Hanno partecipato al forum:
Paolo Colonna; Guido Carissimo; H.U. Wenzel; Nicola D'Anselmo; moderatore: Massimo Spisni

a cura di
Massimo Spisni

Paolo Colonna

Guido Carissimo

H.U. Wenzel

Nicola D'Anselmo

Massimo Spisni

▸ forum

Da manager a imprenditori:

ESPERIENZE DI MBO

L'ATTUALE CONTESTO CONGIUNTURALE È FAVOREVOLE O SFAVOREVOLE ALLE OPERAZIONI DI MBO? MBO E LBO GENERANO RICCHEZZA? E SE SÌ, A FAVORE DI ALCUNI E A SCAPITO DI ALTRI?
GRANDI GRUPPI INDUSTRIALI STANNO RIFOCALIZZANDO I LORO BUSINESS E DISMETTENDO ASSET: QUESTO PUÒ CREARE NUOVE INTERESSANTI OPPORTUNITÀ PER QUEL CHE RIGUARDA LE OPERAZIONI DI BUY OUT.
PER DISCUTERE IL TEMA ABBIAMO COINVOLTO QUATTRO PERSONE: PAOLO COLONNA, CHE HA EFFETTUATO MOLTE OPERAZIONI DI QUESTO TIPO NEGLI ULTIMI VENT'ANNI E PUÒ AIUTARCI A CAPIRE MEGLIO L'INNOVAZIONE DEL SETTORE; DUE MANAGER CHE PROVENGONO DA ESPERIENZE DIVERSE, GUIDO CARISSIMO E HANS WENZEL, CHE PORTERANNO LE LORO PERSONALI ESPERIENZE; NICOLA D'ANSELMO, CHE SI OCCUPA DI FINANZIAMENTI DEDICATI AL MBO, UN ALTRO DEI TASSELLI FONDAMENTALI DELL'OPERAZIONE.

SPISNI: Vorrei aprire i lavori di questo forum formulando due quesiti di fondo, cercando di fornire alcuni elementi di riflessione a queste connessi: **1.** l'attuale contesto congiunturale è favorevole o sfavorevole alle operazioni di MBO? **2.** i MBO e LBO generano ricchezza? e se sì, a favore di alcuni soggetti e a scapito di altri?

Se focalizziamo la nostra attenzione su variabili di sistema – i bassi tassi di interesse e la stabilità nei rapporti di cambio, i multipli di mercato molto più bassi rispetto al passato, l'affermarsi di un positivo *role model* dell'imprenditore a livello sociale, la disponibilità di risorse finanziarie dedicate – dobbiamo ritenere che il contesto di riferimento per le operazioni di MBO sia positivo. Un ulteriore aspetto positivo è rappresentato dal fatto che grandi gruppi industriali stanno dismettendo asset: questo elemento, unito alla serie di fattori già citati, può creare premesse interessanti per quel che riguarda le operazioni di *buy out*.

Inoltre, sul versante degli investitori in operazioni di MBO, si parla spesso di *vintage* per quanto riguarda il *private equity*. Ebbene, a livello di mercati internazionali abbiamo una serie di evidenze empiriche che confermano che gli investimenti effettuati durante gli anni di recessione o di riduzione della crescita economica hanno fornito rendimenti superiori a quelli di altri periodi storici. Quindi, l'interesse degli investitori nei confronti di questa tipologia di operazioni è molto forte.

Per quanto riguarda la seconda domanda, uno sguardo ad alcune ricerche può esserci di supporto. La letteratura disponibile su questo argomento è generalmente datata fine anni ottanta inizio novanta. A livello generale disponiamo di alcune evidenze empiriche che confermano che i LBO tendono nel tempo a generare ricchezza. Il problema è capire come questa ricchezza venga distribuita; se il MBO, cioè, sia un soggetto economico socialmente utile o meno. Si potrebbe ritenere che, a fronte di operazioni di MBO – quando, cioè, il management diventa soggetto importante in termini di posizione azionaria, quando la leva finanziaria viene utilizzata in modo significativo – ci sia un trasferimento di ricchezza tra alcune classi di soggetti e altre. Le evidenze empiriche americane forniscono alcuni dati di grande interesse. Ne cito solo tre per motivi di sintesi. *Redditività*: generalmente, nei tre anni successivi ai LBO e MBO, questa è cresciuta del 42% rispetto al periodo precedente. *Investimenti*: c'è stata una riduzione di investimenti in capitale circolante ma non vi è stata una riduzione in ricerca e sviluppo e in asset intangibili. *Numero di dipendenti*: mediamente, per quel che riguarda il mercato americano, c'è stata una non variazione di questo indicatore. Prendendo un dato su KKR, un grande fondo d'investimento americano noto per fare operazioni con forte leva finanziaria, su tredici operazioni di LBO effettuate alla fine degli anni ottanta, il numero di dipendenti di queste tredici società era 276 000 al momento dell'acquisizione ed è passato a 313 000 post LBO.

> **Evidenze empiriche confermano che i LBO generano ricchezza. Il problema è capire come questa ricchezza venga distribuita**

Il mercato americano indica dunque che, effettivamente, c'è creazione di ricchezza e non distruzione di posti di lavoro. Abbiamo anche evidenza empirica sul mercato italiano, grazie a un recentissimo working paper redatto da INSEAD, Castellanza e AIFI, che ha provato ad analizzare centouno casi di operazioni di MBO effettuate nel nostro paese. Lo studio conferma l'andamento di fondo; in modo particolare tende a vedere una concentrazione dei *buy out* in tre settori: manifatturiero, chimico e beni di largo consumo. Le vie d'uscita sono quelle abituali: *trade sale* 54%, riacquisto da parte di investitori (*rileverage*) 26%; IPO 18%. Il debito è utilizzato nel 92% dei casi. Motivo della cessione: ricambio generazionale 50% e dismissione di asset non strategici 26%. Altre informazioni di grande rilevanza fornite sono così sintetizzabili: *vendite*: media della crescita prima dell'operazione + 7,6%, due anni dopo l'operazione + 11,7%; *EBIT*: tasso medio di crescita prima 4,8%, e nei due anni successivi 22,7%; crescita media del *numero di occupati*, prima 1%, e dopo 1,6%. Questi numeri mostrano che generalmente con le operazioni di *buy out* si crea valore e che questo valore non è esclusivamente appannaggio degli azionisti.

Per dialogare sul tema abbiamo coinvolto in questo forum quattro persone: Paolo Colonna, che ha effettuato molte operazioni di questo tipo negli ultimi vent'anni e può aiutarci a capire meglio i numeri (perché in quota parte gli appartengono); due manager che provengono da esperienze diverse, Guido Caris-

simo e Hans Wenzel, che porteranno le loro personali esperienze; Nicola D'Anselmo, che si occupa di finanziamenti dedicati al MBO, un altro dei tasselli fondamentali dell'operazione. Abbiamo quindi manager, chiamati a gestire le attività, gli investimenti, cioè gli "impieghi", e investitori e finanziatori, che rappresentano le "fonti" dello stato patrimoniale.
Passo ora la parola a Paolo Colonna, al quale spetta l'impegnativo compito di sintetizzare gli ultimi vent'anni di *private equity* in Italia.

COLONNA: Io mi occupo di *private equity* da vent'anni, prima come manager imprenditore, in quanto ho partecipato a otto operazioni di *buy out* gestendo società in prima persona, poi come investitore; quindi mi posso collocare anch'io nel lato attivo dello stato patrimoniale, tra i manager, perché il lato finanziario – che è rappresentato molto meglio da D'Anselmo – è solamente un aspetto marginale del MBO. Il MBO è un'attività industriale che presenta risvolti finanziari marginali. So che nelle università tale attività si studia sotto il capitolo finanza, ma ciò è sbagliato: lo si deve studiare sotto il capitolo industria, perché è a tutti gli effetti l'acquisizione di una società, che ha un mercato, un management team e uno sviluppo futuro. Questa acquisizione la si fa con un management interno o esterno e con dei soldi. I soldi sono notoriamente una *commodity*, che si tratti di *equity* o di debito, e sono il minore dei problemi. Oggi ci sono anche troppe risorse finanziarie, sufficienti per coprire molti anni di investimenti futuri. Pertanto, trovare i soldi è l'ultimo dei problemi. Il problema vero è trovare il progetto, il settore e il management giusto. Il mio compito di investitore è appunto trovare il management più adatto per lo specifico progetto e supportarlo nella creazione di valore. Si tratta quindi di un'attività industriale a tutti gli effetti, in cui il nostro compito è identificare progetti e trovare il modo di creare valore in essi. Ci si chiede se il *buy out* sia un soggetto socialmente utile, se riesce, cioè, a creare ricchezza. La risposta è sicuramente positiva, altrimenti non ci sarebbero investitori interessati a tali operazioni. Per generare ricchezza per gli investitori, l'azienda deve in primo luogo generarne per se stessa, creando valore, redditività, sviluppo. Il valore può essere costituito dallo sviluppo della società, per vie sia interne sia esterne; dal management, che normalmente apporta grandi competenze professionali alla società. Ed è il caso sia di Carissimo sia di Wenzel, che sono entrati in società molto impolverate e gestite all'antica e le hanno rigirate. Il *buy out* permette l'avvicendamento manageriale, nei casi di successione, o una maggiore focalizzazione sul business, in caso di cessione da parte di un gruppo per il quale tale business è non *core*. Focalizzando l'azione con grande professionalità e volontà di sviluppo si crea valore, quindi si può giustamente affermare che ciò è socialmente utile: si evitano i rischi di indebolimento competitivo, di "appassimento" imprenditoriale e di impoverimento della gran parte della nostra impresa.

> **"Con il buy out si evitano i rischi di indebolimento competitivo, di "appassimento" imprenditoriale e di impoverimento delle nostre imprese"**

Cos'è cambiato negli ultimi vent'anni? Moltissime cose. Il primo elemento fondamentale è che adesso l'MBO è un'alternativa industriale seria, mentre prima era considerato la ruota di scorta. Oggi un acquirente finanziario ha un ruolo centrale e paga prezzi come gli altri soggetti; un tempo, invece, era il soggetto che veniva contattato solamente dopo che non si riusciva a vendere un'azienda in altro modo.
Anche l'oggetto dei *buy out* è cambiato in modo radicale: prima erano principalmente piccole aziende, soprattutto casi di successione; adesso, tra le più grandi operazioni effettuate in Europa, la parte dei *buy out* è ormai un 30%. Sono grandi operazioni, non più progettate da un singolo ma da un team manageriale, che non riguardano solo situazioni di successione ma anche acquisizioni di privatizzazione o di grandi business. Ed è un processo più complesso: se prima era un mondo molto semplice – dove, forse, utilizzare una leva finanziaria e, quindi, ricorrere a banali attività di tipo finanziario era una parte importante – adesso, con prezzi più alti, con la concorrenza nel nostro settore molto alta, bisogna creare valore. Creare valore, come dicevo prima, attraverso la costruzione di gruppi industriali, una forte spinta verso l'internazionalizzazione, con un maggiore tasso di managerialità e una forte focalizzazione della struttura. Quindi, lo ripeto fino alla noia, l'MBO è un'attività industriale che ha risvolti finanziari.

SPISNI: Mi fermerei con questa parte introduttiva per passare la parola direttamente a coloro i quali sono deputati alla creazione del valore: i manager. A loro è stato chiesto di raccontare la propria esperienza, seguendo una traccia che parte da com'è maturata l'idea, quale è stata la modalità con cui si è formato il team manageriale, come sono stati gestiti gli investitori e definite le scelte attinenti la *governance*. Passo pertanto la parola Guido Carissimo, che ci illustrerà il percorso che da manager porta a diventare imprenditore.

CARISSIMO: La mia esperienza prima del *buy out* effettuato con Permira era stata di quindici anni con il gruppo Pirelli. In Pirelli ho gestito varie realtà, fino a diventare il responsabile di una Business Unit per i pneumatici da moto, incentrata in Germania e Brasile.

Dapprima, vorrei dare una breve descrizione dell'azienda oggetto del *buy out*. Si tratta di un'azienda che fa camper a S. Gioiranno in Toscana. Fondata nel 1984, fatturava ai tempi 75 milioni di euro, oggi 130; impiegava duecento persone, oggi 350; aveva il 5% di EBIT, oggi il 13%. Quindi, seguendo quello che si è detto negli interventi precedenti, sicuramente abbiamo generato ricchezza, che poi è stata suddivisa tra gli attori che hanno partecipato all'operazione.

Come è maturata la decisione di organizzare l'operazione di MBO? È stato un mio preciso desiderio: arrivato a trentotto anni volevo fare qualcosa di diverso; stavo molto bene nella società in cui mi trovavo e andavo molto d'accordo con il management, ma volevo fare una cosa diversa. Allora ho cercato qualcosa attivamente, con operatori del *private equity*; in una fase iniziale avevo proposto un'azienda target, ma tale operazione non è andata in porto. Poi, per caso, Permira mi ha detto che avevano un'altra realtà per le mani. Quindi fu in parte un caso, comunque chiaramente ci vuole sia la volontà sia una giusta dose di casualità.

Quali sono state le fasi critiche del processo di acquisizione? Nel mio caso è stato facile, perché tutto era già stato stabilito dall'investitore, che aveva acquisito l'azienda un anno prima. I patti che aveva concordato con il vecchio "padre padrone" prevedevano che, in cambio dell'acquisto della maggioranza, dopo un anno vi sarebbe stata anche la sostituzione del direttore generale; io sono arrivato un anno dopo.

Come è stato formato il team dei manager? Per certi versi è stato molto traumatico, perché il rapporto tra il vecchio imprenditore e me non è stato facile. A essere sincero, i conflitti sono iniziati nel giro delle prime ventiquattr'ore. La vecchia proprietà, tra l'altro, alla fine mi ha anche facilitato, perché dopo aver firmato un patto di non concorrenza ha creato un'azienda concorrente, portandosi via alcuni componenti del vecchio management, i più adatti alla sua mentalità e, probabilmente, come poi si è visto, non alla nostra. Quindi, dopo una fase traumatica, si è cominciato a ricostruire, ad acquisire un management che avesse una forte autonomia, che volesse lavorare per progetti e avesse una mentalità di miglioramento continuo (ma questo fa parte della gestione aziendale normale) e condividesse perlomeno gli obiettivi fondamentali, che erano quelli di creare ricchezza.

> **"L'importante, quando ci si siede a un tavolo, è chiarire esattamente dove si vuole arrivare"**

La gestione degli investitori non è mai stato un problema, nel senso che dal primo giorno abbiamo condiviso gli obiettivi. L'importante, quando ci si siede a un tavolo, è chiarire esattamente dove si vuole arrivare, e in quel caso l'obiettivo era molto chiaro: importante era l'uscita. Occorreva creare valore per incrementare i rendimenti dell'uscita, e anche la situazione in cui l'azienda potesse essere effettivamente venduta; quindi, creare la cassa, perché era stato fatto del *leverage*, e dunque c'era la componente di debito che doveva essere gestita. Cassa, circolante, controllo degli investimenti erano senza dubbio cose di cui non bisognava vergognarsi: bisognava creare cassa. Bisognava creare anche una struttura per diventare appetibili, perché alla fine le uscite sono chiare: o si va in borsa, o si fa un *trade sale*, cioè ci si vende a un concorrente. In quest'ultimo caso, quindi, devo rendermi appetibile a un concorrente, che vuol dire innanzitutto dargli fastidio, creando una struttura che sia alternativa, antagonista, e che occupi un terreno in maniera unica e tale da essere invidiata. Nel nostro caso, per esempio, la struttura che ha creato valore è la rete concessionaria: disponiamo ora di una rete di 150 concessionari ben gestiti in Europa, ed esportiamo il 65% del prodotto.

Quanto alle scelte di *governance* e al sistema incentivante, si è verificato, come ho già detto, un problema iniziale in cui la convivenza tra me e il vecchio socio non è stata facile. È andato invece tutto molto bene con gli altri azionisti. Sono entrato come socio, con un sistema incentivante molto semplice: avevo comprato azioni dell'azienda – possedevo il 12% dell'azienda – e le mie azioni le avrei vendute a un prezzo proporzionato al rendimento (IRR) che realizzavano gli altri soci finanziari. Quindi, più guadagnavano loro, più guadagnavo io. Molto semplice e chiaro, senza nessun tipo di discussioni in corso d'opera.

In termini di interventi manageriali sulla struttura organizzativa, si è passati dalla classica struttura organizzativa tradizionale, cosiddetta a pettine, a una un po' più funzionale per processi. Abbiamo introdotto obiettivi annuali sul primo livello di management e in ogni caso, soprattutto in una fase ulteriore, abbiamo coinvolto un secondo livello di management anche sulla parte azionariato con l'uscita di Permira e l'arrivo di un nuovo socio.

In termini di principali aree di intervento manageriale post MBO, gli sforzi sono stati focalizzati sulla rete commerciale, che abbiamo dovuto rafforzare puntando soprattutto sulla fidelizzazione dei dealer. Il fatto di avere 150 concessionari, di cui solamente due o tre cambiano ogni anno, significa avere una rete fedele, che segue lo sviluppo aziendale: il che rappresenta un patrimonio aziendale molto forte. In secondo luogo, una forte focalizzazione sul prodotto. Questo è un po' tipico per un'azienda "padronale" in cui si tenta di fare un po' tutto in certe situazioni; invece, ci si è focalizzati, si è ristretta la gamma di prodotti e quindi presidiata molto bene un'area di mercato in cui si dava molto fastidio al concorrente, che in seguito ci ha comprato.

In termini funzionali, abbiamo molto investito sulla formazione: avevamo una situazione senza laureati e con poche *skill* di tipo tecnico. Abbiamo introdotto una metodologia, quella del TPM – un'evoluzione del CAISEN – che ci ha recentemente portato, tra l'altro, ad avere una certificazione ISO 9000 Vision e 14000, partendo da una situazione che era molto diversa. Abbiamo fatto anche dei training di tipo psicologico, con l'analisi transazionale. Ho convocato tutti i primi livelli e i capi operai e li ho riuniti un fine settimana in un albergo, a gruppi di dieci e venti, con uno psicologo, per poter capire cosa vuol dire entrare in un'azienda in cui ognuno rischia, ognuno si assume responsabilità, non c'è più il padre padrone, ma ognuno deve portare a casa i risultati, per se stesso innanzitutto.

Per quanto riguarda gli investimenti, abbiamo continuato su livelli accettabili, alla luce dell'indebitamento con le banche, e li abbiamo dunque mantenuti su un livello simile, e addirittura superiore, agli anni precedenti. Dopo la prima cessione delle quote azionarie da parte dell'investitore finanziario, abbiamo fatto un grosso investimento che consisteva in una nuova realtà industriale. Abbiamo anche investito su una extranet: oggi gestiamo on line su una extranet tutti i concessionari in giro per l'Europa, per gli ordini, per le conferme, per le garanzie; quindi, ogni concessionario mette su web il claim sul prodotto e ottiene una riposta abbastanza veloce.

La cultura aziendale è piuttosto interessante, perché da provinciale, come quella precedente, è passata a essere internazionale. Nel frattempo, infatti, abbiamo proceduto anche a un'acquisizione di un nostro concorrente in Inghilterra, cosa che ha creato, da una parte, una maggiore appetibilità per altri concorrenti e, dall'altra, la necessità di cambiare la mentalità interna: da società provinciale si è passati a una piccola holding che doveva gestire anche le consociate all'estero, una industriale in Inghilterra con 120 dipendenti e due commerciali, una in Germania e una in Francia. Quindi, anche in questo caso, per gestire questi accadimenti ci vuole un cambio di mentalità.

Quanto detto ci ha permesso due anni fa di arrivare senza grossi traumi all'approdo attuale, in cui siamo stati rilevati da un'azienda quotata alla borsa di Parigi, che ha il 90%; il resto l'ho tenuto io come quota azionaria. Rappresentiamo, per questo gruppo quotato in borsa, un rilevante 25-30% del loro giro d'affari, per cui alla fine siamo stati completamente assorbiti nel settore, mantenendo però un'autonomia molto forte. Personalmente, gestisco ancora l'area italiana, tutta l'attività inglese e la realtà commerciale tedesca.

Per quanto riguarda gli errori che non rifarei più, con l'acquisizione, un anno e mezzo fa, di una società a Roma, in cui abbiamo tenuto troppo tempo il vecchio socio, è emerso chiaramente che un MBO impone ritmi diversi e spesso dei compromessi ti portano a danneggiare altre cose. Di errori ne abbiamo fatti a decine, ma alla fine il risultato complessivo è stato positivo; probabilmente, l'unico vero errore è stato non forzare la mano prima e non tagliare subito il cordone ombelicale con il socio precedente.

COLONNA: L'amico Carissimo è stato molto modesto, perché in due anni ha rivoluzionato tutta la prima linea della società, ha introdotto un concetto "strano" e totalmente innovativo chiamato marketing, ha chiuso lo stabilimento storico e ha più che raddoppiato l'altro stabilimento, ha cambiato il processo produttivo; questo oltre a tutte le cose che ha già detto. In due anni è stata fatta una grande creazione di valore: l'EBIT più che raddoppiato non è un caso!

CARISSIMO: Comunque, si dice che abbiamo creato la discontinuità. Ma secondo me la discontinuità nelle aziende è l'unica cosa che garantisce la continuità dell'azienda stessa. Perché le realtà aziendali che non creano discontinuità ogni quattro/cinque anni sono destinate a morire.

DEMATTÉ: Come ha affrontato il passaggio da Pirelli, e cioè da uno stipendio garantito, a questa nuova realtà ben più incerta?

CARISSIMO: Ho avuto un taglio dello stipendio del 30-40%, includendo il bonus, quindi ho certo fortemente ridotto la mia retribuzione. Alla fine ho guadagnato come se fossi stato altri venti-venticinque anni in Pirelli – questo lo devo ammettere – però in quello specifico momento ho sicuramente corso un rischio.

DEMATTÉ: Quindi, possiamo dire che è insita nell'atto imprenditoriale anche l'accettazione di una riduzione della propria retribuzione in cambio di un ruolo di maggiore autonomia imprenditoriale. È comune, questo elemento, anche agli altri soggetti che intraprendono iniziative imprenditoriali? Sono cioè tutti disposti ad accettare una riduzione e una maggiore aleatorietà nella propria remunerazione?

COLONNA: Sì, posso affermare che questo vale per la gran parte delle realtà che ho conosciuto. Wenzel, per esempio, può essere considerato un altro caso del genere. In linea di principio, comunque, se questi manager vengono da un grande gruppo e restano in un altro grande gruppo non c'è bisogno. Ma, in casi come questo, portare lo stipendio che Carissimo percepiva in Pirelli in una realtà ben più piccola e provinciale, avrebbe creato uno scompiglio tale da generare una rivoluzione all'interno, molto difficile da gestire, anche nei rapporti con il partner che fornisce il capitale di debito. Quindi, abbiamo dovuto assicurargli un stipendio altissimo per la realtà di provincia in cui si trovava, ma al tempo stesso anche accettabile e credibile. È chiaro che in questo contesto c'era anche un "premio" di una certa dimensione, che lui ha raggiunto al 100%, e che ha ripagato questa accentrazione del rischio.

INTERVENTO DEL PUBBLICO: Mi è sembrato di riconoscere in Carissimo non un imprenditore, ma un manager azionista. Con "imprenditore" io intendo colui che ha l'idea e gestisce l'idea prodotto, mercato, tecnologia. Nel racconto che lei ha fatto della sua azienda, non ha mai parlato del prodotto, non ha descritto il camper, non ci ha raccontato quale è l'ultima innovazione ecc. Si riconosce, lei, nel termine "imprenditore", cioè l'uomo che segue la strategia? Oppure è un manager azionista?

> **La discontinuità nelle aziende è l'unica cosa che ne garantisca la continuità**

CARISSIMO: Io penso che l'imprenditore non sia solo colui che è fanatico del prodotto. L'imprenditore, se condo me, è quello che assume la responsabilità di un'azienda, certi rischi, anche in prima persona, per creare valore. Quindi, calandosi in ogni realtà, tenta di trasformare l'azienda che vale 10 in una che vale 20. Il valore, poi, non è solo il prodotto, ma anche l'occupazione che creo, la formazione che offro alle persone che vi lavorano, le capacità funzionali con cui faccio crescere. Da noi c'era un solo laureato, in fisica, ed era il fratello del proprietario; oggi, invece, abbiamo trenta ragazzi laureati tra i trenta e i quarant'anni.
Secondo me, quindi, se ci si prende carico di un'azienda e la si trasforma, si può essere considerati a tutti gli effetti "imprenditore". L'importante è dare le giuste priorità: io ho trovato persone che sapevano sviluppare il prodotto e ho creato un ambiente idoneo perché queste persone potessero lavorare bene.

COLONNA: Io non so come i libri definiscono un "imprenditore", però, secondo me, l'imprenditore non è solo prodotto, mercato, tecnologia, ma è "l'uomo azienda": è l'uomo che ha una visione e che ha l'iniziativa, cioè che non dipende da nessuno nel portare avanti l'impresa in una direzione che è pronto a cambiare tutti i giorni, ma che ha tutti i giorni ben chiaro dove vuole andare. L'imprenditore non dipende da un azionista. Secondo me, una carat-

teristica molto importante del manager italiano è quella di essere, per necessità, molto più imprenditore del tedesco o del francese o dell'inglese, nel senso che non ha tutti i dati di mercato, non ha un sostegno professionale ecc... e per cultura, perché normalmente è un *one man show*, anche a livello gestionale. Carissimo, in questo caso, è chiaramente un imprenditore, perché ha preso un'azienda, ha capito quello che era necessario capire del prodotto, del mercato – sinceramente era più portato al mercato che al prodotto, anche perché dentro l'azienda era più forte il prodotto, e molto più debole la cultura del mercato – e l'ha stravolta secondo una sua visione. L'ha portata dove voleva lui anche con un po' di fortuna, come sempre.

D'ANSELMO: Dal mio punto di vista posso affermare che in tutte le aziende che abbiamo finanziato c'era, per esempio, il CFO, che era molto in gamba, ma non aveva assolutamente idea di come si comunica a una investment bank il proprio operato: i risultati, il reporting ecc. Queste sono cose che aiutano a conoscere la propria azienda, aiutano anche a essere sintetici nella maniera di esporre problemi e a focalizzarsi sui punti di maggiore importanza. Ci sono alcuni imprenditori talmente innamorati del proprio prodotto, progetto, invenzione, idea, che non riescono però a comunicare con l'esterno, e questo crea grossi problemi quando si parla di operazioni di miliardi di euro. Quindi, oggi, l'imprenditore o il manager, oltre alla bravura nella gestione dell'azienda, deve anche essere bravo a comunicare con gli altri portatori di interessi economici, che possono essere le banche, il mercato ecc.

SPISNI: Passiamo ora da un manager imprenditore a un altro.

WENZEL: Io non sono un imprenditore italiano. Ho il passaporto tedesco però vivo in Italia da tanti anni. La mia storia è naturalmente completamente diversa: ho lavorato tanti anni in Hoechst, un gruppo multinazionale della chimica e della farmaceutica che adesso non esiste più. Dopo questa esperienza in Hoechst, dove ero responsabile dell'attività in Italia, ho lavorato due anni in Alitalia; poi ho deciso di tornare alla chimica e di non lavorare più nei grossi gruppi. Ho iniziato dunque a lavorare in un'azienda piccolissima, di solo due persone: era una partecipazione di mio suocero, che mi aveva chiesto di liquidarla. Lì ho iniziato veramente da zero a sviluppare un piccolo distributore, trovare nuovi rappresentanti per l'Italia, distributori di prodotti chimici, industriali, e dopo qualche periodo e uno sviluppo abbastanza rapido ho visto che la strada sarebbe stata molto lunga e difficile. Presentandosi diverse occasioni, ho cercato di accelerare un processo, in atto non solo in Italia ma in tutta l'Europa, di forte concentrazione in questo settore. Nel settore dei distributori di prodotti chimici, infatti, attualmente esistono migliaia di soggetti in Europa, ma si sta creando una matrice di mercato dove, nei prossimi cinque-dieci anni, rimarranno al massimo dieci soggetti che avranno l'80-90% di un mercato che è oggi di circa 25-30 miliardi di euro. Conoscevo l'investitore fin dai tempi di Hoechst, perché aveva comprato un'azienda di Hoechst e, presentandosi l'occasione dell'acquisizione di una società non *core* del gruppo Henkel, ho fatto l'operazione con il suo aiuto. Così, la mia piccola azienda, che aveva raggiunto dopo due anni circa 15 milioni di euro di vendite, è subito cresciuta sui 70-80 milioni. Nel frattempo avevo fatto sei-sette acquisizioni, siamo diventati europei, siamo tra i dieci più grandi distributori europei con circa 400 milioni di euro, quattrocento persone, stiamo preparando due-tre acquisizioni nuove in Germania, recentemente si è presentata anche un'opportunità in Svizzera. Sono abbastanza sicuro che riusciremo a diventare uno dei primi cinque operatori del settore, che poi sarà in grado di reggere questo impatto molto forte, che verrà da tutta una serie di novità, anche legislative, del mercato.

La decisione di diventare imprenditore è maturata sulla base di diversi elementi, come in parte ho già descritto. In tutto questo c'è stata anche molta fortuna e molte opportunità inattese che si sono presentate. Comunque, uno dei fattori più importanti consiste nell'avere accanto un partner finanziario disposto a supportarmi. Non credo che i soldi siano una *commodity*, anche perché, giustamente, l'investitore li gestisce come una *specialty*, gestita sempre molto bene. Ritengo che per me un fattore di successo indiscutibile sia stato l'avere un partner che si possa veramente considerare tale. Un partner che, in alcuni momenti difficili, quando ero sotto forte pressione e i problemi mi sembravano insormontabili, si è rivelato molto forte e solidale con me.

Vi sono state, in tutto ciò, anche fasi critiche. In particolare ne ricordo due. Una c'è stata nella prima acquisizione, dove non ho subito coinvolto anche nel capitale il manager chiave. Ero talmente focalizzato sull'andare avanti, trovare la seguente opportunità d'azienda, che non avevo prestato attenzione al fatto che un manager avrebbe voluto essere maggiormente coinvolto. Così, dopo un po' di tempo, lui è partito con un gruppo di persone, ha sottratto una parte importantissima del mio business. Anche in questo caso sono riuscito a superare questa fase con l'aiuto del partner finanziario.

Una seconda fase critica l'ho vissuta quando ho capito che l'obiettivo originale, quello cioè di creare un distributore ita-

liano, non era fattibile, non aveva alcun senso. Si doveva, quindi, prendere la decisione di andare avanti diventando europei. In questo momento, poi, per motivi interni e di filosofia del partner, questi non poteva più accompagnarmi nel cammino, però mi ha dato la possibilità di trovare altri investitori, e questo costituisce ancora una fase abbastanza difficile, anche perché non tutti gli equity partner hanno le medesime capacità imprenditoriali e approccio industriale.
Se guardiamo a come ci siamo mossi con le tante operazioni di acquisizione che abbiamo effettuato, abbiamo sempre cercato di creare una struttura europea, mantenendo però una struttura molto locale, coinvolgendo fortemente i manager e soprattutto gli ex proprietari.
Nei fatti, il nostro gruppo attualmente è quasi al 50% in mano a partner; io mi considero inserito in una partnership di persone che la pensano come me. Come risultato di ciò, non abbiamo più perso manager di peso rilevante.
La struttura organizzativa è molto piatta: non vogliamo creare un gruppo multinazionale con livelli gerarchici, ma mantenere processi molto rapidi. Il mio obiettivo è sempre quello di tenere l'organizzazione a tre livelli, praticamente dal venditore al presidente non più di tre livelli, in maniera tale che la decisione possa arrivare molto rapidamente al mercato. È chiaro che dobbiamo investire molto nelle nuove tecnologie IT.
Per quanto riguarda la relazione con le banche, il finanziamento è un tema molto importante che credo, però, riusciamo a gestire bene in quanto, lavorando con i *key manager* e gli ex proprietari (che sono ora diventati partner), abbiamo creato un sistema di controllo, un orientamento alla redditività e soprattutto al cash management, che ha dato risultati molto importanti. Da questo punto di vista stiamo anche attraversando, al momento, una fase congiunturale molto difficile per la chimica, proprio perché c'è un gruppo di persone che si concentra sugli stessi obiettivi.

SPISNI: Passerei ora la parola a Nicola D'Anselmo, che cercherà di illustrarci meglio alcuni aspetti più operativi del MBO, cioè quali sono i parametri che vengono presi in considerazione ai fini del finanziamento delle operazioni, e come parametri soggettivi – chi è l'investitore, chi è il manager, quale è la *governance* – possono influenzare la decisione di finanziamento.

> **Non tutti gli equity partner hanno le medesime capacità imprenditoriali e lo stesso approccio industriale**

D'ANSELMO: Sono un Managing Director responsabile dell'attività di Leverage Finance per PNP Paribas. Paribas, un gruppo molto grande, è un player che ha fatto *leverage finance* da moltissimi anni.
Noi svolgiamo un'attività di *leverage finance*: il nostro lavoro consiste appunto nel finanziare gli attori che compiono un *buy out*, e poi successivamente vendere il debito. Quindi, siamo una investment bank, siamo guidati da risultati che sembrano essere di corto respiro, perché le nostre operazioni generano *fees*, la vendita del debito e altro da un punto di vista di risultati immediati. Poi, però, la presenza sul mercato è determinata dal fatto di avere le competenze, le conoscenze ecc. Inoltre, una presenza continua e così diffusa in tutta Europa – il nostro network è paneuropeo – permette di avere un'esperienza e un know-how molto buoni; il fatto di far parte di un network che chiude mediamente in un anno fra le trenta e le quaranta operazioni, con *underwriting* che superano i 5 miliardi di euro ogni anno, ci permette di vedere i business in maniera globale e di analizzare i problemi in maniera integrata.
La nostra attività è quella di *lead arranger*; quindi cerchiamo di fare l'*arranging*, l'*underwriting* e poi di vendere parti di debito, rimanendo però dentro l'operazione. Proprio per questo motivo abbiamo due tipi di esigenze: quella di fare il maggior numero di operazioni in un anno per guadagnare più *fees* possibili; però abbiamo anche un rischio di credito nelle operazioni che hanno comunque un orizzonte temporale abbastanza lungo.
Tipicamente, gli strumenti senior vanno dai sette ai nove anni, e poi ci sono strumenti subordinati di debito con un orizzonte temporale anche di dieci anni.
L'approccio della nostra banca si basa soprattutto sul credito; quindi, per noi, quello che è importante in un'operazione *buy out* è proprio il progetto sottostante. Siamo degli appassionati di manager, di mercati, di consulenza; vogliamo vedere il

razionale che guida tutta l'operazione. Si è detto – e condivido pienamente – che un'operazione che si basa solo su un aspetto finanziario spesso è destinata a non aver fortuna.
Detto questo, abbiamo poi dei parametri finanziari, perché l'operazione deve comunque essere venduta al mercato, a una classe di investitori che adesso si è molto evoluta. Infatti non ci sono più solamente le banche, ma anche altri investitori istituzionali; ci sono anche investitori privati nel caso di *placement* di bond ecc.
È evidente, però, che la base è l'azienda, i suoi azionisti – questo è importantissimo – e la chiarezza dei loro obiettivi; la struttura finanziaria indubbiamente serve a ottimizzare e rendere possibile l'operazione, ma non è il centro della stessa.
È chiaro che le situazioni più difficili sono quelle in cui manca una leadership chiara: si provi a immaginare quattro o cinque fondi che si mettono insieme per comprare un'azienda nella quale alla fine non decide nessuno, soprattutto se le cose non vanno benissimo – perché quando le cose vanno bene, sono tutti contenti. In questo contesto, anche la scelta del management è fondamentale, soprattutto l'*involvement* del management, in termini sia di tempo sia di *commitment* nell'investire in queste operazioni è un chiaro segnale di un'operazione che parte con le giuste premesse.
Detto questo, bisogna anche osservare che l'abilità della banca sta proprio nell'essere reattiva e capire che, purtroppo, il business plan così come è stato presentato su tre anni non si verifica mai, e quindi ci sarà bisogno di cambiare alcune caratteristiche della struttura finanziaria stessa per permettere il raggiungimento di obiettivi che sono magari diversi rispetto a quelli determinati in precedenza, oppure presentano problematiche maggiori.
Questo mette in luce che ogni *deal* è diverso da un altro, e va trattato con un approccio sartoriale, che non si può standardizzare; non è infatti un *loan* fatto a una blue chip corporate, per cui una volta erogato il denaro ci si dimentica di quello che succede.
La capacità di cambiare queste cose può portare un valore anche molto grande, sia agli azionisti sia al management, perché permette ottimizzazioni importanti e, talvolta, la stessa sopravvivenza dell'azienda. Quando le cose vanno male non c'è niente di peggio che dover trattare con una banca che ha un approccio burocratico, anche perché le aziende sono fatte di persone e sono pertanto in continua evoluzione, necessitano di un interlocutore finanziario che sia all'altezza di questo.

SPISNI: In conclusione, desidererei che Paolo Colonna rispondesse a due ulteriori domande. Esiste un identikit ideale del potenziale soggetto in grado di compiere un MBO, in termini di esperienza che ha acquisito, di età, di propensione al rischio ecc? Ci sono aree che generalmente il manager trascura e altre sulle quali invece pone troppa enfasi?

> **Un'operazione che si basa solo su un aspetto finanziario spesso è destinata a non aver fortuna**

COLONNA: Direi che, per fortuna nostra, la risposta a entrambe le domande è: dipende. Non esiste un identikit ideale e non esistono aree prefissate. L'approccio correttamente definito da D'Anselmo come "sartoriale" è certo indicato per il debito, ma a maggior ragione per l'*equity*, in cui altresì si potrebbe parlare di approccio "ipersartoriale", perché ovviamente rischia di più e ha un maggior ruolo decisionale soprattutto nel campo del management. Se vogliamo cercare elementi comuni, ci sono caratteristiche professionali e caratteristiche caratteriali. Quelle professionali devono essere fondamentalmente due: il CEO deve possedere una visione globale dell'azienda, a 360 gradi, non deve avere quindi un background puramente finanziario, ma neanche soltanto produttivo o commerciale. La seconda caratteristica professionale riguarda invece la capacità di creazione di un team: un lupo solitario in un MBO di una certa complessità è perdente.
Esiste poi un tema caratteriale che è la vision, la prospettiva progettuale: l'imprenditore deve avere una visuale, un sogno nel cassetto che vuole realizzare nell'arco di cinque anni (questo è il nostro orizzonte temporale medio). Wenzel l'ha cambiato nel frattempo, voleva essere il numero uno o due italiano, e adesso vuole essere il numero quattro, cinque europeo; Carissimo l'ha invece accentuato. Queste sono due

persone di successo che hanno una visione, e quindi puntano all'esterno in modo estremamente vivo. L'età non importa: Carissimo è senz'altro fra i più giovani nostri soci operativi – abbiamo avuto soci operativi di 58-60 anni che hanno ottenuto risultati altrettanto eccezionali. C'è chi ha più esperienza, c'è chi ha più slancio, c'è chi ha più coraggio, c'è chi ha più conoscenze: è sempre un mix di più caratteristiche. L'importante è capire bene con chi si ha a che fare, che tutti hanno punti di forza e di debolezza, e valutare se le debolezze sono supportate da qualcosa all'interno o all'esterno della società. Per esempio, se uno è molto commerciale, dinamico, ha bisogno di un controller che riesca a riportarlo anche alle problematiche interne aziendali. È dunque tutta una questione di bilanciamento del team: non esiste l'imprenditore perfetto che copre tutto.

Riguardo alle aree trascurate, io credo che non ve ne siano; è chiaro che dedicandosi troppo allo sviluppo esterno, si trascura necessariamente il controllo operativo quotidiano: è necessario quindi affiancarsi un soggetto che lo faccia, e così si risolve il problema. Se un imprenditore guarda invece troppo all'interno, ci sarà bisogno di un presidente o *board member* che definisca le strategie, che lo stimoli a non guardare all'operatività sacrificando la visione di lungo periodo.

Si deve parlare di bilanciamento anche del nostro ruolo: l'investitore istituzionale non mette solo i soldi, siano questi una *commodity* o meno, ma c'è un forte ruolo da parte dell'investitore istituzionale.

E quindi, tra un atteggiamento *hands off* e uno *hands on* la mia risposta è sicuramente *hands in*: all'interno della società bisogna partecipare attivamente alle decisioni strategiche, alle attività straordinarie e supportare i nostri soci operativi. Credo che gli imprenditori siano persone estremamente sole, che hanno bisogno di qualcuno con cui poter discutere le proprie idee non per cambiarle, ma per capirle, approfondirle meglio; questo è il nostro ruolo.

SPISNI: Può spiegarci meglio come controlla la partecipata, come dialoga con la partecipata in termini operativi?

COLONNA: C'è il meeting istituzionale, che è il controllo mensile. E poi ci sono le attività straordinarie. Perciò, quando Carissimo ha voluto acquistare una società inglese siamo intervenuti noi e l'abbiamo acquisita; anche perché se lui dedica il proprio tempo all'acquisizione, sicuramente trascurerà la gestione dell'azienda. Noi interveniamo anche in alcune decisioni di consulenza. Quando Carissimo doveva assumere il direttore finanziario, noi lo abbiamo aiutato; alla fine ha deciso lui, perché la responsabilità in ultima istanza è solamente sua, però noi lo abbiamo supportato. Quindi, si potrebbe dire che vi è un'attività formale con cadenza mensile e un'attività spot molto più frequente.

> **È tutta questione di bilanciamento del team: non esiste l'imprenditore perfetto che copre tutto**

SPISNI: Carissimo diceva prima che è stato troppo tenero nei confronti di alcuni soggetti. Parlando dei tempi di reazione, dal punto di vista dell'investitore vi sono situazioni che richiedono il cambio del management su un'operazione? Se sì, come matura la decisione?

COLONNA: Sinceramente, si decide di cambiare sempre troppo tardi. Perché si spera sempre che la felicità sia dietro l'angolo, e qualcosa cambi, ma questo per una sorta di "pudica vigliaccheria" e quindi, certo, abbiamo avuto molte esperienze in questa direzione. Cerchi di rattoppare alcune cose che sono chiaramente non rattoppabili. Se c'è un errore che noi facciamo, ma che troppo spesso facciamo un po' tutti, è che siamo coinvolti troppo anche noi nel quotidiano o nel mensile, mentre se avessimo uno sguardo più distaccato, o ci fosse un altro partner non troppo coinvolto nella realtà aziendale, la decisione di cambiare potrebbe essere più immediata e quindi più efficace.

SPISNI: Lascerei questo spazio conclusivo per eventuali domande e considerazioni.

INTERVENTO DEL PUBBLICO: Quanto alla scarsa propensione al rischio imprenditoriale da parte dei manager che provengono dai grandi gruppi industriali, ritengo che ci sia una certa imperfezione nei sistemi di *compensation* dei gran-

di gruppi, che premiano troppo il fisso e non sono in grado di dare remunerazioni variabili basate sui risultati. Di conseguenza, si rischia di disincentivare la vena imprenditoriale del manager ipercompensandolo per il fatto di restare in un grande gruppo industriale.

CARISSIMO: Se ripenso alla mia esperienza, ovviamente ai tempi mi sentivo sottopagato. Il mio sistema incentivante rappresentava il 30% della mia retribuzione; è partito da zero per poi fermarsi su quei livelli. Quindi, questa esperienza imprenditoriale è stata sicuramente positiva sotto questo punto di vista. Bisogna ammettere, però, che la grande azienda offre anche altri incentivi non monetari quali il potere, lo status ecc.

COLONNA: Concordo e credo che questo fattore sia determinante nel *buy out*. Spesso capita che le aziende dalle quali stiamo acquistando una divisione ci chiedano "perché dovreste fare cose che noi non siamo capaci di fare?". La risposta è semplice. Noi focalizziamo tutta la nostra attenzione su quella divisione, mentre per voi è solamente l'ennesima parte del business. Inoltre, abbiamo una dinamicità e la volontà di crescere, e non siamo interessati alla politica del potere. Infine, l'incentivo monetario è fortemente motivante. La motivazione è un progetto, una vision, ma anche tanti soldi. Quando uno ha con certezza un obiettivo rappresentato da un multiplo di EBIT o da un'IPO con una determinata quotazione, che vale milioni di euro, è in primo luogo stimolato, ma trova anche il modo di stimolare gli altri del suo team. Al contrario, dare bonus di milioni di euro potrebbe creare problemi in una grande azienda.

SPISNI: C'è qualche aspetto di carattere normativo, fiscale o societario nel nostro sistema che non permette l'ulteriore diffondersi di queste operazioni?

COLONNA: Sicuramente i limiti della normativa emergono nei turnaround: la nostra legge fallimentare preclude azioni coraggiose di ristrutturazione, perché se l'operazione non va a finire bene ci va di mezzo tutto il consiglio di amministrazione. Direi che chi vuole fare ristrutturazioni coraggiose in Italia è molto penalizzato, rispetto alla Germania o agli USA. Per fortuna, in questi ultimi anni non sono stati molto di moda i turnaround e i fallimenti; non vorrei che lo ridiventassero nei prossimi anni. Senza dubbio, la legge fallimentare in sede industriale e societaria dovrebbe essere rivista in Italia, in primo luogo per favorire il tessuto industriale italiano. Invece, il punto di vista fiscale dell'avviamento o degli oneri finanziari non ci facilita la vita ma non ce la rende più difficile che all'estero.

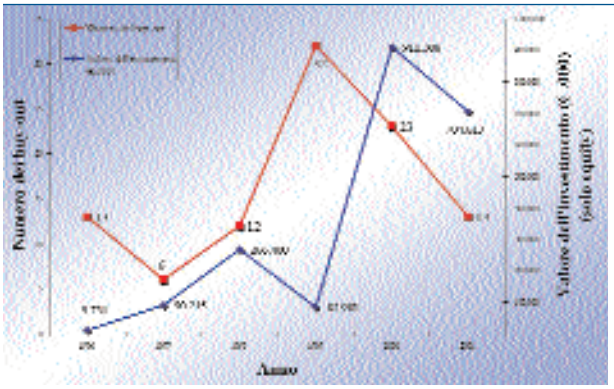

Figura 1 Numero dei buy-out in Italia (1996-2001)
Fonte: Osservatorio M&A - Università Bocconi.

www.economiaemanagement.it
© RCS Libri SpA. Tutti i diritti sono riservati.