fine dell'anno 2003. Il prodotto interno lordo è aumentato dello 0,5 per cento nel primo trimestre e dello 0,3 nel secondo; nel terzo trimestre l'incremento non si è discostato da quello del secondo. Nell'anno la crescita è stimata nell'1,2 per cento, nettamente inferiore a quella media degli altri paesi europei.

I consumi delle famiglie crescono in linea con il reddito. La forte espansione del commercio mondiale interessa anche le nostre vendite all'estero; in quantità, proseguendo la ripresa manifestatasi nel secondo trimestre, potranno aumentare nell'anno fino al 5 per cento. Danno segni di risveglio, dopo la marcata flessione del 2003, gli investimenti.

Dall'indagine condotta dal 17 settembre al 7 ottobre dalle nostre Filiali, che ha interessato 4.157 imprese, di cui 3.094 dell'industria in senso stretto e 1.063 dei servizi non finanziari, risulta che nel 2004 la spesa sarà solo di poco inferiore rispetto ai programmi iniziali; la ripresa degli investimenti dovrebbe proseguire nel 2005, sia nel settore terziario, sia nell'industria.

Nei primi nove mesi di quest'anno la maggioranza delle imprese ha realizzato un aumento del fatturato in termini nominali rispetto allo stesso periodo del 2003; nel corso del trimestre estivo l'andamento degli ordini avrebbe registrato un miglioramento rispetto a giugno;

una quota significativa di imprese, sia nell'industria sia nei servizi, prevede un ulteriore rialzo della domanda nei prossimi sei mesi.

Dato il buon andamento del commercio internazionale, nel 2005 le esportazioni dovrebbero sostenere la congiuntura produttiva. La bassa competitività sul mercato interno comporterà anche una netta espansione delle importazioni; il prodotto interno lordo accelererà rispetto all'anno in corso; tuttavia, sulla base delle tendenze attuali, crescerà meno del 2 per cento.

In base alle stime del nostro modello econometrico, gli investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto potrebbero espandersi in termini reali tra il 3 e il 4 per cento.

5. La politica economica

L'inflazione in ottobre, sulla base di dati preliminari, è discesa al 2 per cento sui dodici mesi.

Depurato dei fattori stagionali, l'indice dei prezzi al consumo in ottobre registra una lieve riduzione rispetto a settembre. Si tratta di un dato di complessa interpretazione. Sulla diminuzione ha influito certamente la debolezza della domanda. Dopo le critiche e il dibattito sui comportamenti tenuti in occasione del cambio del segno monetario, la catena distributiva deve riconquistare la fiducia dei consumatori. Una volontà condivisa di agire in questa direzione può apportare benefici al livello dell'attività economica e alla stessa distribuzione commerciale.

In una fase ciclica ancora incerta, ma caratterizzata da segni di miglioramento, è cruciale l'avvio delle politiche volte a porre le condizioni per una più rapida crescita economica.

È indispensabile procedere nel risanamento dei conti pubblici. Il contenimento del tasso di aumento delle spese correnti è parte di questa strategia; il recupero di basi imponibili è necessario per ridurre le rendite da evasione e da elusione.

I margini per aumentare l'efficienza del settore pubblico sono ampi. Grandi vantaggi potranno derivare da una ulteriore semplificazione amministrativa e da una drastica riduzione dei procedimenti autorizzativi.

Interventi strutturali possono contenere, senza incidere sulla qualità e

sulla disponibilità dei servizi, l'aumento della spesa nel settore sanitario. Nel medio termine vanno verificate, in maniera approfondita, la dimensione e la certezza dei risparmi di spesa connessi con le riforme previdenziali.

Il processo di decentramento territoriale non può non comportare un trasferimento di organici e di unità amministrative.

In un contesto di dotazioni infrastrutturali carenti anche in servizi essenziali come trasporto, distribuzione idrica, disponibilità dell'energia a costi contenuti, la spesa per lavori pubblici nel corso dell'anno 2004 è rimasta in termini reali sui livelli dell'anno precedente. Provvedimenti straordinari e finanziamenti adeguati possono accelerare il passaggio dalla fase di decisione a quella di realizzazione delle opere. Forme di prevenzione o di risoluzione dei conflitti di attribuzione, insieme con meccanismi innovativi nella collaborazione con il sistema creditizio, possono contribuire all'effettivo avvio delle opere. L'iniziativa privata può farsi carico di una quota rilevante del costo degli investimenti allorché interessino la fornitura di servizi remunerati da tariffe.

Una intensificazione dell'attività in questo settore accresce la competitività dell'economia; darà risultati immediati in termini di aumento della domanda interna.

Vanno rafforzate le politiche di liberalizzazione, di stimolo della concorrenza. La riduzione delle imposte avrà un effetto positivo sulle aspettative e sulla crescita se non determina un aumento del disavanzo del settore pubblico e del debito.

Se, in altri termini, viene percepita come sostenibile.

È necessario muovere verso un alleggerimento del carico fiscale anche per le imprese. Azioni volte ad agevolare la loro crescita dimensionale e a incentivare l'innovazione tecnologica sono indispensabili per bene operare in un sistema sempre più esposto alla concorrenza internazionale.

Sulle condizioni delle imprese nell'ultimo triennio ha influito l'incerta situazione congiunturale. Le banche hanno continuato a fornire il loro sostegno nella difficile fase. Nel quadro dei nuovi rapporti di collaborazione sono impegnate a ulteriormente favorire, anche ampliando la gamma dei servizi, l'accesso ai finanziamenti, in particolare per le imprese di minori dimensioni e per quelle innovative.

Non può tardare una riforma organica del diritto fallimentare. In assenza delle condizioni per una revisione completa, in tempi rapidi, si possono introdurre oppure riformare alcuni istituti. Occorre prevedere, con un intervento del legislatore, ipotesi di gestione tempestiva della crisi di impresa, al di fuori delle procedure concorsuali o prima che a esse si debba ricorrere. Interventi di riforma sono necessari in tema di azioni revocatorie, per assicurare la certezza dei rapporti tra impresa e creditori, innanzitutto fornitori e banche, nonché per evitare l'interruzione improvvisa del finanziamento all'impresa a motivo, in primo luogo, dei profili giurisprudenziali in tema di responsabilità penali.

Siamo a un passaggio difficile della nostra economia.

In una situazione di non piena occupazione dei fattori produttivi e di basso sviluppo, la formazione del risparmio nell'economia e la sua disponibilità da parte delle famiglie dipendono dall'incremento dell'attività di investimento e dall'accelerazione della crescita.

La difesa del risparmio, in primo luogo attraverso la stabilità degli intermediari, la sua allocazione da parte del sistema bancario in favore delle imprese più valide e più innovative, attraverso metodi di erogazione efficienti, sono indispensabili per accrescere il tasso di sviluppo potenziale dell'economia.

Azioni coerenti della politica, delle parti sociali, delle stesse imprese debbono rafforzare i segni di ripresa.

La percezione, da parte di imprese e famiglie, della volontà di procedere lungo tale direzione, colmando le carenze, incoraggiando la produttività e la competitività, può rimuovere il pessimismo, favorire la ripresa su più solide basi dell'attività economica e degli investimenti, far ritrovare alla nostra economia la via dello sviluppo.

INTERVENTI

**VALUTARE UN LEVERAGED BUY-OUT:
L'ESPANSIONE DELL'ADJUSTED VALUE
CON IL METODO DELLE OPZIONI REALI**

Francesco Baldi¹

*Capitalia S.p.A. - Area Studi
Facoltà di Economia - Dipartimento di Economia Aziendale
Università di Roma "La Sapienza"*

1) Il presente articolo prende le mosse, seppur con i necessari miglioramenti e le successive estensioni, dalla tesi di dottorato in economia aziendale dissertata nel novembre 2003 presso la facoltà di Economia dell'Università di Roma Tre. Sentiti ringraziamenti vanno al Prof. Gianfranco Zanda per i preziosi consigli ed il continuo supporto.

The method, which is traditionally applied to perform the valuation of the target firm of a leveraged buy-out is the Adjusted Present Value. Pertaining to the Discounted Cash Flow paradigm, the Adjusted Present Value is flawed, as it systematically underestimates the firm value. Therefore, an expansion of the target firm's Adjusted Present Value on its equity side is proposed by resorting to the Real Options Analysis. In fact, two real options may be identified as being inherent to the leveraged buy-out structuring process: a financial default call option and an operating default call option, both of American type. The resulting Expanded Equity Value allows for the flexible management of the firm value uncertainty and continues to incorporate the extra-value creation deriving from the exploitation of the tax shield.

1. Introduzione

Il *leveraged buy-out* (LBO) è una tecnica finanziaria consistente nell'acquisizione della maggioranza di una impresa da parte di un compratore (“*buyer*”) (imprenditore, investitore istituzionale o *merchant bank*), che viene finanziata principalmente tramite capitale di terzi, ovvero debito, destinato ad essere rimborsato, sia utilizzando le risorse finanziarie prodotte dall'impresa stessa sotto forma di flussi di cassa operativi o disinvestimenti di attività non strategiche, sia facendo ricorso a beni e pacchetti azionari quali garanzie per il capitale preso a prestito.

La caratteristica fondamentale del *leveraged buy-out* è data dal fatto che l'acquisto delle azioni o dei beni dell'azienda cosiddetta *target*, viene effettuato utilizzando un significativo ammontare di debiti ed una minima entità di mezzi propri. In un'accezione più ampia, il *leveraged buy-out* può, allora, essere definito anche come qualsiasi acquisizione che lasci l'azienda acquistata con un rapporto di indebitamento più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione di acquisto.

Il principio economico sul quale poggia il *leveraged buy-out* è rappresentato dallo sfruttamento di una inefficienza del mercato dei capitali: la presenza della tassazione. Secondo l'intuizione di Modigliani e Miller, se non ci fossero imposte nell'economia la

scelta di una data struttura finanziaria da parte di un'azienda avrebbe un effetto di indifferenza sul suo valore. L'esistenza di un'imposizione fiscale, al contrario, contribuisce all'imperfezione del meccanismo di valutazione in uso nei mercati finanziari, poiché un'azienda non indebitata ed una indebitata sono valutate in maniera differente. La tassazione svolge un ruolo specifico nell'economia di un'azienda che consiste nel far agire gli interessi passivi legati all'indebitamento quale scudo nei confronti del reddito operativo disponibile per il prelievo fiscale. In altri termini, la deducibilità fiscale degli interessi passivi allarga i *Free Cash Flows from Operations* impedendo che una parte di essi sia sborsata per il pagamento delle tasse, con il risultato di consentire un accrescimento del valore d'impresa. Tale inefficienza del mercato dei capitali produce un disallineamento nella percezione del rischio tra mercato del debito ed mercato azionario, nel senso che i *debtholders* assegnano un più basso grado di rischiosità ad un'azienda indebitata di quanto non facciano gli *equityholders* rispetto ad una caratterizzata da assenza di debito. Tale disallineamento può essere sfruttato al fine di creare maggior valore, scegliendo una più elevata porzione di debito rispetto ai mezzi propri.

L'obiettivo di un *leveraged buy-out* può essere di duplice natura: strategico-industriale e finanziario-speculativa.

Nel primo caso, il potenziale *buyer* guarda agli aspetti industriali dell'operazione e si affida alla sua capacità di migliorare l'efficienza della gestione del *core-business* aziendale sia sotto il profilo statico che sotto quello dinamico, ovvero alle abilità tecniche legate allo svolgimento della produzione ed al grado di adattamento alle mutevoli condizioni di mercato esterne, al fine di incrementare la profittabilità dell'azienda *target*. Accanto alla crescita del reddito operativo, si dà, inoltre, corso ad un processo di disinvestimento delle attività non strategiche (*asset stripping*) e/o ad un processo di *lease-back*, cosicché si migliora il *return on investments* (ROI) dell'azienda *target*. Tale benefico miglioramento dovrebbe favorire la creazione di valore, se la differenza tra il ROI ed il costo del debito è positiva e, quindi, generare ulteriori *Free Cash Flows from Operations* per pagare gli interessi relativi al

maggior ammontare di debito contratto. In aggiunta, il ricorso all'indebitamento è in grado di integrare i migliorati *cash flows* operativi con l'ulteriore *cash trap* fondata sulla deducibilità fiscale degli interessi passivi (leva finanziaria). L'evidenza del funzionamento di tale *cash trapping* è costituita dal graduale incremento della componente di reddito netto del *return on equity* (ROE) dell'azienda *target*.

La strutturazione di un *leveraged buy-out* può anche essere motivata dall'ottenimento di un mero obiettivo finanziario-speculativo. In tale caso, la convenienza dell'operazione deriva dalla possibilità di trarre vantaggio da un'altra forma di inefficienza del mercato dei capitali che risulta non propriamente sfruttata e che ancora risiede nel meccanismo di valutazione del mercato stesso. Tale imperfezione consiste in una miopia del mercato che conduce a valutare le singole parti di un conglomerato a prezzi la cui somma è maggiore del *fair value* assegnato all'intera azienda. Ne consegue che, qualora si acquisisca il controllo di un gruppo diversificato facendo ricorso alla tecnica del *leveraged buy-out* ed il debito sia ripagato attraverso un processo di disinvestimento di singole *business units*, è facile conseguire un premio di acquisizione.

Il presente lavoro è organizzato come segue. In primo luogo, vengono descritte le principali caratteristiche del processo di strutturazione del *leveraged buy-out*, così come l'approccio tradizionalmente impiegato per effettuare la valutazione dell'azienda *target*: il metodo dell'*Adjusted Present Value*. In secondo luogo, si propone l'espansione dell'*Adjusted Present Value* dell'azienda *target* nella sua versione "*equity side*", ovvero l'*equity value*, per mezzo dell'uso integrativo del metodo delle opzioni reali o *Real Options Analysis*. In particolare, si identificano due tipologie di opzioni reali che possono considerarsi congenite alla tecnica del *leveraged buy-out*: un'opzione di *default* finanziario ed un'opzione di *default* operativo. L'espansione dell'*equity value* dell'azienda *target* è ottenuta grazie alle radici comuni esistenti tra *Net Present Value Analysis* e metodo del *Discounted Cash Flow*. Infine, viene riportato un *business case* con lo scopo di illustrare in termini pratici l'approccio valutativo proposto.

2. La strutturazione di un *leveraged buy-out* e la sua valutazione con il metodo dell'*Adjusted Present Value*

Si immagini che il potenziale *buyer* intenda dar vita ad un *leveraged buy-out* per l'acquisizione di un'impresa prescelta quale *target*. Lo schema operativo cui si ispira l'operazione sia quello di *Kolberg Kravis & Roberts (KKR)*², che rappresenta una classica struttura del tipo “*cash merger*” nella quale l'acquisizione del pacchetto azionario di controllo dell'azienda *target* da parte del potenziale *buyer* è effettuata tramite la costituzione di una società *ad hoc* (*Newco*), la quale viene spesso finanziata ponendo a garanzia del debito le azioni detenute nell'azienda *target* medesima. L'impresa risultante dalla fusione dei due complessi aziendali (*Newco* e *target*) dovrà, poi, restituire tali capitali di terzi per mezzo dei *Free Cash Flows from Operations* che la stessa avrà prodotto nel tempo. Inoltre, si assuma che la quantità oggetto della cessione sia data dalle azioni rappresentanti il capitale sociale dell'azienda *target* (le quote si riferiscono al caso in cui oggetto di acquisizione sia un'azienda che assume la veste giuridica di società a responsabilità limitata) e, che quest'ultima non sia una società quotata in Borsa.

Gli obiettivi del *buyer* sono due:

- 1) valutare l'azienda *target*, ovvero determinare il prezzo massimo che egli è disposto a pagare al venditore per acquisire l'impresa;
- 2) esaminare le opzioni di diversa natura che gli azionisti ed il *management* si troveranno ad avere nel corso della gestione dell'azienda *target* e le interazioni che tra esse potranno, eventualmente, instaurarsi al fine di incorporarle nella determinazione dell'*equity value* della *target* medesima.

Tali obiettivi devono essere raggiunti tenendo conto che il problema da affrontare può suddividersi in tre elementi chiave:

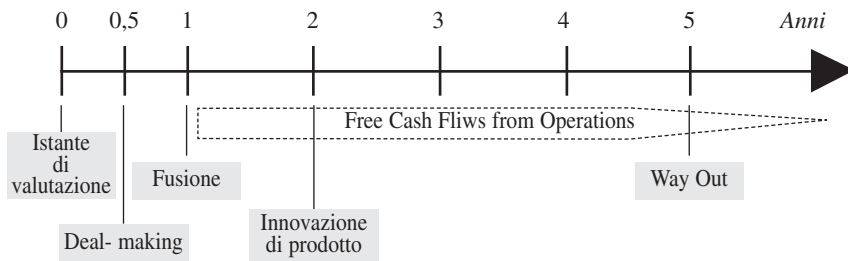
- a) comporre la struttura finanziaria della *Newco*, ottenendo da ban-

2) La *asset for cash* (o tecnica di *oppenheimer*) è l'altro tipo di tecnica che, attraverso la costituzione della *Newco*, consente l'acquisto o di singole attività o di intere *business units* dell'azienda *target* mediante scorporazione dell'entità giuridica cedente, facendo inoltre agire tali cespiti come garanzia reale per la contrazione del necessario capitale di debito. Nell'ipotesi in cui si acquistino integralmente gli *asset* della *target*, la *Newco* assume il nome di quest'ultima senza che vi sia fusione tra le stesse.

- che e *bondholders* l'entità del debito necessaria per procedere all'acquisizione;
- b) rimborsare l'indebitamento contratto nei tempi stabiliti, evitando l'insolvenza;
 - c) operare alcuni interventi di ristrutturazione dell'azienda *target* al fine di migliorarne la *performance* economico-finanziaria e garantire, così, se non accelerare, attraverso la creazione di maggiori flussi di cassa operativi, il rimborso del debito.

Si consideri, quindi, la struttura di un tipico *leveraged buy-out* del tipo *cash merger*, il cui *deal timing* possa sintetizzarsi secondo la seguente linea del tempo:

Figura 1 – Deal timing di un leveraged buy-out del tipo cash merger



Si assuma che l'orizzonte di valutazione si dispieghi lungo sei anni, essendo la fine del sesto anno (l'anno 5) la data in corrispondenza della quale il *buyer* ottiene il proprio guadagno in conto capitale disinvestendo la partecipazione originaria (*way out*). Inoltre, si supponga che la fusione tra la *Newco* e l'azienda *target* sia eseguita all'inizio dell'anno 1 e due delle tipiche azioni manageriali post-fusione (come meglio descritte in seguito) siano realizzate col fine di accrescere la *performance* aziendale: innovazione di prodotto e miglioramento delle relazioni commerciali. L'azienda con caratteristiche ottimali per divenire *target* di un *leveraged buy-out* può essere descritta nel modo seguente. Deve essere in grado di generare elevati e stabili *Free Cash Flows from Operations*, così da poterli principalmente utilizzare per ripagare il maggiore ammontare di interessi passivi. Come conseguenza, la dis-

ponibilità di cassa per finanziare il Capitale Circolante Netto, gli Investimenti in Capitale Fisso e le spese di Ricerca e Sviluppo non può che essere limitata. Ne consegue che l'azienda *target* dovrebbe preferibilmente operare in un mercato maturo ed offrire linee di prodotto non sofisticate. Infatti, le aziende, il cui *core-business* sia caratterizzato da un forte tasso di crescita o da prodotti *high-tech*, non si prestano ad essere acquistate tramite la strutturazione di un LBO. La velocità del loro tasso di sviluppo richiederebbe un incremento eccessivo nei Crediti Commerciali e nel Magazzino (e, conseguentemente, nel Capitale Circolante Netto), oltre ad assorbire capitale per via dell'allargamento della capacità produttiva e ad esigere un notevole incremento nelle spese di *marketing*. Dal canto loro, i prodotti *high-tech* sono costantemente esposti al rischio di obsolescenza, e ciò renderebbe necessario un considerevole investimento in spese di Ricerca e Sviluppo. Con riguardo alla posizione di mercato, l'azienda *target* dovrebbe essere o un *leader* di settore o collocata in un segmento di nicchia, cosicché ogni tentativo di attacco da parte di un concorrente si riveli costoso e complicato. In effetti, un tale attacco, consistente nell'incremento dei propri volumi di vendita, deriva - se il mercato di riferimento è maturo - esclusivamente dalla sottrazione di quote di mercato altrui. Tutto ciò può diventare più difficile, date le condizioni di maturità del *business*. Inoltre, si comprende come l'esistenza nella *target* di un modesto livello del rapporto *debt/equity* originario lasci spazio per l'indebitamento proveniente dall'operazione di fusione con la Newco e come la struttura dell'attivo debba essere solida ai fini della creazione di adeguate garanzie per l'ottenimento dei relativi finanziamenti bancari. Laddove, poi, l'azienda abbia attività non strategiche in eccedenza può permettersi di realizzare flussi di cassa addizionali ricorrendo all'*asset stripping*. Infine, ancora con riferimento all'attivo patrimoniale, un valore di mercato delle singole attività che sia più elevato del valore di libro consente l'emersione di accantonamenti a beneficio del venditore e del compratore. Il primo è, infatti, spinto a vendere, mentre il secondo può, grazie alla possibile rivalutazione di tali cespiti, sfruttare lo scudo fiscale legato agli ammortamenti in modo da accrescere i flussi di cassa operativi. La tavola qui ripor-

tata sintetizza gli elementi distintivi della *target* ottima appena descritti:

Cash Flows	Posizione strategica	Posizione di mercato	Deb/Equity Ratio	Struttura Attivo	Asset Value
Elevati e stabili	Business Maturo	Leader di settore	Basso	Solida/	Market Value più elevato del
	Linee di Prodotto Non High-teck/ Linee di Prodotto con Basso Tasso di Crescita	Mercato di nicchia		Prevalenza di Tangible Assets/ Surpluss Assets (per asset stripping)	Book Value

La valutazione dell'azienda *target* di un *leveraged buy-out* è tradizionalmente effettuata applicando il metodo dell'*Adjusted Present Value* (APV), che rappresenta un approccio “*equity side*” ibrido della metodologia del *Discounted Cash Flow*, poiché si tratta di una combinazione degli approcci *asset side* ed *equity side* propri del metodo finanziario. Il metodo APV, infatti, contiene alcuni elementi tipici dell'approccio *asset side* ed altri pertinenti all'*equity side*. L'*Adjusted Present Value* di una data azienda è la somma di due componenti: 1) il valore dell'azienda “*unlevered*”, che viene stimato scontando al costo dell'*equity unlevered* i *Free Cash from Operations* generati nel corso del periodo di previsione esplicita, cui si aggiunge il *Terminal Value*, appropriatamente attualizzato, per la porzione di periodo di previsione sintetica; 2) il valore attuale dei benefici fiscali derivanti dall'utilizzo dell'indebitamento. Dal momento che l'azienda è assunta “*unlevered*” (ovvero, finanziata con solo *equity*), ne consegue che il suo valore “*unlevered*” rappresenta un *enterprise value* coincidente anche con un *equity value*, poiché in accordo alla relazione contabile $Enterprise\ Value = WE + Debt$, non vi è alcuna forma di debito da aggiungervi. Dunque, l'*Adjusted Present Value* finale dell'azienda resta ancora un *enterprise value*, anche dopo aver calcolato il valore attuale dei risparmi fiscali attesi. Più precisamente, esso, da valore dell'azienda “*unlevered*”, si trasforma in valore dell'azienda “*leve-*

red", pur rimanendo ancora un *enterprise value*. Ne consegue che l'APV rappresenta l'*enterprise value* dell'azienda "levered".

Secondo la nota formula, l'*Adjusted Present Value* di un'azienda si determina come segue:

$$W_{\text{asset}} = W_u + W_{\text{TTS}}$$

dove:

W_{asset} = *enterprise value* (valore del capitale operativo);

W_u = valore della azienda "unlevered";

W_{TTS} = valore dei benefici fiscali legati al debito (G, scudo fiscale).

Più specificatamente, il valore dell'azienda "levered" (W_L) può essere suddiviso nelle seguenti parti:

$$W_L = W_{\text{asset}} = \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFO}_t}{(1+K_e)^t} + \frac{\text{TV}_n}{(1+K_e)^n}}_{W_u = \text{Enterprise Value}} + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{K_d \times D_t \times t_c}{(1+K_d)^t} + \frac{\text{TV}(G)_n}{(1+K_d)^n}}_{G = \text{Valore attuale Scudo Fiscale}}$$

dove:

FCFO_t = *free cash flows from operations* in ciascun periodo t ;

K_e = costo dell'*equity unlevered*;

TV_n = terminal value of the firm at time n ;

K_d = costo del debito;

D_t = ammontare del debito;

t_c = aliquota fiscale;

$\text{TV}(G)_n$ = *terminal value* dei benefici fiscali.

L'*Adjusted Present Value* diventa un *equity value*, quando dall'*enterprise value* (W_{asset}) si sottrae il valore attuale del debito (D):

$$W_{\text{equity}} = \text{Enterprise Value } (W_{\text{asset}}) - D$$

Con riguardo al *Terminal Value*, si deve dire come esso esprima il valore dell'azienda alla fine del periodo di previsione esplicita dei flussi di cassa. Le metodologie che possono usarsi per la sua determinazione sono quelle tipiche dei Metodi Finanziari Analitici con *Terminal Value: Perpetual Growth Rate Method* ed *Exit Multiples' Method*³. Il primo utilizza la formula sintetica di Gordon, sotto l'ipotesi che l'azienda valutanda, una volta raggiunta una data capacità di produzione di flussi di cassa, possa crescere indefinitamente al tasso g . Nel caso di un'acquisizione tramite *leveraged buy-out* il ricorso alla variante di questo metodo, la quale assume che l'azienda sia in una condizione di equilibrio caratterizzata dall'assenza di crescita, deve escludersi, dal momento che l'azienda in questione è divenuta il *target* dell'operazione proprio a causa della sua capacità di crescita stabile nel tempo. Il secondo metodo, invece, fonda il calcolo del Valore Finale sull'utilizzo di multipli di mercato quali l'EV/EBIT (*Enterprise Value/Earnings Before Interests and Taxes*) nella sua versione *assets side*, assumendo che il *Terminal Value*, essendo una frazione del valore d'impresa, possa ugualmente essere espresso in funzione dei multipli impliciti nelle aziende comparabili. Ciò detto, si può mostrare il *Perpetual Growth Rate Method*, poiché sarà tale metodo ad essere utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* nel *business case* proposto. Dunque, i *Terminal Value* da determinarsi per pervenire all'*Adjusted Present Value*, TV_n e $TV(G)_n$, sono così determinati:

$$TV_n = \frac{FCFO_n}{(K_e - g)}$$

$$TV(G)_n = \frac{(K_d \times D_t \times t_c)_n}{(K_d - g_d)}$$

dove:

$FCFO_n$ = *free cash flow from operations* medio normalizzato (da considerarsi "in vigore" nel periodo di previsione sintetica);

$(K_d \times D_t \times t_c)_n$ = *free cash flow* medio normalizzato relativo ai bene-

3) Data la ridotta, se non nulla, probabilità di una liquidazione delle attività dell'azienda *target* nel contesto operativo di un LBO, il ricorso al metodo del valore di liquidazione, quale mezzo per la stima del *Terminal Value*, sembra non potersi ammettere.

fici fiscali (da considerarsi “in vigore” nel periodo di previsione sintetica);

g = tasso di crescita dei *free cash flow from operations* (ovvero, la crescita dell'azienda) nel periodo di previsione sintetica;

gd = tasso di crescita dei benefici fiscali nel periodo di previsione sintetica.

Si può notare come il costo del debito (K_d) sia utilizzato per attualizzare tutti i flussi di cassa relativi ai risparmi d'imposta (scudo fiscale riferito agli interessi passivi e *Terminal Value*). Tale scelta deve attribuirsi alla considerazione che la rischiosità di questi flussi di cassa sia ben riflessa nel costo medio del debito, dal momento che gli scudi fiscali sono affetti dalla stessa incertezza che affligge i pagamenti di interessi e capitale. Tuttavia, alcuni ritengono che l'uso di tale tasso di sconto per la stima del valore attuale dei benefici fiscali sia un importante difetto del metodo, accanto alla determinazione del tasso di ritorno degli azionisti necessario per l'attualizzazione dei flussi di cassa dell'azienda “*unlevered*” (costo dell'*equity unlevered*), poiché l'APV non sa trovare soluzione ad uno dei principali svantaggi del metodo del WACC Rettificato⁴.

Il metodo dell'*Adjusted Present Value* presenta due importanti pregi:

1. fornisce un'informazione disaggregata circa i fattori che partecipano a determinare il valore d'impresa, con particolare riguardo alle scelte di struttura finanziaria;
2. permette un'analisi dettagliata del valore attribuibile ai benefici fiscali, isolando la contribuzione degli stessi alla creazione di valore in azienda.

Con riguardo all'ultimo vantaggio, l'APV può fare affidamento sulla

4) Il metodo del WACC Rettificato è un metodo finanziario usato in alternativa all'APV quando il principale obiettivo sia quello di porre in evidenza la creazione di valore derivante dallo sfruttamento dei benefici fiscali. Gli svantaggi più significativi di tale metodologia si riferiscono, segnatamente, ad erroneo calcolo del *Weighted Average Cost of Capital*. Gli errori che si commettono sono, in particolare, il ricorso alla struttura di capitale *target*, invece del rapporto *debt/equity* corrente, nel processo di determinazione del costo del capitale proprio e la necessità di stimare il rapporto *debt/equity* stesso a valori di mercato, con ciò complicando il procedimento computazionale dato che il valore di mercato dei mezzi propri dipende esso stesso dal rapporto di indebitamento.

legge della conservazione del valore, secondo la quale l'irrelevanza dei benefici fiscali connessi all'uso del debito ai fini del valore d'impresa può farsi equivalere alla mancata considerazione delle imposte societarie nella prima parte della valutazione tesa alla stima del valore dell'azienda "unlevered". Perciò – grazie al reciproco canale di trasmissione operante tra valore degli *asset* e tasso di attualizzazione – ne consegue l'indipendenza del WACC, applicato per lo sconto dei flussi di cassa operativi, dalla struttura finanziaria dell'impresa e la connessa possibilità di utilizzarlo, senza distinzione, in sostituzione del costo dell'*equity unlevered*. Ciò rende il WACC coerente con l'approccio *assets side* del metodo finanziario e legittima l'utilizzo del costo del capitale proprio nel processo di attualizzazione relativo alla valutazione dell'azienda "unlevered".

3. L'espansione dell'*Adjusted Present Value* dell'azienda *target*: la valutazione di un *leveraged buy-out* con la *Real Options Analysis*

Finora si è descritto come l'*equity value* dell'azienda *target* possa determinarsi applicando il metodo dell'*Adjusted Present Value*. Tale *equity value* può farsi coincidere con un *Net Present Value* (NPV) passivo, grazie ad una comunanza di radici teoriche esistente tra la *NPV Analysis* ed il metodo del *Discounted Cash Flow*. Dunque, il suddetto *equity value* può essere denominato "equity value passivo" dell'azienda *target* (Wequity Passivo). La metodologia valutativa convenzionale non è in grado di catturare la flessibilità delle azioni manageriali cui si può dar corso al fine di influenzare la dinamica del valore d'impresa. Il *set* informativo che la regola decisionale propria del metodo finanziario tipicamente incorpora è, senza dubbio, statico, poiché sia le proiezioni del *business plan* sia il processo di attualizzazione si affidano ad un'informazione disponibile nell'istante valutativo, ovvero al tempo 0. L'*equity value* passivo cui perviene l'utilizzatore dell'APV rappresenta un valore precostituito che non sfrutta i vantaggi di una appropriata gestione dell'incertezza e di una pronta reazione ad essa. L'incertezza, che pure caratterizza l'agire aziendale, è, al contrario, tenuta in conto dalla *Real Options Analysis*. Ciò che si intende proporre è, dunque, un'espansione della valutazione tradizionale dell'azienda *target* di un *leveraged buy-out*, facendo

ricorso alle opzioni reali. Per fare ciò, si provvede ad espandere l'*Adjusted Present Value*, quale *equity value* dell'azienda "*levered*", integrando quest'ultimo con il calcolo del valore di due opzioni reali che caratterizzano il contesto operativo entro il quale si svolge un LBO. Si può passare, così, da un valore dell'*equity* passivo all'equivalente valore espanso e trasformare la valutazione dell'impresa oggetto di acquisizione da passiva a dinamica attraverso l'incorporazione, nel processo delle scelte manageriali e, dunque, anche nel processo valutativo, di opzioni reali. Il risultato dell'integrazione proposta si chiama *Expanded Equity Value* e si ottiene nel seguente modo:

$$\begin{aligned} \text{Expanded Equity Value (Expanded } W_{\text{equity}}) &= \\ &= W_{\text{equity Passivo}} + \text{Valore Opzione Reale} \end{aligned}$$

L'*Expanded Equity Value* derivante dall'applicazione della *Real Options Analysis* può, allora, essere confrontato con l'*equity value* dell'azienda *target* ottenuto con il metodo dell'*Adjusted Present Value*, al fine di apprezzare il potere di accrescimento del valore che il primo dei due approcci effettivamente possiede.

A ben vedere, il *buyer* che dà vita ad un *leveraged buy-out*, nello strutturare l'operazione, ha a disposizione due opzioni reali: un'opzione di *default* finanziario ed un'opzione di *default* operativo. Si tratta di due opzioni connaturate alla tecnica stessa del LBO che, considerate insieme, formano una *compound option*, in quanto, come si vedrà, solo la facoltà di esercitare la prima dischiude la possibilità di esercitare la seconda. In particolare, tale *compound option* appartiene alla categoria delle *sequential compound options*, poiché la seconda opzione in termini cronologici si crea solo quando la prima delle due opzioni in termini cronologici viene esercitata.

L'opzione di *default* finanziario consente di valutare un progetto d'investimento o un'azienda caratterizzati dal ricorso al debito, incorporando nella valutazione l'eventualità di un *default* finanziario per il debito medesimo. Si consideri un'azienda, che ricorre all'indebitamento oltre al capitale di rischio, di cui debba determinarsi il valore. Un vincolo per gli azionisti di tale azienda è rimborsare a scadenza il debito contratto, pena il fallimento e la possibilità per i creditori di aggredire il patrimonio degli azionisti. L'opportunità di ricorrere alla procedura di fallimen-

to trasforma l'obbligo degli azionisti in un'opzione. Secondo quanto intuito da Black e Scholes nel loro articolo del 1973⁵, tale opzione è rappresentata dall'*equity*, ovvero dal capitale proprio, della stessa azienda "*levered*". L'*equity* dell'azienda, in effetti, può essere visto come una opzione *call* scritta sul valore dell'impresa, il cui prezzo d'esercizio (*exercise price*) è dato dal valore facciale del debito dalla stessa contratto (comprendente capitale ed interessi) e la cui durata coincide con quella del debito medesimo. Il valore di tale opzione *call* deve corrispondere al valore dell'*equity* dell'azienda. Dal momento che l'azienda in questione è il *target* di un LBO e risulta, dunque, indebitata, se si fa riferimento alla relazione contabile esistente tra *enterprise value* (EV) ed *equity value* (Wequity) secondo la quale:

$$\text{Wequity} = \text{Enterprise Value} - \text{Debt}$$

ne segue come l'attività rischiosa sottostante (*underlying risky asset*) sia rappresentata dall'*enterprise value* dell'azienda "*levered*", che può calcolarsi mediante il metodo dell'*Adjusted Present Value*, in tale modo:

$$W_{\text{asset}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFO}_t}{(1+K_e)^t} + \frac{\text{TV}_n}{(1+K_e)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{K_d \times D_t \times t_c}{(1+K_d)^t} + \frac{\text{TV}(G)_n}{(1+K_d)^n}$$

Dunque, il *payoff* della opzione *call* replica la relazione contabile sopramenzionata ed il suo valore corrisponde all'*Adjusted Present Value* dell'azienda calcolato come *equity value* (Wequity).

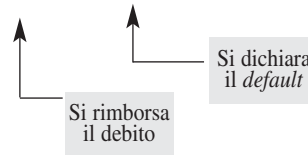
Se si riflette sulla struttura di un LBO, si comprende come lo schema dell'opzione appena descritto ricalchi perfettamente il processo decisionale che sono chiamati ad affrontare coloro che effettuano un *leveraged buy-out*. Nel momento stesso in cui il *buyer* costituisce la Newco e negozia il debito con le banche (o colloca obbligazioni subordinate sul mercato finanziario) acquista la facoltà di rimborsare l'indebitamento contratto o, laddove, la gestione aziendale nel tempo non consenta la produzione di *Free Cash Flows from Operations* suf-

5) Black F. - Scholes M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Jurnal of Political Economy*, May-June 1973, 637-659

ficienti ad un integrale rimborso, di dichiarare il proprio *default*. Si tratta, evidentemente, di un evento non auspicabile, ma pur sempre possibile nel corso della vita di un *leveraged buy-out*, la cui incertezza induce l'uso di flessibilità manageriale nella gestione ed una connessa maggiore creazione di valore.

Sull'*enterprise value* dell'azienda *target* indebitata, agente quale sottostante, si può, allora, scrivere un'opzione *call* di *default* finanziario di tipo americano, il cui *payoff* alla scadenza T è:

$$E_T = \max [EV_T - D_T; 0]$$



dove:

variabile di stato: *enterprise value* dell'azienda *target*;

exercise price: valore montante del debito (comprendente capitale ed interessi);

data di esercizio: T (coincidente con la data di estinzione del debito).

Giunti al tempo T nel corso della fase post-fusione del LBO, l'opzione *call* americana di *default* finanziario - scritta sull'*enterprise value* dell'azienda e detenuta dall'acquirente, attuale azionista dell'impresa *target* e dal suo *management* - è *in the money* se i *Free Cash Flows from Operations* sono di entità tale da garantire ogni anno almeno la congrua remunerazione dei portatori del capitale di credito. Ciò si traduce in un *enterprise value* dell'azienda *target* superiore al valore montante del debito comprensivo degli interessi maturati lungo il suo intero arco di vita. Quest'ultimo valore riveste il ruolo del prezzo d'esercizio (*exercise price*) dell'opzione, dal momento che è una quantità contrattualmente nota che può essere definita all'atto della negoziazione dell'indebitamento, successivamente alla costituzione della Newco. La considerazione del valore montante del debito (capitale ed interessi) alla data di scadenza dell'opzione, nell'ipotesi in cui essa sia *in the money*, implica la capacità di rimborso totale dello stesso da parte dell'impresa. Ne consegue per l'azionista la convenienza ad esercitare l'opzione, il che equi-

vale ad aver pagato nel corso del tempo il capitale apportato dai terzi. L'opzione di *default* finanziario è, invece, *out of the money*, se al tempo T i flussi di cassa operativi disponibili per l'impresa, ovvero generati dal suo *core-business*, non sono sufficienti non solo per la remunerazione dei mezzi propri apportati dagli azionisti, ma nemmeno per il ripagamento del debito. Ciò si riflette in un *enterprise value* dell'azienda *target* "*levered*" inferiore al valore montante dell'indebitamento e costringe l'azionista, detentore dell'opzione, a non trovarne conveniente l'esercizio e a dichiarare il fallimento (*default*) dell'azienda. Inoltre, scegliendo l'*enterprise value* della *target*, calcolato per il tramite del metodo dell'*Adjusted Present Value*, quale attività rischiosa sottostante dell'opzione di *default* finanziario, si dà modo al suo *payoff* di incorporare il valore creato dallo sfruttamento dello scudo fiscale, che è tipico di un'operazione di *leveraged buy-out*.

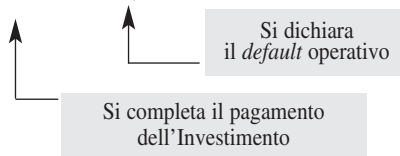
L'altra opzione reale che si manifesta nel corso della realizzazione di un *leveraged buy-out* e che deve, dunque, inserirsi nel processo valutativo dell'azienda *target* è l'opzione di *default* operativo. Si tratta di un'opzione che, nel caso di un progetto d'investimento, dà la facoltà al *management* di differire nel tempo il pagamento del capitale richiesto per l'effettuazione del progetto medesimo in funzione dei *Free Cash Flows from Operations* gradualmente generati dal *core-business* dell'azienda. L'opzione di *default* operativo appartiene, quindi, alla categoria delle opzioni di differimento.

Una volta completato il processo di acquisizione con la fusione tra la *Newco* e la *target*, il *buyer* deve gestire un'impresa fortemente indebitata, ponendosi un obiettivo fondamentale: il miglioramento della *performance* aziendale in termini di accrescimento dell'efficienza e di riduzione dei costi, così da rimborsare il debito nel più breve tempo possibile o consentirne un pronto rifinanziamento quando le condizioni sul mercato siano più vantaggiose. Il miglioramento suddetto viene conseguito operando interventi di gestione ordinaria ed interventi di gestione straordinaria. Volendo iniziare dai secondi, ad essi si è già fatto cenno parlando di *asset stripping*. Esso consiste nella dismissione di impianti, immobili, partecipazioni o rami d'azienda che non si considerino più strategici per il governo dell'impresa. La cassa che tali cessioni producono contribuisce ad ampliare i normali flussi attesi dall'operatività, agevolando il servizio del debito. Gli interventi di gestione ordinaria

sono, invece, più articolati ed abbracciano le aree funzionali chiave della struttura aziendale. Essi riguardano: il miglioramento della motivazione e della produttività del *management* e dell'intero personale, la struttura di produzione, le relazioni commerciali, la strategia di prodotto e la gestione finanziaria. Tali azioni di ristrutturazione post-fusione richiedono la disponibilità di risorse finanziarie per il loro svolgimento. Si assuma che il *buyer* intenda dar corso a due interventi di gestione ordinaria post-fusione: l'innovazione dei prodotti dell'azienda *target* ed il miglioramento delle relazioni commerciali. Più specificatamente, il primo intervento si ripropone di agire sulle caratteristiche dell'offerta dell'impresa. Non si tratta tanto, in questo caso, di allargare la capacità produttiva, quanto piuttosto di migliorare le caratteristiche di appetibilità del prodotto. Possono a ciò contribuire l'innalzamento del contenuto tecnologico dell'offerta, l'abbassamento della soglia temporale di obsolescenza del prodotto, o più in generale, qualsiasi intervento volto ad operare sulle dimensioni della combinazione produttiva aziendale – ampiezza, lunghezza, profondità e coerenza -, le quali costituiscono lo strumento per definire la strategia di prodotto dell'impresa.

Si assuma che, accanto all'indebitamento usato per comporre la struttura finanziaria della Newco, il *management* contragga altro debito rimborsabile in due differenti *tranches* (come più avanti descritto, la prima da pagare al termine dell'anno 1 e la seconda al termine dell'anno 2), al fine di realizzare l'intervento di strategia di prodotto. Quale che sia la forma assunta da quest'ultimo, il *management* dell'azienda *target* può avere necessità di cadenzare nel tempo l'esborso finanziario legato alla sua realizzazione in attesa di verificare l'andamento dei flussi di cassa operativi che il *core-business* saprà generare. A ciò provvede l'opzione *call* di *default* operativo, la quale, essendo di tipo americano, può essere esercitata in qualsiasi istante della sua vita (meglio, in corrispondenza di predeterminati nodi) e presenta il seguente *payoff* alla scadenza T1:

$$E_{T1} = \max [E_{VT1} - I_{T1}; 0]$$



dove:

variabile di stato: *enterprise value* dell'azienda *target* “*levered*”;
exercise price: valore della 2° tranche del capitale di debito necessario per la realizzazione del progetto di investimento;
 data di esercizio: T1 (precedente a T e coincidente con la scadenza della 2° tranche del capitale di debito).

In data T1 all'azionista dell'azienda *target* (ovvero, al *buyer*) converrà l'esercizio dell'opzione di *default* operativo se essa è *in the money*, ovvero se i *Free Cash Flow from Operations* sono prodotti in maniera congrua da assicurare la continuazione dell'intervento di innovazione del prodotto, il che si riflette in un *enterprise value* dell'azienda *target* maggiore della quota di debito ancora da rimborsare. Se, viceversa, i *Free Cash Flow from Operations* hanno esaurito la loro capacità di rimborso, essendo l'*enterprise value* dell'azienda *target* inferiore alla quota di debito che deve ancora pagarsi, l'opzione è *out of the money* ed il suo esercizio non risulta conveniente per il *buyer*-azionista della *target* medesima. Quest'ultimo è, allora, costretto a dichiarare il *default* operativo dell'impresa, il che equivale ad esercitare la facoltà di interrompere in via definitiva il progetto, in corso di realizzazione, di miglioramento dell'offerta. Ciò significa che il progetto in argomento è fallito operativamente e l'azienda deve accontentarsi del prodotto o della combinazione di prodotto già in essere al fine di recuperare la stabilità di crescita dei propri flussi monetari e garantire il servizio del debito finanziario. Dal momento che tale strategia di prodotto avrebbe giocato un ruolo determinante nel ristabilire la suddetta stabilità, il fallimento operativo che il *buyer*-azionista è costretto a dichiarare si trasforma anche in un fallimento di natura finanziaria. Se, dunque, l'opzione di *default* operativo non è esercitata, il *buyer* non è in grado di continuare l'attività aziendale, poichè tutte le iniziative di creazione del valore originariamente disegnate non possono operare. Ne risulta che i *Free Cash Flow from Operations*, che avrebbero permesso il rimborso dell'indebitamento finanziario, non sono più sufficienti a tal fine. Se, al contrario, l'opzione di *default* operativo è esercitata, il valore, che verrà nel tempo creato fino a giungere alla *way-out* del *buyer*, può contribuire al progressivo e totale rimborso del debito finanziario e, perciò, consentire il gra-

duale esercizio della connessa opzione di *default* finanziario. Ciò equivale alla realizzazione di una *way-out* di successo dal *leveraged buy-out* per il *buyer* che lo ha strutturato. Si comprende, quindi, come il *default* operativo preceda temporalmente l'eventuale *default* finanziario, prescinda da esso e non lo escluda.

Il *leveraged buy-out* ha in sé le due facoltà concesse all'azionista, di cui si è parlato. Il *default* finanziario e quello operativo sono due eventi possibili nella vita di un'impresa e la considerazione delle due tipologie di opzioni che su di essi possono costruirsi dà conto della flessibilità gestionale adottabile, la quale crea valore per il solo fatto di consentire l'assunzione di decisioni ottime nei momenti più opportuni. Ciò elimina il carattere di passività e staticità proprio della valutazione tradizionale e rende la stessa dinamica, più aderente alle possibili fonti di creazione del valore che l'ordinarietà della gestione aziendale concede.

Si supponga che la costituzione della Newco necessaria per dar corso al LBO comporti un investimento iniziale pari a $I_0 + I_0$, che equivale alla composizione della sua struttura finanziaria. Il capitale di rischio apportato dal *buyer* nella veste di nuovo azionista è pari a I_0 ed il capitale di credito negoziato con le banche e/o collocato presso gli investitori sul mercato finanziario (*bondholders*) è pari a I_0 . Il debito contratto dall'azienda è di natura rischiosa, pertanto il tasso d'interesse applicato (K_d) si costruisce sommando al tasso *risk-free* (r_f) per investimenti privi di rischio un premio per il rischio medesimo (pD). La data di scadenza del debito finanziario è fissata per il periodo T_5 , coincidente con il momento prescelto dal *buyer* per la *way out*. Ciò significa che entro tale data tutte le obbligazioni dallo stesso assunte devono essere soddisfatte, ovvero il rimborso del debito ed il pagamento dei relativi interessi. Se il *buyer-azionista* non onora i propri impegni e non paga il debito al tempo $T = t_5$ ($D_5 = I_0 \times (1 + K_d)$), verrà dichiarato il *default* dell'azienda ed i *bondholders*/banche si approprieranno dei beni della stessa, procederanno alla liquidazione ottenendone il valore attuale al tempo $T = T_5$ (V_5) e con quanto recuperato dalla liquidazione suddetta provvederanno a soddisfare in parte o in tutto il proprio credito.

Si assuma, inoltre, che il *management* dell'azienda *target*, successivamente alla fusione tra la Newco e la *target* stessa, dia corso alla

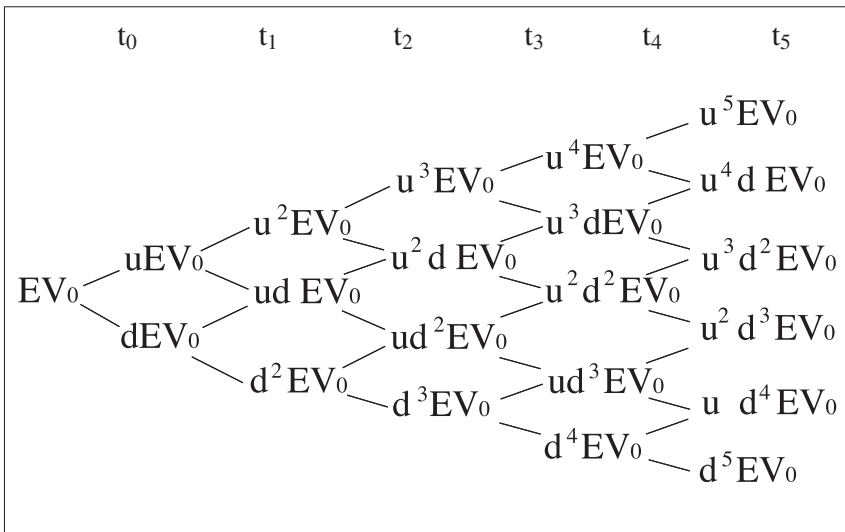
strategia di innovazione del prodotto finanziando, alla data di valutazione t_0 , il relativo intervento in due distinte *tranches*, la prima pari a I_1 da pagarsi terminato il procedimento di fusione all'inizio del periodo t_1 e la seconda, da rimborsare a distanza di un anno ad inizio di t_2 , il cui valore montante a scadenza è pari a I_2 . La forma di indebitamento che, il *management* sceglie per il finanziamento di tale intervento di gestione ordinaria post-fusione relativo alla strategia di prodotto, si assume essere debito a breve termine.

Come sopra descritto, la realizzazione di un *leveraged buy-out* e la sua gestione creano intrinsecamente le due opzioni reali di *default* finanziario ed operativo. Ben si comprende come le due opzioni reali diano vita insieme ad una *compound option*, in quanto, in primo luogo, la decisione di procedere ad un'acquisizione tramite un LBO consente al *buyer* il discrezionale esercizio di un'opzione di *default* finanziario. Meglio ancora, si può dire che la scelta stessa di effettuare un *leveraged buy-out* rappresenti un'opzione di *default* finanziario. Ne consegue che, concettualmente, l'opzione di *default* operativo viene acquistata dal *buyer*-azionista dell'azienda *target* solo dopo e per il fatto di aver acquisito il primo diritto: l'opzione di *default* finanziario. Ciò dà ragione del *compounding*. Tuttavia, dal punto di vista pratico, l'opzione di *default* operativo è cronologicamente antecedente all'opzione di *default* finanziario. Il tipo di *compounding* è, dunque, sequenziale, poiché la sequenza temporale delle opzioni reali coinvolte in un LBO si dispiega in senso opposto al loro ordine di priorità economico-finanziaria. La prima opzione dal punto di vista cronologico (opzione di *default* operativo) è, infatti, la seconda opzione in termini economico-finanziari e l'opzione che, cronologicamente, giunge come seconda (opzione di *default* finanziario) rappresenta la più importante sotto il profilo dell'impatto economico-finanziario.

Il processo di valutazione della *sequential compound option* inizia con la costruzione dell'albero dell'*enterprise value* dell'azienda *target* (*enterprise value tree*). Dapprima, infatti, si valuta l'opzione di *default* finanziario. Il suo valore al tempo t_0 corrisponde a quello dell'*equity* dell'azienda *target* indebitata, nell'ipotesi in cui esso sia determinato *à la APV*, in quanto in grado di agire quale *call* americana sull'*enterprise value* dell'impresa medesima con prezzo d'eserci-

zio pari al valore capitale del debito (capitale ed interessi). Una volta che sia stato modellato l'enterprise value corrente dell'azienda target ed i suoi movimenti al rialzo ed al ribasso derivanti dal calcolo della relativa standard deviation, l'incertezza che affligge l'evoluzione dei flussi di cassa operativi disegna un albero binomiale con proprietà di ricombinazione, il quale diventa l'attività rischiosa sottostante dell'opzione di default finanziario. La figura 2 illustra l'albero dell'enterprise value dell'azienda target:

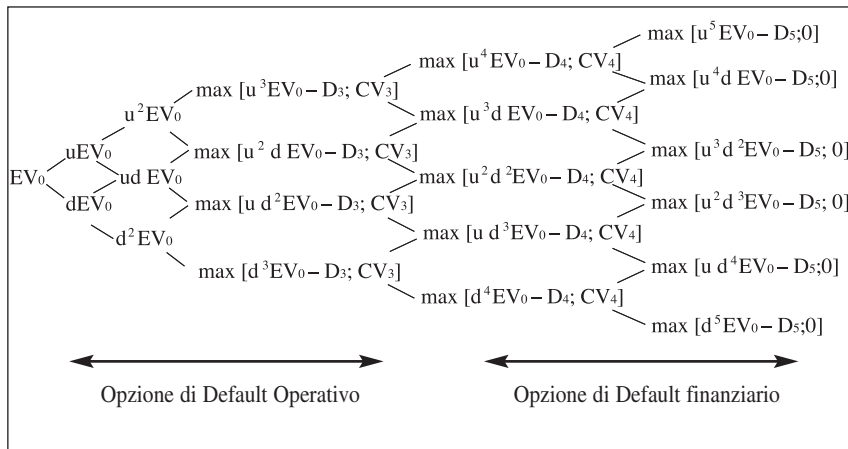
Figura 2 – Enterprise Value Tree dell'azienda target



Il processo di valutazione prosegue dividendosi in due fasi. Dal momento che la vita dell'opzione call di default finanziario ha inizio a partire dall'anno 1 (t_1) fino a giungere alla sua data di scadenza coincidente con la fine dell'anno 5 ($T = t_5$, data prevista dal buyer per la way out), dapprima si valuta tale opzione per il tramite di un procedimento di backward induction, così da raggiungere i nodi di decisione che individuano l'anno 2. Al fine di calcolare i payoff dei vari stati della natura nel periodo considerato e ragionare in termini di backward induction, si tratta di applicare l'operatore "max", ai tempi $T = t_5$, t_4 e t_3 , ad ogni nodo facente parte dell'albero binomiale che

disegna la dinamica del valore del sottostante (ovvero, il processo stocastico dell'*enterprise value* dell'azienda *target* "levered" calcolato secondo l'APV). Ciò trasforma l'albero dell'*enterprise value* in un albero decisionale (figura 3).

Figura 2 – Pricing Tree (payoff) dell'opzione di default finanziario fino all'anno t3



A tal punto, si calcolano i relativi *payoff* in corrispondenza di tutti i nodi finali dell'anno 5 e si determina se l'azienda sia in grado di ripagare il suo debito finanziario attingendo ai *Free Cash Flows from Operations* che saranno generati in futuro o se, invece, sarà costretta ad avviare la procedura di fallimento. In corrispondenza dei cinque nodi dell'anno 4, il valore di continuazione dell'opzione *call* di *default* finanziario di tipo americano viene confrontato con il suo *payoff* corrente al fine di assumere la decisione d'esercizio ottima. Se il valore di continuazione dell'opzione è maggiore del suo *payoff* al nodo corrente (ovvero, il valore dell'opzione non esercitata eccede il suo valore, se esercitata), allora si continua a svolgere l'attività aziendale e non si dichiara il *default*. Ciò significa che i *Free Cash Flows from Operations* conservano ancora la loro capacità di rimborso del debito. Al contrario, se il valore di continuazione dell'opzione risulta inferiore rispetto al *payoff* del nodo corrente, il *management* lascia

che l'azienda dichiari il *default* anziché mantenere l'opzione di *default* finanziario aperta, poiché la parte residuale del debito finanziario all'anno 5 resta non rimborsata. Il medesimo processo di calcolo viene seguito per tutti i quattro nodi dell'anno 3. Per il momento, si ignorino i nodi relativi agli anni 0, 1 e 2.

Il valore di continuazione dell'opzione *call* di *default* finanziario può essere calcolato applicando, data la loro equivalenza, sia il *Replicating Portfolio Approach* che il *Risk-Neutral Probability Approach*. Se si sceglie di usare la prima metodologia, è necessario determinare le probabilità *risk-neutral* da incorporare nella valutazione secondo la nota formula:

$$q = \frac{1 + r_f - d}{u - d} = \frac{m - d}{u - d}$$

dove:

$$m = 1 + r_f$$

La probabilità q è la probabilità *risk-adjusted* di un movimento al rialzo. La probabilità che il valore dell'attività rischiosa sottostante si collochi nello stato della natura basso è semplicemente ottenuta calcolando il complemento ad 1 di q . Si applica, poi, la formula chiusa di *pricing* derivante dal modello di Cox-Ross-Rubinstein per determinare il valore di continuazione:

$$C = \frac{1}{1 + r_f} \left[qC_u + (1 - q) C_d \right]$$

dove:

C = valore di continuazione dell'opzione *call* di *default* finanziario di tipo americano (più in generale, valore dell'opzione al tempo 0);
 C_u = *payoff* dell'opzione *call* di *default* finanziario nel nodo relativo allo stato della natura alto;

C_d = *payoff* dell'opzione *call* di *default* finanziario nel nodo relativo allo stato della natura basso.

In maniera alternativa, si può far ricorso al *Replicating Portfolio Approach*, che discende ugualmente dal modello di Cox-Ross-Rubinstein e poggia sulla legge del prezzo unico applicabile alle attività finanziarie o reali che presentano lo stesso *payout*. Tale metodo consiste nel costruire un portafoglio senza rischio, ovvero un "*hedged portfolio*", che sia composto da una quota (D) dell'attività rischiosa sottostante (*twin security*) e da una posizione corta assunta su una o più unità (C) dell'opzione oggetto di valutazione, cosicché il guadagno in conto capitale o la perdita derivanti dal detenere la *twin security* siano perfettamente compensati dalle corrispondenti perdita o guadagno in conto capitale nella posizione corta creata scrivendo una o più *call* su tale sottostante. Una semplice operazione di inversione algebrica mostra come il portafoglio così composto con il risultante *hedge ratio* sia privo di rischio, dal momento che il suo *payoff* è quello di un titolo obbligazionario *risk-free* (B):

$$\Delta V_0 - C_0 = B_0$$

$$\Delta V_0 + B_0 = C_0$$

Inoltre, si effettua l'assunzione cosiddetta *Marketed Asset Disclaimer*⁶ che consente l'utilizzo integrato e simultaneo del *Replicating Portfolio Approach* e del *Twin Security Approach*, essendo quest'ultimo tipicamente legato alla tradizionale *Net Present Value Analysis*. In effetti, tale assunzione permette di evitare la ricerca sul mercato di una *twin security* negoziata, sostituendola con il puro NPV dell'*asset* oggetto di valutazione, ovvero l'NPV "senza flessibilità".

Il *Replicating Portfolio Approach* consiste nell'eguagliare i *payoff* di fine periodo del portafoglio costruito senza rischio relativi ai due stati della natura considerati e nel trovare un *hedge ratio* (D) da scegliersi in modo tale che il portafoglio stesso fornisca come

6) Cfr. Tom Copeland - Vladimir Antikarov, "Real Options. A Practitioner's Guide", 2001

ritorno i medesimi flussi di cassa in entrambi gli stati. Il risultato sarà, appunto, un portafoglio non rischioso:

$$\begin{cases} \Delta u_t V_{t-1} + (1 + r_f) B = C_u \\ \Delta d_t V_{t-1} + (1 + r_f) B = C_d \end{cases}$$

$$\Delta d_t V_{t-1} + (u_t + d_t) = C_u - C_d$$

$$\Delta = \frac{C_u - C_d}{V_{t-1} + (u_t + d_t)}$$

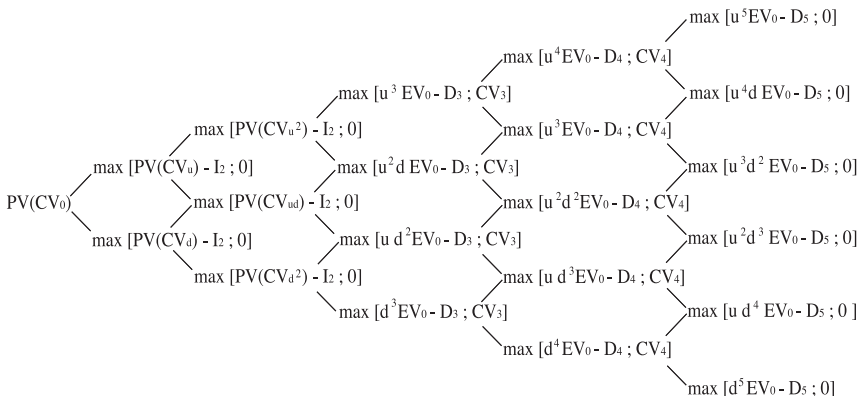
La legge del prezzo unico consente il *pricing* del portafoglio senza rischio e, dunque, dell'opzione in corrispondenza di ciascuno dei nodi dell'anno precedente:

$$\Delta V_{t-1} + B = C$$

Alla fine dell'anno 2, l'opzione *call* di *default* operativo, che è scritta sull'*enterprise value* dell'azienda *target* “*levered*” ed assegna al *buyer* il diritto di decidere se condurre o meno il progetto relativo alla strategia di prodotto, scade. Come sopra descritto, se tale opzione non è esercitata, il mancato esercizio non dà diritto al *buyer* di procedere nella gestione dell'azienda attraverso il rimborso della seconda *tranche* del debito a breve termine precedentemente contratto per finanziare il miglioramento dell'*output*. Ciò fa sì che il *leveraged buy-out* termini prima del tempo e senza successo. Ancor più importante, l'opzione di *default* operativo non è meramente scritta sull'*enterprise value* dell'azienda *target*, bensì sull'*enterprise value* incorporante il valore corrente dell'opzione di *default* finanziario (PV (CV)). Tale *enterprise value* “flessibile” agisce quale attività rischiosa sottostante dell'opzione di *default* operativo in scadenza all'anno 2 della fase post-fusione del *leveraged buy-out*. L'*enterprise value* dell'azienda

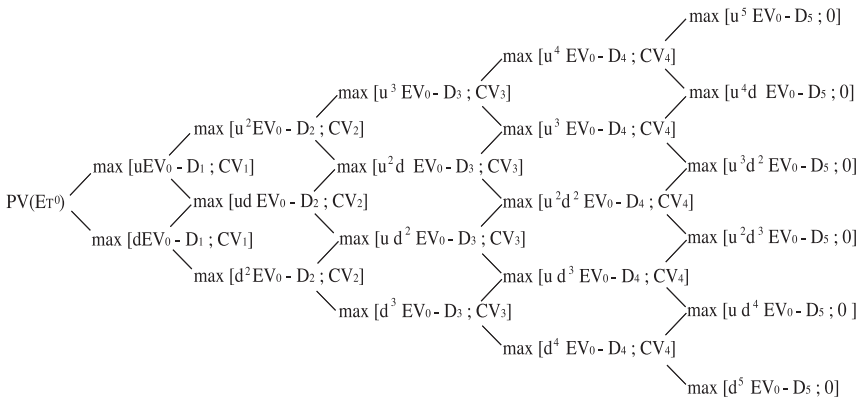
target, il quale include il valore attuale dell'opzione *call* americana di *default* finanziario operante dall'anno 2 (t2) all'anno 5 (t5), è calcolato applicando il *Replicating Portfolio Approach* e deve essere confrontato con il prezzo d'esercizio dell'opzione di *default* operativo presso i nodi del periodo t2. Se l'*enterprise value* "flessibile" dell'azienda è maggiore del prezzo d'esercizio (I2), la sua operatività continua ed il management può fare affidamento sulla graduale produzione di flussi di cassa operativi al fine di monitorare il rimborso del debito finanziario. Tale attività di monitoraggio viene svolta guardando al valore di continuazione dell'opzione di *default* finanziario ai vari successivi nodi dell'albero binomiale. Laddove il *payout* dell'opzione sia negativo, si dichiara il *default* dell'azienda *target*. Al contrario, se l'*enterprise value* dell'azienda, costituente il valore di continuazione dell'opzione americana, eccede il valore montante del debito (capitale ed interessi) fino a raggiungere i nodi finali dell'albero binomiale, con ciò implicando che i *Free Cash Flows from Operations* sono sufficientemente elevati lungo il corso dell'operazione di LBO da permettere il ripagamento del capitale preso a prestito, il *buyer* può eseguire con successo la *way out*. La stessa procedura di *backward induction* viene ripetuta per il nodo relativo all'anno 1 (t1), poiché anche l'opzione di *default* operativo è di tipo americano ed il suo valore attuale è determinato in t0 (PV(CV0)) (figura 4).

Figura 4 – Pricing Tree (payoff) dell'opzione di default operativo



Sebbene, in effetti, l'opzione di *default* finanziario operi esclusivamente a partire dalla fine dell'anno 2, la sua vita utile deve essere considerata lungo l'intero corso dell'operazione di LBO dal tempo t_0 al tempo t_5 , allo scopo di poter stimare il valore attuale della *compound option*. Perciò, il *pricing tree* che è illustrato nella figura 4 deve continuarsi fino al tempo 0 (t_0), calcolando il valore di continuazione dell'opzione di *default* finanziario medesima e confrontandolo con il *payoff* relativo al nodo corrente. Ciò vale a determinare il valore dell'opzione di *default* finanziario nell'istante di valutazione (figura 5).

Figura 5 – Pricing Tree dell'opzione di *default* finanziario fino all'anno t_0



Così facendo, è ora possibile confrontare l'*enterprise value*, incorporante il valore corrente dell'opzione di *default* finanziario ($PV(CV_0)$) ed operante quale valore di continuazione dell'opzione di *default* operativo, con il valore attuale dell'opzione di *default* finanziario ($PV(ET_0)$). Il primo valore, se maggiore del secondo, corrisponde alla profittevole continuazione dell'opzione di *default* operativo verso i nodi successivi, mentre il secondo valore, se maggiore del primo, equivale al profittevole esercizio dell'opzione di *default* operativo. In quest'ultimo caso, infatti, l'esercizio dell'opzione di *default* operativo – concettualmente – dà avvio immediato all'opzione di *default* finanziario. Quale che sia il valore scelto, ovvero, sia l'opzione di *default* operativo lasciata continuare o esercitata, il valore della *compound option*, come deter-

minato in t_0 , identifica quel che si è chiamato *Expanded Equity Value* (*Expanded Wequity*) dell'azienda *target*. Come già indicato, tale valore realizza l'espansione dell'*equity value* convenzionale, così come calcolato per il tramite del metodo dell'*Adjusted Present Value*, essendo i *payoff* di entrambe le opzioni reali coinvolte strutturati come la differenza tra l'*enterprise value* dell'azienda "levered" ed il valore attuale del debito. Dunque, l'*Expanded Equity Value* dell'azienda *target* incorpora il valore della *compound option*, quale sequenzialmente composta dall'opzione *call* di *default* operativo e dall'opzione *call* di *default* finanziario, ed è aggiunto all'*equity value* passivo:

$$\begin{aligned} \text{Expanded Equity Value (Expanded Wequity)} &= \\ &= \text{Wequity Passivo} + \text{Valore Compound Option} = \\ &= \text{Wequity Passivo} + \text{Valore Opzione Default Operativo} + \\ &\quad + \text{Valore Opzione Default Finanziario} \end{aligned}$$

Avendo calcolato l'*Expanded Equity Value* dell'azienda *target* mediante la *Real Options Analysis*, si può facilmente estrarre il valore della *compound option* sottraendo l'*equity value* passivo dall'*Expanded Equity Value* stesso. Ne segue che:

$$\text{Expanded Equity Value (Expanded Wequity)} - \text{Wequity Passivo} = \text{Valore Compound Option}$$

Tale calcolo permette di stimare il contributo che l'utilizzo integrativo della *Real Options Analysis* apporta alla valutazione dell'azienda *target* del LBO.

Si può concludere che il processo valutativo dell'azienda *target* di un *leveraged buy-out* con il metodo delle opzioni reali, se confrontato con quello fondato sull'*Adjusted Present Value*, presenta i seguenti due vantaggi:

- 1) incoraggia e, al tempo stesso, incorpora flessibilità nella gestione dell'incertezza affliggente il valore d'impresa, che non è, invece, inclusa nel passivo e statico *Adjusted Present Value*;
- 1) continua a racchiudere il valore addizionale creato dallo sfruttamento

dello scudo fiscale, proprio come fa il metodo APV, dal momento che l'attività rischiosa sottostante della *compound option* è data dall'*enterprise value* dell'azienda indebitata comprensivo del valore attuale dei risparmi d'imposta.

4. Business case: la valutazione della Chemical Brothers S.p.A.

Chemical Brothers SpA è un'azienda attiva nel settore dell'eliminazione e della riconversione (recupero, trattamento e riciclo) dei reflui industriali. In particolare, essa opera nei seguenti segmenti di attività:

- recupero, purificazione e produzione di solventi organici;
- produzione di sostanze farmaceutiche intermedie.

L'attività della prima *business unit* riguarda la raccolta di qualsiasi residuo industriale liquido al fine di riconvertirlo attraverso processi di purificazione. Tale procedimento prevede la purificazione ed il frazionamento di miscele eterogenee e la conseguente estrazione dei diversi tipi di solventi che, una volta nuovamente frazionati e disidratati verranno riutilizzati nei loro processi originali. Tutti i sottoprodotti ottenuti da tale procedimento vengono analizzati per un eventuale uso commerciale oppure vengono trattati come rifiuti nella fase di eliminazione finale. Il fatturato della Chemical Brothers in questo segmento di attività deriva essenzialmente dalla vendita di solventi alle stesse imprese presso le quali sono stati originariamente raccolti (imprese chimiche, petrolchimiche, farmaceutiche e di ingegneria), nonché dalla raccolta dei rifiuti. Il risultato del trattamento dei solventi organici effettuato da tale *business unit* della Chemical Brothers è così distribuito:

- 70% recuperato come solventi messi in vendita sul mercato;
- 20% trasformato in acqua distillata da eliminare;
- 10% concentrato di rifiuti da eliminare.

La seconda *business unit* impiega lo stesso *know-how* tecnologico della prima al fine di produrre intermedi di chimica fine nel campo farmaceutico attraverso un processo di sintesi che fa uso di materie prime acquistate da terzi.

Nel 2003 la Chemical Brothers ha registrato un fatturato di € 48.4 milioni, con una capacità produttiva di circa 150.000 tonnellate l'anno di solventi industriali e con un'autorizzazione a trattare fino a 98.900 tonnellate l'anno di solventi industriali. Gli investimenti in capitale fisso per il futuro sono limitati in considerazione dei significativi investimenti degli ultimi anni (gli impianti della Chemical Brothers sono considerati fra i più avanzati tecnologicamente per il trattamento dei solventi organici).

Gli attuali azionisti propongono un *family buy-out* attraverso la vendita di una quota di maggioranza ad un investitore istituzionale al fine di permettere lo sviluppo delle attività e di preparare la Chemical Brothers ad una IPO entro i prossimi 5 anni. Gli azionisti deterranno una quota di minoranza (30%) dell'azienda, oltre al mantenimento delle posizioni di *management*. Il *leveraged buy-out* viene eseguito nel dicembre 2003 e la *way out* è prevista per l'anno 2008.

Il Conto Economico Pro Forma e lo Stato Patrimoniale Pro Forma che risultano dalla transazione proposta dall'investitore istituzionale nella veste di *buyer* sono illustrati nella Tavola 1:

Tavola 1 – Conto Economico Pro Forma e Stato Patrimoniale Pro Forma nell'ottica del buyer

Conto Economico Pro Forma	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
(€/000)						
EBIT	6.046	11.090	16.624	17.935	19.009	19.914
Interessi Passivi	- 1.013	- 1.747	- 1.434	- 1.043	- 520	- 5
EBT	5.033	9.343	14.830	16.892	18.489	19.909
Imposte (35%)	- 1.762	- 3.270	- 5.191	- 5.912	- 6.471	- 6.968
Reddito Netto	3.271	6.073	9.640	10.980	12.018	12.941
Dati supplementari						
Ammortamenti	- 3.451	- 2.874	- 2.126	- 1.738	- 1.847	- 1.908
Investimenti in Capitale Fisso	- 6.096	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000
Variazione del CCN	3.480	- 3.038	- 2.835	- 1.145	- 953	- 976
Variazione in altre attività/passività	- 3.239	3.130	- 1.456	582	- 130	216

Stato Patrimoniale						
Pro Forma	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
(€/000)						
Capitale Circolante Netto	10.720	13.758	16.593	17.738	18.691	19.667
Investimenti in Capitale						
Fisso Netti	40.604	39.730	39.604	39.866	40.019	40.111
Altre Attività/Passività	- 1.351	- 4.481	- 3.025	- 3.607	- 3.477	- 3.693
Capitale Investito Netto	49.973	49.008	53.172	53.997	55.234	56.086
Overdraft /(Cash)	11.452	10.413	8.938	2.783	- 3.999	- 12.087
Debito a Breve Termine	2.000	-	-	-	-	-
Debito Mezzanino	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Debito Totale	38.452	31.413	25.938	15.783	5.001	- 7.087
Capitale Proprio	11.521	17.595	27.234	38.214	50.232	63.173
Totale Fonti di Finanziamento	49.973	49.008	53.172	53.997	55.234	56.086

Il *buyer* disegna la strategia finanziaria che sottende all'operazione di *leveraged buy-out* così da avere la struttura di capitale della Newco composta da debito per il 77% e da capitale proprio per il 23%. In particolare, il debito consiste di quattro diverse forme: il credito *revolving* (€ 11.4 milioni), utilizzato per finanziare il Capitale Circolante Netto; il debito a breve termine (€ 2 milioni, seconda *tranche*), che funge da *bridge financing* dall'anno di strutturazione del LBO (2003) all'anno della fusione, al fine di creare fondi per il previsto intervento di innovazione produttiva; il debito *senior* (€ 20 milioni), che usualmente rappresenta la maggiore porzione del *leverage ratio* in operazioni di *leveraged buy-out* ed è ammortizzato in cinque anni attraverso il pagamento di una rata costante annuale di 4 milioni di Euro; il debito mezzanino (€ 5 milioni), strutturato come *bullet bond* con un *equity kicker*, così da offrire un *warrant* ai suoi detentori per l'acquisto di una quota del pacchetto azionario dell'azienda al momento della *way out*. La Posizione Finanziaria Netta risultante è pari a € 38.4 milioni contro un ammontare della fase pre-fusione pari a € 18.7 milioni, essendo i mezzi propri pari a € 31.3 milioni (*equity* = 63%; debito = 37%). La tavola 2 rappresenta il conto economico e lo stato patrimoniale sintetici, attesi per l'azienda, nel caso essa non fosse stata oggetto di un LBO:

Tavola 2 – Conto Economico Pro Forma nell'ottica del venditore in assenza di LBO

Conto Economico Pro Forma	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
(€/000)						
EBIT	6.046	6.840	12.750	14.197	15.241	15.038
Interessi Passivi	- 1.013	- 758	- 492	- 190	- 24	- 69
EBT	5.033	6.082	12.259	14.007	15.217	14.969
Imposte (35%)	- 1.762	- 2.129	- 4.291	- 4.902	- 5.326	- 5.239
Reddito Netto	3.271	3.953	7.968	9.104	9.891	9.730
Dati supplementari						
Ammortamenti	- 3.451	- 2.874	- 2.126	- 1.738	- 1.847	- 1.908
Investimenti in Capitale Fisso	- 6.096	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000
Variazione del Capitale Circolante Netto	3.480	- 935	- 3.015	- 977	- 896	- 355
Variazione in altre attività/passività	- 3.239	3.130	- 1.456	582	- 130	216
Stato Patrimoniale Pro Forma						
Capitale Circolante Netto	10.720	11.655	14.670	15.647	16.543	16.898
Capitale Fisso Netto	40.604	39.730	39.604	39.866	40.019	40.111
Altre Passività/Attività	- 1.351	- 4.481	- 3.025	- 3.607	- 3.477	- 3.693
Capitale Impiegato Netto	49.973	46.904	51.250	51.906	53.085	53.316
Posizione Finanziaria Netta	18.669	11.646	8.024	- 424	- 9.136	- 18.635
Capitale Proprio	31.304	35.258	43.226	52.330	62.221	71.951
Totale Passività	49.973	46.904	51.250	51.906	53.085	53.316

Al fine di rendere la strutturazione del *leveraged buy-out* profittevole e di migliorare la *performance* dell'azienda *target* in termini di generazione di un più ampio ammontare di *Free Cash Flow from Operations*, il *buyer* sceglie di ricorrere a due diversi interventi di gestione ordinaria post-fusione afferenti alla strategia di prodotto e all'area delle relazioni commerciali. I benefici della prima azione sono parzialmente compensati da un effetto negativo sulla gestione finanziaria dell'azienda. Entrambe le iniziative di creazione del valore sono volte ad ottenere un miglioramento dell'EBIT. La prima azione, finanziata attraverso il debito a breve termine, aumenta il contenuto tecnologico dei prodotti forniti dalla *business*

unit dei solventi organici. Una tale azione di innovazione giustifica un aumento del prezzo e, quindi, si prevede che il fatturato della Chemical Brothers aumenti grazie ai due effetti virtuosi sul volume delle vendite e sui prezzi. Un tale intervento determina anche un effetto indiretto sul fronte delle relazioni commerciali. Infatti, contando su un maggiore volume delle vendite, il *management* può ottenere uno sconto sui costi delle materie prime dai principali fornitori dell'azienda. Più in particolare, l'incidenza dei costi delle materie prime sul fatturato diminuisce dal 24% al 22%. Ne consegue che entrambe le azioni causano un aumento dell'EBIT. La crescita del fatturato, tuttavia, produce un incremento del Capitale Commerciale Netto, dal momento che, a parità di condizioni concesse ai clienti, si accrescono anche i Crediti Commerciali ed il Magazzino. Il relativo assorbimento di cassa compensa parzialmente gli effetti positivi determinati dall'incremento dell'EBIT sulla produzione di *Free Cash Flows from Operations*. Il calcolo dei flussi di cassa operativi mostra quanto sopra indicato (Tavola 3):

Tavola 3 – Cash Flow Pro Forma nell'ottica del buyer

Cash Flow Pro Forma	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
(€/000)						
EBIT	6.046	11.090	16.624	17.935	19.009	19.914
Imposte	- 1.762	- 3.270	- 5.191	- 5.912	- 6.471	- 6.968
EBIT (1-T)	4.284	7.820	11.079	12.023	12.538	12.946
Ammortamenti	3.451	2.847	2.126	- 1.738	1.847	1.908
Cash Flow Operativo	7.735	10.694	13.199	13.761	14.385	14.854
Variazione nel Capitale Circolante Netto	3.480	- 3.038	- 2.835	- 1.145	- 953	- 976
Investimenti in Capitale Fisso	- 6.096	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000
Variazione in altre attività/passività	- 3.239	3.130	- 1.456	582	- 130	216
Free Cash Flow from Operations	1.880	8.785	6.909	11.198	11.301	12.094

Ora, si deve calcolare l'*Adjusted Present Value* dell'azienda *target*. La stima è basata sulle seguenti assunzioni e calcoli relativi al costo dell'*equity* e al costo del debito:

Tavola 4 – Assunzioni sul costo dell'equity e costo del debito

Aliquota d'imposta	35,0%
Tasso di Crescita (g)	0,0%
Tasso Risk-Free	4,4%
Debt/Equity Ratio Target	60,0%
Unlevered Beta	0,56
Equity Risk Premium	5,4%
Costo dell'Equity unlevered	9,8%
Costo del Debito	5,0%

L'*Adjusted Present Value* viene calcolato in due fasi. La prima consiste nell'attualizzare al 2003 per sei anni i flussi di cassa operativi *unlevered* ed il *Terminal Value* al costo dell'equity *unlevered* pari al 9,8%. Il valore che si ottiene è l'*enterprise value* dell'azienda *target*:

Tavola 5 – Enterprise Value dell'azienda target

Valutazione Post-LBO	
PV dei Free Cash from Operations	34.331
PV del terminal Value	70.414
Enterprise Value	104.745

La seconda fase riguarda il calcolo del valore attuale dello scudo fiscale, attualizzando i flussi relativi ai benefici fiscali insieme al loro *Terminal Value* per l'anno 2008 al costo del debito (5,0%):

Tavola 6 – Valore attuale dei risparmi d'imposta (scudo fiscale)

Risparmio d'imposta (scudo fiscale)	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
Interessi Passivi	1.013	1.747	1.434	1.043	520	5
Risparmi d'imposta	355	611	502	365	182	2
Tassi di sconto	5,0%					
PV dei Risparmi d'imposta	1.770					
PV dei Terminal value	27					
PV Totale dei risparmi d'imposta	1.797					

Sommando l'*enterprise value* al valore attuale dei risparmi d'imposta, si ottiene l'*Adjusted Present Value* dell'azienda *target*, che rappresenta l'*enterprise value* dell'azienda "levered" stessa:

Tavola 7 – *Adjusted Present Value* dell'azienda *target*

APV	
Enterprise Value	104.745
PV dei Risparmi d'imposta	1.797
Totale	106.542

Se, poi, si intende stimare l'*equity value* dell'azienda in termini di APV, si deve semplicemente sottrarre il valore attuale del debito dall'*enterprise value*, secondo la nota formula:

$$W_{\text{equity}} = \text{Enterprise Value } (W_{\text{asset}}) - D$$

$$= 106.542 - 38.452 = 68.090$$

Infine, se si vuole mettere in luce il contributo che le iniziative gestionali intraprese dal *buyer* apportano alla creazione del valore d'impresa, si può iniziare dalla valutazione dell'azienda *target* sulla base del piano del venditore (che non include l'esecuzione del *leveraged buy-out*) ed arrivare all'*Adjusted Present Value*, al netto del valore attuale dei benefici fiscali, fornendo evidenza degli effetti contributivi di ciascuna delle azioni gestionali proposte (Tavola 8):

Tavola 8 – Business Plan nell'ottica del buyer con evidenza degli effetti di creazione del valore in presenza di LBO

Cash Flow Pro Forma (€/000)	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
EBIT	6.046	6.840	12.750	14.197	15.241	15.038
Imposte	- 1.762	- 2.129	- 4.291	- 4.902	- 5.326	- 5.239
EBT (I-T)	4.284	4.711	8.460	9.294	9.915	9.799
Ammortamenti	3.451	2.874	2.126	1.738	1.847	1.908
Cash Flow Operativo	7.735	7.585	10.586	11.032	11.762	11.707
Variazione del Capitale Circolante Netto	3.480	- 935	- 3.015	- 977	- 896	- 355
Investimenti in Capitale Fisso	- 6.096	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000	- 2.000
Altre Passività/Attività	- 3.239	3.130	- 1.456	582	- 130	216
Free Cash Flows from Operations	1.880	7.780	4.115	8.638	8.736	9.568
PV del Free Cash Flows from Operations	27.414					
PV del Terminal Value	55.574					
Valore dell'Azienda "Unlevered"	82.987					
<i>Iniziativa di Creazione del Valore ed Effetti Negativi:</i>						
Miglioramento EBIT						
EBIT Incrementale	-	4.250	3.513	3.739	3.768	4.876
Imposte	-	- 1.487	- 1.230	- 1.309	- 1.319	- 1.707
Incremento Cassa al Netto delle Imposte	-	2.762	2.284	2.430	2.449	3.169
PV degli incrementi di Cassa Annuali	9.032					
PV del terminal Value	18.455					
PV Totale	27.487					
Incremento Capitale Circolante Netto						
PV degli Incrementi di Cassa Annuali	- 2.114					
PV del Terminal Value	- 3.615					
PV Totale	- 5.729					
APV dell'Azienda Target (al Netto di G)	104.745					
			181	- 168	- 58	621

Come sopra affermato, l'obiettivo è quello di dimostrare come il paradigma del *Discounted Cash Flow*, che include anche la metodologia dell'*Adjusted Present Value*, sia viziato e sottovaluti sistematicamente il valore dell'azienda. Si può, così, procedere ad una innovativa valutazione della Chemical Brothers SpA applicando la *Real Options Analysis*, seguendo quanto illustrato nella seconda parte del presente lavoro.

Dapprima, si inizia col determinare l'*Adjusted Present Value* dell'azienda *target* "levered", calcolato come *enterprise value*, il quale deve essere, poi, sottoposto all'espansione attraverso l'utilizzo delle *real options*. Tale *enterprise value* (€106.5 milioni) identifica il punto di avvio del relativo albero binomiale.

In secondo luogo, si disegna la dinamica dell'*enterprise value* dell'azienda "levered", il quale agisce in qualità di attività rischiosa sottostante delle opzioni reali da prezzare, calcolando i movimenti verso l'alto o verso il basso dell'albero binomiale. Per fare ciò, si deve identificare il *driver* dell'incertezza che, attraverso i *Free Cash Flows from Operations*, rende l'*enterprise value* dell'azienda *target* la variabile di stato del modello. Si assume che tale *driver* dell'incertezza sia rappresentato esclusivamente dall'incertezza di mercato. Dunque, si esclude l'incertezza tecnica, essendo tale forma di rischiosità l'altro potenziale *driver* dell'evoluzione del sottostante di una opzione reale. La volatilità di mercato è composta da tre diverse forme di incertezza che influenzano l'"*Earnings Before Interests and Taxes*" (EBIT) dell'azienda:

- incertezza di prezzo;
- incertezza della domanda;
- incertezza dei costi variabili.

Analizzando l'attività della Chemical Brothers, si è deciso che, oltre a considerare l'incertezza dei costi variabili, l'incertezza di prezzo e l'incertezza della domanda possono essere ben riflesse, e, quindi, consolidate nell'incertezza di fatturato. A tal punto, si applicano due differenti approcci per determinare la volatilità dell'*enterprise value* dell'azienda *target*: una regressione lineare che colga l'influenza del fatturato e dei costi variabili sull'EBIT ed il cosiddetto *management assumptions approach*. Il primo si propone di calcolare la volatilità confrontando i risultati dell'azienda *target* con la *performance* com-

plessiva del settore economico d'appartenenza. Dunque, tale approccio è costruito in modo tale che abbia carattere oggettivo. Al contrario, il secondo approccio rappresenta un metodo più standard di stima della volatilità nell'ambito della *Real Options Analysis*, oltre ad essere più coinvolgente, in quanto si basa sulle assunzioni del *management*. Mettendo a confronto i due approcci, si ottiene un risultato molto simile, il che rafforza l'uso della data stima di volatilità nei successivi calcoli.

Con il primo approccio, si sfrutta l'influenza del fatturato e dei costi variabili (essendo tali costi rappresentati dai costi delle materie prime) sull'EBIT, stimando una regressione dei primi su quest'ultimo. L'equazione di regressione è la seguente:

$$y = \text{fatturato } a_1 + \text{costo materie prime } a_2 \varepsilon$$

Il campione della regressione è composto da 60 aziende (inclusa Chemical Brothers S.p.A.) operanti in Lombardia ed appartenenti al settore della eliminazione e riconversione dei rifiuti solidi⁷. I dati utilizzati per la regressione sono stati estratti dai bilanci 2001 delle aziende del campione. Dalla regressione risulta come il fatturato spieghi la generazione di EBIT per il 99,3% e, conformemente alle aspettative, il segno del coefficiente relativo ai costi delle materie prime sia negativo. La tavola seguente mostra le stime dell'equazione di regressione:

Tavola 9 – Stima dell'equazione di regressione

Intervallo di Confidenza al 95% per i coefficienti				
Modelli	Coefficienti	t	Lower Bound	Upper Bound
Costante	- 3,538	-3,828	-5,388	-1,687
a1	1,127	8,129	0,849	1,404
a2	-0,117	-1,419	-0,283	0,048

7) Fonte: AIDA - Analisi Informatica delle Aziende, edita da Bureau van Dijk. Segmento di attività economica: fabbricazione di altri prodotti chimici.

La volatilità di mercato è stata calcolata prendendo la media aritmetica dell'*upper e lower bound* dell'intervallo di confidenza al 95% relativamente al coefficiente significativo della regressione (0,849 e 1,404) e ciò dà permette di ottenere un s pari all'1,1%.

Il secondo approccio alla stima della volatilità pure si affida a fatturato ed incertezza dei costi variabili, ma così come attesi personalmente dal *management*. Il *management* dell'azienda target ritiene che i valori di fatturato e costi variabili seguano una distribuzione uniforme ciascuno con una data media. Inoltre, il *management* assume che ogni valore atteso di fatturato e costi variabili nei successivi cinque anni possa fluttuare tra massimi e minimi prefissati. In altri termini, dal momento che la distribuzione uniforme descrive una situazione in cui tutti i valori compresi tra un minimo ed un massimo abbiano eguale probabilità di verificarsi, il *management* crede che qualsiasi valore atteso del fatturato e dei costi variabili nel *range* dato abbia la medesima probabilità di essere l'effettivo fatturato e gli effettivi costi variabili. Gli importi di fatturato e costi variabili cui ci si riferisce sono quelli che conducono agli EBIT attesi, così come indicati nel Conto Economico Pro Forma della tavola 1 e sono riportati qui di seguito (tavola 10):

Tavola 10 – Conto Economico Parziale Pro Forma

Conto Economico Parziale Pro Forma	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
(€/000)						
Fatturato	48.427	61.883	72.417	77.985	82.621	87.340
Costi Variabili	-28.587	-37.020	-42.441	-46.103	-49.066	-52.090
Costi Fissi	-8.914	-9.749	-10.515	-11.161	-11.845	-12.716
Canoni Leasing	-1.338	-1.026	-926	-891	-689	-536
Ammortamenti & Accantonamenti	-3.542	-2.998	-2.271	-1.894	-2.012	-2.083
EBIT	6.046	11.090	16.264	14.935	19.009	19.914

Dunque, si effettua la simulazione Monte Carlo su ciascuno degli importi di fatturato e costi variabili relativi al periodo considerato, estraendo numeri casuali da una distribuzione uniforme e, con ciò ottenendo gli EBIT previsionali per ciascuno degli anni di riferimento. Le iterazioni utilizzate per effettuare la simulazione Monte Carlo sono pari a 10.000. La stima della volatilità (s) deriva dal calcolare la

media aritmetica dei coefficienti di variazione (*standard deviation/media*) relativi a ciascuna delle simulazioni Monte Carlo effettuate. Perciò, se le simulazioni degli EBIT producono il seguente set di media, *standard deviation* e coefficienti di variazione:

Tavola 11 – Statistiche

Statistiche	2003 EBIT	2004 EBIT	2005 EBIT	2006 EBIT	2007 EBIT	2008 EBIT
Media	€ 6.300	€10.400	€ 16.200	€ 18.300	€ 18.200	€ 19.700
Standard Deviation	€ 6.500	€ 12.700	€ 19.200	€ 25.600	€ 32.400	€ 38.600
Coefficiente di Variazione	1,03	1,23	1,18	1,40	1,78	1,96

il s risultante risulta pari ad 1,4%.

Come si può notare, i due approcci proposti per stimare la volatilità di mercato forniscono un risultato molto simile. Ciò significa che, sia oggettivamente sia soggettivamente stimata, la volatilità ricercata cade entro il *range* dato. Per essere più conservativi, si è scelto, quale volatilità di mercato per l'azienda target, un s pari ad 1,4%. Infine, si possono determinare i movimenti al rialzo ed al ribasso con-

$$u = e^{\sigma \sqrt{T}} = 4,18$$

$$d = 1/u = 0,24$$

siderando che la lunghezza temporale esistente tra i nodi dell'albero binomiale è pari ad un anno:

Dal momento che si più avanti si applicherà il *Risk-Neutral Probability Approach*, si calcolano anche le probabilità *risk-neutral* $q = 0,20$ e $1 - q = 0,80$. Ora, si è in grado di costruire l'*enterprise value tree* dell'azienda target (figura 6). Per semplicità, d'ora in avanti tutti i dati verranno espressi in milioni di Euro.

Figura 6 – Enterprise Value Tree dell'azienda target

2003	2004	2005	2006	2007	2008
					135.692,3
				32.472,4	
			7.770,9		7.770,9
		1.859,7		1.859,7	
	445,0		445,0		445,0
106,5		106,5		106,5	
	25,5		25,5		25,5
		6,1		6,1	
			1,5		1,5
				0,3	
					0,1

Al fine di stimare il valore dell'opzione di *default* finanziario di tipo americano, si deve considerare il piano d'ammortamento del debito totale contratto dal *buyer* ed escludere in esso l'indebitamento a breve termine (€ 2,0 milioni), poiché tale ultima forma di capitale di terzi è assunta per finanziare il progetto di innovazione produttiva, con ciò agendo quale prezzo d'esercizio dell'opzione di *default* operativo. I valori attuali dell'indebitamento finanziario totale sono estratti dal piano d'ammortamento risultante (si veda la tavola qui sotto riportata).

Tavola 12 – Piano d'ammortamento del debito finanziario

Piano d'Ammortamento del Debito					
2003	2004	2005	2006	2007	2008
36,4	31,4	25,9	15,8	5,0	5,0

Si procede a calcolare il valore dell'opzione *call* di *default* finanziario di tipo americano seguendo una procedura di *backward induction* a partire dai nodi finali fino ad arrivare all'anno 2006 (anno 3), dal momento che l'opzione di *default* operativo scade nell'anno 2005 (anno 2) (figura 7).

Figura 7 – Pricing Tree (payoff) dell'opzione di default finanziario fino all'anno 2005

2003	2004	2005	2006	2007	2008
					$\max(135.692,3 - 5,0;0) = 135.687,3$
				$\max(32.467,4;32.467,6) = 32.467,6$	
			$\max(7.755,1;7.766,3) = 7.766,3$		$\max(7.770,9-5,0;0) = 7.765,9$
		1.859,7			$\max(1.854,7;1.854,8) = 1.854,8$
	445,0	$\max(429,2;440,4) = 440,4$		$\max(445,0 - 5,0;0,9) = 440,0$	
106,5	106,5				$\max(101,5;101,7) = 101,7$
	25,5	$\max(9,7;20,9) = 20,9$			$\max(25,5 - 5,0;0) = 20,5$
	6,1			$\max(1,1;1,3) = 1,3$	
		$\max(-14,3;0,3) = 0,3$			$\max(1,5 - 5,0;0) = 0$
				$\max(-4,7;0) = 0$	
					$\max(0,1 - 5,0;0) = 0$

Si stima, poi, il valore attuale dell'opzione *call* di *default* operativo di tipo americano al tempo t_0 (PV (CV0)), il che consente di determinare il valore dell'azienda *target*, incorporante anche il prezzo dell'opzione di *default* finanziario di tipo americano (figura 8).

Figura 8 – Pricing Tree (payoff) dell'opzione di default operativo

2003	2004	2005	2006	2007	2008
					$\max(135.692,3 - 5,0;0) = 135.687,3$
				$\max(32.467,4;32.467,6) = 32.467,6$	
			$\max(7.755,1;7.766,3) = 7.766,3$		$\max(7.770,9-5,0;0) = 7.765,9$
		$\max(1.855,2-2,0;0) = 1.853,2$		$\max(1.854,7;1.854,8) = 1.854,8$	
	$\max(438,9-2,0;0) = 436,9$	$\max(429,2;440,4) = 440,4$			$\max(445,0 - 5,0;0) = 440,0$
100,2	$\max(102,1-2,0;0) = 100,1$			$\max(101,5;101,7) = 101,7$	
	$\max(21,3-2,0;0) = 19,3$	$\max(9,7;20,9) = 20,9$			$\max(25,5 - 5,0;0) = 20,5$
	$\max(4,3-2,0;0) = 2,3$			$\max(1,1;1,3) = 1,3$	
		$\max(-14,3;0,3) = 0,3$			$\max(0,1 - 5,0;0) = 0$
				$\max(-4,7;0) = 0$	
					$\max(0,1 - 5,0;0) = 0$

Inoltre, si determina il valore dell'opzione di *default* finanziario in t0 (PV (ET0)) mediante la continuazione dell'albero illustrato nella figura 7. Tale calcolo è illustrato nella figura 9.

Figura 9 – Pricing Tree dell'opzione di *default* finanziario fino all'anno 2003

2003	2004	2005	2006	2007	2008
					$\max(135.692,3 - 5,0;0) = 135.687,3$
				$\max(32.467,4;32.467,6) = 32.467,6$	
			$\max(7.755,1;7.766,3) = 7.766,3$		$\max(7.770,9-5,0;0) = 7.765,9$
		$\max(1.833,8;1.855,2) = 1.855,2$		$\max(1.854,7;1.854,8) = 1.854,8$	
	$\max(413,6;440,8)=440,8$		$\max(429,2;440,4) = 440,4$		$\max(445,0 - 5,0;0) = 440,0$
100,4		$\max(80,6;102,1)=102,1$		$\max(101,5;101,7) = 101,7$	
	$\max(-5,9;23,3)=23,3$		$\max(9,7;20,9) = 20,9$		$\max(25,5 - 5,0;0) = 20,5$
		$\max(19,8;4,3)=4,3$		$\max(1,1;1,3) = 1,3$	
			$\max(-14,3;0,3) = 0,3$		$\max(1,5 - 5,0;0) = 0$
				$\max(-4,7;0) = 0$	
					$\max(0,1 - 5,0;0) = 0$

Infine, si è in grado di confrontare l'*enterprise value* incorporante il valore attuale dell'opzione di *default* finanziario (PV (CV0)), il quale agisce come valore di continuazione dell'opzione di *default* operativo, con il valore attuale dell'opzione di *default* finanziario (PV (ET0)). Si trova come PV (ET0) sia maggiore di PV (CV0), il che significa che conviene esercitare l'opzione di *default* operativo al tempo t0. Ciò consente di determinare il valore della *compound option*. Infatti, si sceglie il massimo tra PV (CV0) = € 100,2 milioni e PV (ET0) = € 104,0 milioni, ovvero PV (ET0). Tale valore rappresenta l'*Expanded Equity Value* dell'azienda *target*:

$$\begin{aligned} & \text{Expanded Equity Value (Expanded Wequity)} = \\ & = \text{Wequity Passivo} + \text{Valore Compound Option} = \text{€ } 104,0 \text{ mln} \end{aligned}$$

Ne consegue che l'*Expanded Equity Value* è maggiore dell'*equity*

value calcolato applicando il metodo dell'*Adjusted Present Value*:

Expanded Equity Value > Adgiusted Present Value (Wequity) =

= € 104,0 mln > € 68,1 mln

Se si intende determinare il valore addizionale apportato dall'adozione della *compound option* nell'espandere l'*equity value* passivo, si può sottrarre quest'ultimo dall'*Expanded Equity Value* che ne risulta:

Valore Compound Option =

Expanded Wequity - Wequity Passivo = € 104,0 mln - € 68,1 mln = € 35,9 mln

Dunque, l'*equity value* dell'azienda *target*, calcolato quale *Adjusted Present Value*, viene notevolmente migliorato, qualora la metodologia convenzionale sia integrata dall'uso della *Real Options Analysis*. La creazione di valore è dovuta al positivo contributo della *compound option*, il cui valore trae beneficio dalla efficiente interazione che si instaura tra l'opzione di *default* finanziario e l'opzione di *default* operativo. Più specificatamente, in questo particolare caso, il risultato cui il *buyer* deve pervenire, applicando il metodo delle opzioni reali, è costituito da un solido giudizio circa la convenienza del *leveraged buy-out* nella sua generalità, dal momento che permette creazione di valore. Ciò avviene nonostante l'implementazione intempestiva della strategia di innovazione del prodotto, che risulta implicitamente segnalata dall'immediato e troppo ravvicinato esercizio dell'opzione di *default* operativo.

5. Conclusioni

Si può concludere affermando che la valutazione di un *leveraged buy-out* può essere fortemente affinata quando la flessibilità, che il *buyer* intende apportare nella gestione dell'azienda *target* attraverso la realizzazione di iniziative post-fusione volte all'accrescimento del valore, sia apprezzata e "prezzata" integrando il tradizionale *Adjusted*

Present Value con il metodo delle opzioni reali. Tale integrazione dà luogo all'espansione dell'*Adjusted Present Value*, con l'intendimento di cogliere ed incorporare dinamicamente ogni corso d'azione gestionale che sia in grado di condurre l'azienda *target* verso una profittevole *way out* per il *buyer* attraverso il regolare rimborso del debito finanziario ed operativo.

Bibliografia

- Black F. – Scholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, May-June 1973, 637-659
- Brach M.A., *Real Options in Practice*, John Wiley & Sons, 2003
- Brambilla C., *Leveraged buy-outs: strumenti innovativi per l'acquisizione di aziende*, Quaderni AIAF, Maggio 1986, n.40
- Cantoni G., *Il leveraged buy-out come forma tecnica di acquisizione. Aspetti reali e finanziari*, Finanza Marketing e Produzione, 1989, n.3
- Copeland T. – Antikarov V., *Real Options. A practitioner's guide*, Texere, 2001
- Cox J.C. – Ross S.A. – Rubinstein M., *Option Pricing: A Simplified Approach*, Journal of Financial Economics 7, 1979, n.3, 229:263
- Damodaran A., *Investment Valuation*, 2° edition, Wiley Finance, 2002
- Luehrman, T.A., *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May-June 1997, 145:154
- Massari M., *Finanza Aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, 1998
- Merton R., *On the Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates*, Journal of Finance, May 1974, 449-470
- Morano A., *Leveraged Buy-Out. Aspetti finanziari giuridici e fiscali*, Ipoa Informatica, 1989
- Mun J., *Real Option Analysis. Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*, John Wiley & Sons - Finance, 2002
- Mun J., *Real Options. Analysis Course. Business Cases and Software Applications*, John Wiley & Sons - Finance, 2003
- Myers S., *Interactions in Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting*, Journal of Finance, Vol. 29, March 1974, 1:25
- Polvani G., *Il Leveraged Buyout*, Pioda, Edizione Provvisoria, 1990
- Testoni S., *Acquisire in maniera efficiente attraverso operazioni di*

- LBO*, Amministrazione & Finanza, n.1, 15 Gennaio 2003
- Triantis A. – Borison A., *Real Options: State of the Practice*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14 n.2 pag. 8, Summer 2001
- Trigeorgis L., *Real Option Valuation: an Overview*, 7th Annual International Conference on Real Options, Georgetown University, Washington D.C., July 2003
- Trigeorgis L., *Real Options in Capital Investment. Models, Strategies, and Applications*, Praeger, 1995
- Trigeorgis L., *Real Options. Managerial flexibility and strategy in resource allocation*, The MIT Press, 1996
- Vender J., *Il leveraged buy-out: una tecnica finanziaria per acquisire la proprietà di un'azienda*, Finanza Marketing e Produzione, 1986, n.1
- Zanda G. - Lacchini M. - Onesti T., *La valutazione delle aziende*, III edizione riveduta ed ampliata, Giappichelli, 1997
- Zanda G. (a cura di), *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, 1996

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura di Elisabetta Boccia

COSTANTINO FELICE, NICOLA MATTOSCI, *New Economy dall'homo faber all'homo sapiens*, 2005, Franco Angeli

New Economy: un tema oggi ampiamente discusso sia a livello empirico che nelle sue implicazioni teoriche. Il volume oltre a presentare il frutto di riflessioni e di studi svolti in comune dai due autori, viste le profonde connessioni della New Economy alla politica e alla società nel suo insieme, vuole essere anche “una sorta di mappa ragionata con il supporto della letteratura disponibile e di significative rilevazioni statistiche, dei molteplici percorsi analitici e dottrinari cui il fenomeno sta dando luogo”. Ecco allora che a fondamento di questi processi emergono due fenomeni sostanziali tra di essi legati: “la conquista di nuovi spazi di libertà” e “l’esplosione delle nuove tecnologie”. Tra gli obiettivi del libro, infatti, vi è anche quello di puntare l’attenzione sul connubio tra “nuove libertà” e “nuove tecnologie” e non solo per evidenziare “gli effetti che tale connubio produce sotto i profili economici e storici, ma anche per i suoi riflessi sugli aspetti più generali che attengono alle libertà individuali, al funzionamento dei sistemi sociali e ai collegati ruoli della politica, ai complessi processi di globalizzazione e neolocalizzazione, ai nuovi modelli di gestione di qualunque struttura complessa”.

Nell’articolazione tematica dei vari capitoli gli autori quindi hanno cercato di far emergere il più possibile l’obiettività delle argomentazioni con il puntuale supporto di dati e riferimenti a tesi diverse, carpando l’attenzione del lettore sul difficile contenimento dell’energia sprigionata proprio dal connubio tra le “nuove libertà” e le “nuove tecnologie”, quale motore e volano della contemporaneità.

Gli autori, infine, mettono in evidenza come a latere della New Economy vi sia l’esigenza di una New Political Economy dove le priorità, oltre ad essere diverse da quelle concepite dalla politica economica tradizionale hanno precisi obiettivi, vale a dire, istruzione, cultura dell’intraprendenza, flessibilità e formazione permanente, decentramento e capitale sociale. Da qui ecco delinearci interessanti e nuove attenzioni rivolte alla promozione esplicita dell’economia della conoscenza.

Pur essendo condiviso in ogni sua parte da entrambi gli autori, il volume vede Costantino Felice maggiormente responsabile dei profili storiografici, mentre Nicola Mattosco per quelli economici e per le elaborazioni tecniche.

JOSEPH E. STIGLITZ, *I Ruggenti Anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell'economia*, 2004, Einaudi, Torino.

Gli anni Novanta hanno segnato l'apice della finanza e del fondamentalismo del mercato. Nella premessa all'edizione straniera del volume, l'autore avverte il lettore: descrivendo i problemi dell'economia americana ed i conseguenti scandali tipo Enron, Stiglitz ha voluto non solo stimolare gli americani a non ripetere gli errori del passato, ma anche aiutare i paesi stranieri ad evitare che le stesse cose possano accadere altrove. "Gli scandali e la corruzione permeavano il sistema americano del libero mercato molto di più di quanto non fosse apparso fino ad allora. E sebbene gli episodi verificatisi in altre parti del mondo siano forse di minore gravità, ogni paese ha avuto la sua Enron: Parmalat in Italia, Vivendi in Francia, Ahold nei Paesi Bassi. Tutti questi procedimenti fallimentari hanno evidenziato gli illeciti commessi mettendo a nudo un mondo imprenditoriale di cui forse altrimenti non ne saremmo venuti a conoscenza. La storia raccontata da Stiglitz, in sostanza mette in evidenza alcune lacune del capitalismo americano: "Occorre trovare -suggerisce l'autore- un equilibrio tra il ruolo dello Stato e quello del mercato. Un paese soffre se ha troppe regole, ma anche se ne ha troppo poche, se lo Stato investe troppo, ma anche se investe troppo poco. Lo stato può contribuire a stabilizzare l'economia, ma politiche sbagliate possono peggiorare le fluttuazioni".

GRAZIANO TARANTINI, *Banche e finanza. La transizione incompiuta*, 2004 Guerini e Associati, Milano.

Il ruolo del sistema bancario e finanziario nell'economia e nel processo di sviluppo dell'Italia, pur costituendo il tema principale di numerosi dibattiti e di molteplici punti di vista, ancora non si è definito.

Nel volume l'Autore entra proprio nel vivo del processo di trasformazione del sistema bancario e finanziario in atto da anni, soffermandosi su aspetti particolarmente ostici e su problemi tutt'ora irrisolti. Ma non si tratta solo di un'accurata ricostruzione del processo evolutivo

della storia del mondo finanziario, poiché l'autore si sofferma sui vari problemi fornendo spunti di soluzioni e linee guida per azioni più efficaci.

La prima parte si apre con la storia: dall'evoluzione della normativa sul credito in Italia, alla trasformazione del sistema bancario; segue la seconda parte del volume dove Tarantini analizza specificatamente i rapporti tra banca e mercato toccando temi nevralgici quali lo sviluppo dell'industria finanziaria e gli effetti sul finanziamento delle imprese, le trasformazioni del risparmio e il rapporto tra le imprese italiane ed il mercato azionario; mentre nella terza parte che intitola "Due anomalie italiane" soffermandosi sulle Fondazioni di origine bancaria e sulle banche popolari, l'autore analizza la modernizzazione del "sistema Italia", evidenziando la mole di lavoro che rimane ancora da fare, "La transizione incompiuta" appunto come recita il sottotitolo, indica che occorrerebbe non solo più "mercato", ma anche una maggiore "democrazia economica", così come è ben evidenziato nell'introduzione al volume da Carlo Secchi, ovvero una maggiore concorrenza e una "autentica pluralità di soggetti coinvolti, senza dimenticare che il principio di sussidiarietà è alla base del modello economico e sociale europeo, come peraltro ribadito dalla Costituzione europea approvata nel giugno scorso".

